

分类号 F23/645
U D C _____

密级 公开
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 香飘飘股份公司资本结构优化研究

研究生姓名: 刘晓弟

指导教师姓名、职称: 李培根 教授 牛成喆 教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 刘晓弟 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 齐培根 签字日期： 2021.6.6

导师(校外)签名： 朱以喆 签字日期： 2021.6.12

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 刘晓弟 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 齐培根 签字日期： 2021.6.6

导师(校外)签名： 朱以喆 签字日期： 2021.6.12

A Research on the Optimization of Capital Structure of Xiangpiaopiao Co., Ltd

Candidate : Liu Xiaodi

Supervisor: Li Peigen Niu Chengzhe

摘要

资本结构在企业中扮演着极为重要的角色。一般情况下合理的资本结构对企业价值会产生正面的影响。饮料行业由于处于不断地扩张和特殊的市场环境中，一些企业的资本结构并未与其发展速度达到协调，威胁着企业的生存和长远发展。

本文以资本结构相关理论为基础，香飘飘食品股份公司(简称香飘飘)为例，通过分析香飘飘 2015-2019 年的财务和非财务数据，发现香飘飘的资本结构存在一定的问题，根据最优资本结构理论提出了解决方案和优化措施。首先，分析了饮料行业现状和香飘飘的概况。其次，以理论分析为基础，对香飘飘的资本结构现状展开研究和分析。主要从两方面分析：一方面将香飘飘 2015-2019 年的资产结构、负债结构、股权结构、产权比率与饮料行业资产、负债结构、股权结构、产权比率均值进行对比分析；另一方面运用 EVA 理论和 EVA 计算公式计算、分析香飘飘 2015-2019 年税后净营业利润、总投入资本、加权资本平均成本率，推出香飘飘 2015-2019 年的 EVA，将其变动幅度与同行业 EVA 均值的变动幅度进行比较。结合财务指标和经济增加值指标，发现香飘飘各负债之间的占比和股权架构存在问题，主要表现为资产负债率与同行业均值相比偏低、负债结构中中长期贷款和应付款项等占比不合理以及股权结构中公司创始人、家族人员持股过高等问题。

为解决以上问题，根据最优资本结构模型计算得出了香飘飘的最优资产负债率。主要综合饮料行业相关平均值对比分析、公司财务状况分析及最优资本结构模型计算结果三方面，对香飘飘资本结构进行动态优化调整，确定最优资本结构合理区间为(40%，50%)。最后，通过优化负债结构、优化股权结构、改进财务状况和提高公司对资本结构的检测能力来保障香飘飘最优资本结构在公司得到贯彻和落实。

关键词：香飘飘 资本结构 资本结构区间 优化方案

Abstract

Capital structure plays an extremely important role in enterprises. Generally, a reasonable capital structure will have a positive impact on the enterprise value. Because the beverage industry is in the continuous expansion and special market environment, the capital structure of some enterprises is not coordinated with its development speed, threatening the survival and long-term development of enterprises.

Based on the theory of capital structure, taking Xiangpiaopiao Food Co., Ltd. as an example, the financial and non-financial data of Xiangpiaopiao Food Co., Ltd. from 2015 to 2019 are analyzed, it is found that there are certain problems in the capital structure of Xiangpiaopiao Food Co., Ltd. solutions and optimization measures are proposed according to the optimal capital structure theory. First, the status quo of the beverage industry and the general situation of Xiangpiaopiao Food Co., Ltd. is analyzed; second, a research of the current capital structure of Xiangpiaopiao Co., Ltd. is conducted based on theoretical analysis. The analysis and research are conducted mainly from two aspects: On the other hand, using EVA theory and EVA calculation formula, Xiangpiaopiao's net operating profit, total invested capital, and weighted average cost of capital during 2015- 2019 after tax are calculated and analyzed to obtain the EVA of Xiangpiaopiao Food Co., Ltd. during 2015- 2019, comparing the change range with that of the average EVA in the same industry. Through financial analysis and economic value added analysis, it is comprehensively concluded that the existing problems in the capital structure of Xiangpiaopiao Co., Ltd. are mainly manifested in the low asset-liability ratio compared with the average value of the same industry, unreasonable ratio between the long-term and short-term loans and payables in the debt structure, and excessive shareholding of company founders and family members in the shareholding structure.

In order to solve the above problems, the optimal ratio of asset-liability of Xiangpiaopiao Co., Ltd. is calculated in accordance with the optimal capital structure model. Mainly the relevant average value of the beverage industry, the company's

financial status and the calculation results of the optimal capital structure model are comprehensive analyzed, thus the dynamic optimization and adjustment of the capital structure of Xiangpiaopiao Co., Ltd is confirmed(40%, 50%). Finally, the implementation of the optimal capital structure of Xiangpiaopiao Co., Ltd. may be guaranteed by optimizing its liability structure, optimizing its ownership structure, improving its financial status and improving its ability to detect capital structure.

Key words: Xiangpiaopiao; Capital structure; Capital structure interval; Optimization plan

目录

1 绪论	1
1.1 选题背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 国内外研究现状	3
1.2.1 国外研究现状	3
1.2.2 国内研究现状	5
1.2.3 研究现状评述	7
1.3 研究方法	8
1.4 研究内容与研究框架	8
1.4.1 研究内容	8
1.4.2 研究框架	9
2 相关理论分析	11
2.1 资本结构的概念	11
2.2 资本结构理论	12
2.2.1 MM 及其修正理论	12
2.2.2 权衡理论	12
2.2.3 企业生命周期理论	13
2.2.4 优序融资理论	13
2.3 经济增加值理论	14
3 香飘飘股份公司及资本结构现状分析	15
3.1 香飘飘基本情况简介	15
3.1.1 饮料行业介绍	15
3.1.2 公司简介	15
3.2 公司财务状况	19
3.2.1 公司财务比率分析	19

3.2.2 公司所处发展周期	20
3.3 香飘飘资本结构分析	21
3.3.1 财务指标分析	21
3.3.2 经济增加值分析	26
4 香飘飘股份公司资本结构存在的问题	31
4.1 资产负债率偏低	31
4.2 流动负债率偏高	32
4.3 融资方式单一	33
4.4 股权过于集中	34
5 香飘飘股份公司资本结构优化	37
5.1 资本结构优化目标和方向	38
5.1.1 香飘飘资本结构优化目标	38
5.1.2 香飘飘资本结构静态优化	38
5.1.3 香飘飘资本结构动态优化	39
5.1.4 香飘飘资本结构调整区间的确定	45
5.2 资本结构优化建议	46
5.2.1 优化负债结构	46
5.2.2 优化股权结构	47
5.2.3 改进财务状况	49
5.2.4 提高公司对资本结构的检测能力	49
6 研究结论与启示	49
6.1 研究结论	50
6.2 研究展望	50
参考文献	52
致 谢	56

1 绪论

1.1 选题背景与意义

1.1.1 研究背景

资本结构作为企业筹集资金活动的结果，反映了企业各种资本的价值构成及其比例关系，能够衡量一个企业债务资本在总资本中的大小。因此，资本结构在企业中扮演着极为重要的角色。资本结构不但对企业财务管理工作具有现实意义，而且影响着企业的长远发展。近年来学术界对资本结构的重视度越来越高，研究领域在不断拓展。起初，学者们对资本结构的研究只是局限于对其影响因素的研究和对整个大范围行业属性的研究，随着资本市场的不断成熟和经济环境的迅速变化，学者们开始将注意力转移到不同行业的研究中，通过建立模型来论证资本结构与企业价值和各种要素之间的关系，使得资本结构理论体系更加健全和完善。资本结构的研究对象很多都是关于整个行业的整体现象，得出的结论具有普遍性，与单个企业的状况联系不是很紧密。因此，本文利用资本结构理论和相关模型来研究香飘飘的资本结构，通过具体分析，找到更加有针对性的解决措施。

2017年《“健康中国2030”规划纲要》要求饮料企业遵守健康中国战略，将智能制造和绿色制造作为导向指引和生产标准，加强研发、创新、原料节约和生产过程管理，转型升级为营养健康产业。企业要转型升级，首先要考虑到的是资金问题。如果资金难以满足发展需要，就必须进行资金的筹集，资金的筹集会使企业的资本结构发生一定变化。

2020年香飘飘的净资产收益率、净利润、市场占有率、行业排名等与同行业先进模范企业存在一定的差距。香飘飘以杯装奶茶的生产、销售为主，杯装奶茶的销售量和销售额受季节性变化的影响很大，导致香飘飘的主营业务收入和生产成本随季节变化出现较大的波动。尤其进入夏季大部分消费者喜欢用冷饮解渴、消暑，而香飘飘杯装奶茶一般要用热水冲泡无法帮助消费者解决现实需要。所以，香飘飘第三季度的销售收入低于其他三个季度，同时销售额比既有杯装冲泡奶茶也有冷饮茶的企业低，甚至在行业环境和资本市场环境不好的年份净利润低于行

业均值或者出现亏损的惨烈局面。企业的经营环境出现波动或盈利能力指标出现特殊的情况，一般表现为净利润亏损，这时候总经理、其他高级管理人员、投资者要谨慎对待这种异样，因为提高企业的盈利水平和持续发展能力是管理人员的使命和义务。企业经营业绩一定程度上能够反映公司资本结构设置的合理性。企业盈利能力越强、综合财务绩效越高代表企业的资本结构越合理、越完善。香飘飘作为中国知名的奶茶饮料公司，它的发展程度对饮料行业、制造业和国家综合国力都有着较大的影响，通过分析香飘飘财务状况和股权机制对优化企业资本结构具有很强的现实意义。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义：现实中不同行业、不同企业的资本结构不同，要求学者在研究资本结构理论时不能一刀切，要用辩证的思维和一分为二的眼光看待问题。关于资本结构中存在的问题需要企业高管和学术界学者协同解决，才能从根本上发现问题和解决问题。自从 MM 理论问世以来，学者们通过对现代资本结构深入研究，发现盈利能力、增长能力、资产特征、资本成本等对资本结构有正面或负面影响，有利于资本结构体系的构建。本文将企业生命周期理论、经济增加值理论、资本结构理论、优序融资理论等与香飘飘现金流量、加权资本成本、资产负债率、主要融资方式等相结合，验证了这些理论在资本结构理论中的重要性。

(2) 实践意义：2020 年出现的疫情使得国内经济大幅下滑，经济发展环境恶化，企业发展难题增多。想要扭转经济衰退局面并在艰巨的市场环境中求得平稳发展，就需要调整企业的资本结构使其与经济环境和企业面对的难题接轨。企业管理制度、经营程序、决策流程、盈利能力、发展能力、融资方式等会随所处环境和发展周期的变化而改变，企业资本结构能够较为全面的体现这些因素的变动。香飘飘作为杯装奶茶的领跑者，上市时间短，企业内部体系建设不够完善和健全，只有不断优化企业的资本结构才能帮助企业脱离财务困境，才能更好的应对销售收入随季节变化出现的波动性下降，形成处理这类问题的长效机制，尽可能地避免以后经营过程中出现类似的状况或者将可能发生的成本降到最低。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究现状

(1) 资本结构研究

行业环境发生剧烈变化,公司融资方式和董事会、股东会人员随后也会发生不同程度的变动。另外,行业特征不同资本结构不同,主要是因为每个行业的发展路径、管理机制、商业模式之间存在差异。Schwartz 和 Aronson (1967) 发现出现同一经营风险时,铁路公司为降低风险、减少经营损失不得不减少负债融资,而此时的公用事业类企业对负债结构没有做出丝毫的改变,资本结构也就没有发生任何变动,但经营业绩依旧很好。Marsh (1982) 通过收集不同产业在经营过程发生的重大负面事件和经营中遇到的难题,将事件进行整合归类发现不同产业会面临不同的风险,其导致产业间应对风险采取的措施不同,使得资本结构产生差异。Emina Resić, Jasmina Mangafi (2015) 通过采用实证法中的方差分析、回归分析法对非金融公司 10 年的相关数据分析,发现长短期负债增加而净资产收益率和净利润增长率降低,其中长短期负债指企业的资本结构,证明长短期负债对资本结构的优化有阻碍作用,公司特性、债务资本、现金流、治理结构、代理成本会对企业的资本结构产生正面的推力或负面的阻力。Roberts (2002) 通过对研究公司资本结构中的债务资本和权益资本进行比较,发现一般的公司在进行资金筹集时倾向于收益固定、还本付息期限明确的债务融资,得出企业债务资本结构对企业资本结构的设定起关键作用。Baba (2004) 以上市公司为研究样本,发现股东会、董事会和执行经理层等形成的相互关系组织框架完善的企业内部治理效果更突出,这类企业容易实现内部治理结构对内监督、激励、控制和协调的功能,经营状况更佳,对资金的利用率更高,资本结构更加合理和均衡。Marek (2014) 研究结果表明企业在经营活动、投资活动、筹资活动中产生的现金流入和流出能够反映对现金的利用效率、主要流向以及为企业创造的价值,现金流的多少对资本结构区间有一定的影响。

(2) 资本结构优化研究

De Angelo 和 Masulis (1980) 认为市场中出现供给曲线与需求曲线相交情况时,不管行业特征、公司规模、盈利能力、公司治理结构等是否存在差异,所

有企业的债务结构和股权结构、资金组成结构都有一个最优点。Robert Ranzos (2017)通过对波兰矿业公司筹资过程中产生的股权资本成本和债务资本成本分析,认为矿业公司要实现企业价值最大化和资本结构最优,债务融资成本就应该控制在 5.7%-7.4%之间才算合理。Titman 和 Tsyplakov (2007)发现当企业出现现金流量不足、债务拖欠严重、留存收益不足、长期不能给股东发放股利等问题时企业的经营成本、相关费用都会越来越高,使得企业实现最优资本结构区间的时间延长,实现难度变得越来越大,时间拉的越长,出现的不确定因素会越多。Donkor 和 Duffey (2013)发现企业筹资时所需要的资金一般都比较大,筹资期限较商业信用等短期筹资方式而言比较长,投资者选择企业的巨额筹资项目时也会格外的谨慎,投资者会聘请专门的财务顾问或分析师对企业的财务报表、公司年报、股票变动幅度等进行深入研究,发现经营状况不佳或未来预期收益比较低时,投资者就会立马撤资或违约。企业要实现资金的筹集和防止投资者中途撤资就应该选择风险较小的短期贷款或长期贷款,降低发生意外的风险。

(3) 经济增加值的研究

Eswara M (2015)经济增加值(EVA)开始被现代上市企业和大型公司所采用,主要用于核算公司的经营业绩、企业创造的价值,评价企业的经营能力,预判企业未来发展能力和上升空间。经济增加值已成为一种财务指标,使用的范围和领域越来越宽广。Worthington A, West T (2012)认为重新设计财务评价指标和增加激励薪酬计划有利于缓解企业实现股东价值最大化目标的重负。Bhasin M L, Shaikh JM(2013)采用方差分析、趋势分析和回归分析等分析了 EVA 和传统的企业绩效指标的有用性,研究结论表明,EVA 比传统的绩效评估方法更能精准地评价一个公司的财务和发展状况,有利于企业及时发现风险,采取有效措施去解决。Altaf, Nufazil (2016)发现制造业与服务业的营业收入与市场增加值有较强的关联性,虽然它们的关联性较低但相关系数为正,说明经济增加值一定程度上能够反映企业的市场价值。Bartolomé Deyá Tortella (2003)将财务部门有 EVA 指标的企业与没有 EVA 的企业进行对比发现,有 EVA 的企业对外投资活动多、债务保障率、全部资产现金回收率等指标都较高,说明 EVA 的采用对现金流量指标有积极而显著的影响。

1.2.2 国内研究现状

(1) 资本结构研究

樊迪、李小健（2015）选取 2019 年末之前的所有农业上市公司为样本进行回归分析，结果显示盈利能力强的公司内源融资能力强，使得资产负债率低；变现能力强的公司偿还债务能力强，存在的财务风险小，对债务融资的需求小，资产负债率自然小；折旧作为非债务税盾可以替代债务抵消所得税，减少企业的负债水平；大股东持股比例越高越注重企业未来的股息收入，股息收益越多，企业对债务融资的依赖性越小；现行的税收优惠政策使得实际缴纳所得税远低于规定的标准，这样企业会重视负债带来的破产成本和风险，从而减少债务，所以所得税对企业的融资方式的影响微乎其微；最后研究结论表明资本结构的优化要从适度负债率、管理结构、债务组成等多方面着手。常媛、王美玲（2018）通过对我国采矿企业资本结构特征分析，发现其存在资产负债率偏高、流动负债比率高等问题，最后提出促进融资渠道多元化，降低“双高”等针对性建议。沈望奇（2021）应用主成分分析法发现产权比率随公司经营绩效的增加而递减，当企业非流动资产资产负债率提高时经营绩效反而减少，经营绩效却与流动资产率反向变动。程隆云、郑旭霞、马丽（2012）把中小板上市公司划分为超速增长和非超速增长两类企业，运用线性回归的实证方法研究了企业增长速度和资本结构之间的相关性，结果证实超速增长企业的速动比率与营业收入增长率负相关，所有样本公司的主营业务增长率能够拉升企业的资产负债率。陈德萍、曾智海（2012）选择广义矩估计法（GMM）和联立方程模型论证了 2011 年创业板 187 家上市公司营业业绩和负债组成之间的变化，发现“高超募率”现象的存在很可能使得资本结构与企业绩效存在互动关系。唐丹彤（2021）结合固定效应模型检验了我国经济进入新常态时国家经济政策不确定性对企业融资方式、投资项目规模、规避风险意识等的影响，研究结果发现经济政策不确定性增加时，企业就会缩减生产规模、减少负债、减少对外投资等，最后导致企业的资产负债率降低，这种经济政策不确定性带来的这些效应在国有企业、制造业企业表现得更突出。

(2) 资本结构优化研究

宋献中、吴一能等（2014）选取 A 股上市公司面板数据，发现中央调低贷款利率、增加货币供应量时，企业就会加快对资本结构的调整速度；当央行上调贷

款利率，减少货币在市场上的流通量时，企业对资本结构的调整速度明显放缓。资本结构对货币政策的敏感性与低成长性的企业相比，高成长性企业表现得更为突出。张晓亮（2015）选取 2011 年河南省 57 家上市公司，发现其中一些公司存在资产负债率偏低、流动负债率过高等问题，提出通过调整财务战略、放缓扩张规模、完善公司治理机制、加强独立董事比例等优化资本结构的路径帮助企业走出财务困境。陈传亮（2020）认为金融环境直接决定了公司资本结构的形成，当前我国金融市场发展不够成熟、灵活度不高，相关管理部门应该出台相应的政策及法律法规，严格监督上市公司所蕴含的股权内容以及增发条件，减少违法违规行为。张颖、石泓（2013）选取 2009-2011 年中小板上市公司为研究样本，检验了当公司缺乏股权制衡条件下公司资本结构所处状态，实证结果表明董事会独立董事人数越少、独立董事独立性越差的公司资产负债率越低。因此，企业应该通过增加董事会独立董事人数，增强独立董事独立性，才能对股东进行有效制衡，实现资本结构的优化。

（3）经济增加值研究

刘庆龄、干胜道（2015）调查发现 EVA 评价的最大缺陷是评价不能被及时反馈以及评价人员的资格受限，大部分接受调查的人员希望对现行的 EVA 评价指标体系进行修改和完善，提出相关部门应增强对 EVA 评价体系的监督和管理。程海涛、汪磊等（2016）认为人力资本作为一种无形资产会对企业剩余价值产生贡献，同时人力资本在企业经营过程中发挥着其他资源不可替代的作用。因此，可以将人力资本看作企业的权益资本进行资本成本核算，这样更有利于衡量和评价企业的资本结构。研究中提出了人力资本经济增加值，为更加准确地计算资本成本总额建立了三元资本结构模型，三元资本结构模型中的资本总额包括债务资本、权益资本和人力资本财务价值。张晓风、赵燕霞（2017）利用 EVA 对保利地产的资本成本和加权平均资本成本率进行计算，得出 2012 年保利地产的投资资本回报率 8.23%，超出加权资本成本率 1.4%。因此，认为这个阶段是保利地产发展最为合理和经济实力最强的阶段。万科作为房地产行业的成功企业和龙头企业，其发展经验对保利有一定的借鉴意义，通过对万科销售净利率和投资周转率的分析发现其都大于保利的相应值，保利应提升资本周转速度和销售利润率来提升企业的经济增加值。李娟（2018）发现经济增加值的准确性和对未来的预判能力都大于

自由现金流量法,经济增加值法可以对企业不同年份的收益进行估值,能够更好的评价企业绩效。朱伟民、姜梦柯等(2019)对互联网企业 EVA 估值模型进行了改进,为了证明改进模型评估企业价值的效果,他们将改进模型和传统模型用于评估同一期间阿里巴巴的企业价值。阿里巴巴作为中国互联网企业的典型代表,以其做实验足以说明改进后的 EVA 模型具有可行性和高效性。

1.2.3 研究现状评述

阅读国内关于资本结构的期刊和著作,不管是实证研究还是案例研究,很多学者一般都是从资本结构的影响因素角度进行案例研究和实证法的相关性分析。国外资本市场成形早,资本结构制度和体系相对国内比较完善和健全,为理论研究提供了良好的研究氛围和较多的研究样本。因此,国外学者对资本结构理论方面的研究也比较透彻和深入,比如 MML 理论、修正 MM 理论、有序融资理论、企业生命周期理论、适用于每个企业的委托代理理论和信号传递理论。另外,国外学术界对资本结构的研究倾向于对整个行业进行研究,对资本结构的单个案例研究并不多,这种做法有利于得出普遍的规律性,加之后期的学者会进一步深层次研究,不断补充和修订,逐步完善形成系统的理论体系。

通过整合国内学者和国外学者对资本结构的研究,发现影响资本结构的因素很多,既有内部因素又有外部因素,其中内部因素对资本结构的影响大于外部因素。内部影响因素主要是企业自身所拥有的一些能力或特性,一般包括经营特征、资本成本、股权机制、企业所处发展周期;外部影响因素主要是由于国家宏观政策、行业特征以及市场环境而引起的,常见的有货币政策、财政政策、经济周期、行业特征以及国家政策导向等。为此,研究学者从实现企业价值最大化目标出发提出和建立了最优资本结构模型,对资本结构进行静态和动态优化,将资产负债率控制在合理区间。

在资本结构的研究过程中运用的方法也越来越多,主要有广义矩阵估计法、多元线性回归分析法、主成分分析法、方差分析法、财务指标分析法、经济增加值指标、三元结构模型等。大量文章对其展开多层面和多角度的剖析,应用的方法从单一变为多元,涉及的内容和领域更加丰富、广泛,这对我国企业的参考价值 and 借鉴意义越来越大,有利于企业完善和优化自身资本结构,间接推动了国内

经济的发展。

1.3 研究方法

(1) 文献研究法：通过查阅与资本结构理论相关的期刊、著作，了解和掌握资本结构的核心理论知识后，对感兴趣的和国内有代表性的公司进行相应的筛选和分析，发现香飘飘的资本结构状况有些特殊，因此选定香飘飘为案例企业，对其资本结构进行相关分析和研究。

(2) 案例分析法：首先，在新浪财经、东方财富和国泰安数据库搜集有关香飘飘的财务数据和相关信息（前十大股东持股比例，新建生产线、研发的新品等），对其进行归纳总结，计算香飘飘的流动比率、速动比率、资产负债率、总资产周转率和税后经营业利润率来评价香飘飘 2015-2019 年偿债能力、盈利能力、发展能力等是否增强，判断其债务结构配置和股权结构设定是否符合企业发展水平。其次，在统计年鉴上查阅饮料行业的财务指标和非财务指标均值，将其与香飘飘的各财务指标进行比较，再运用经济增加值理论和经济增加值计算公式对债务资本、权益资本、加权平均资本成本率计算分析，发现香飘飘资本结构存在融资方式具有倾向性、独立董事人数少、独立性差和管理层中家族成员多等问题。最后，引入最优资本结构模型对香飘飘资本结构进行调整和优化。

1.4 研究内容与研究框架

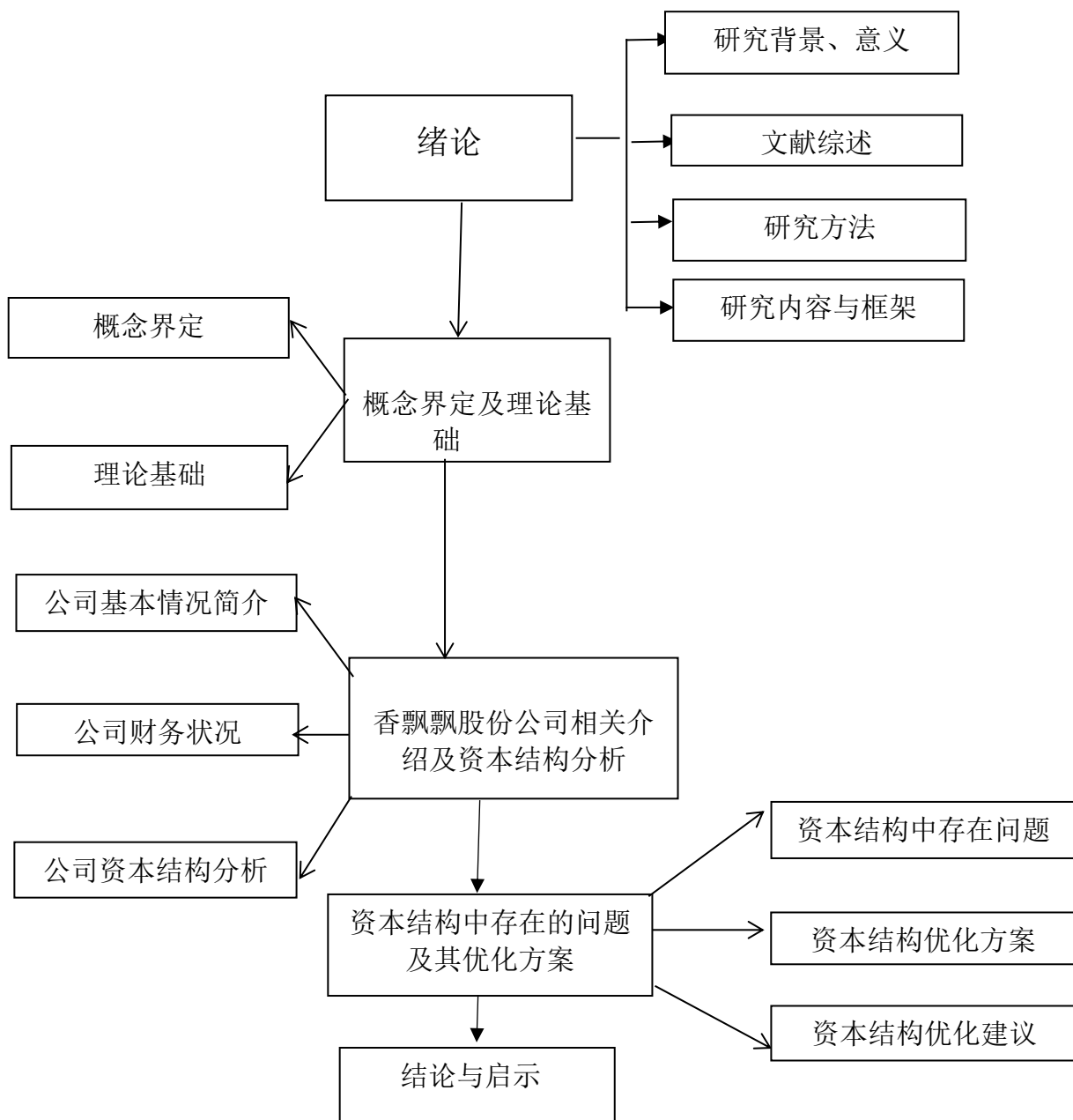
1.4.1 研究内容

本文以香飘飘的资本结构现状为切入点，从股权结构、负债结构、财务状况和经营能力四个维度对香飘飘的负债项目、股权配置制度和体系进行剖析，对其做出相应调整，最后降低企业权益资本成本和债务资本成本，使得企业价值得到提升。在确定香飘飘的资本结构优化方向和目标时，将静态优化和动态优化相结合计算出最优资本结构区间。优化措施主要是从股权结构和负债结构着手来实现最优资本结构在香飘飘落地和贯彻执行。股权结构对资本结构的影响突出表现在企业高级管理层人员安排、决策的投票权和对公司持股比例上，不同的股权结构决定了不同的管理机制、决策机制以及激励机制。负债结构对资本结构的影响主

要体现在长短期借款和应付款项额度的规划上以及融资方式的选择上。以香飘飘为例,结合我国经济发展特征,探讨实现资本结构优化的有效路径。

全文共分为六章。第一章,绪论。第二章,理论基础。第三章侧重于香飘飘资本结构现状分析。首先明确本文资本结构的内容,然后分析香飘飘负债结构和股权结构的特点,再对香飘飘当前资本结构的指标进行多角度分析,最后得出香飘飘资本结构存在问题以及需要进行优化调整的结论。第四章,深层次解释香飘飘资本组成现状中存在的问题。本章从香飘飘的筹集资金的方式和对股东股权的分配及董事会独立董事对股东的制衡效果分析其对资本结构存在的效果和作用,着重分析了香飘飘资本结构中股权结构和债务结构存在的问题。第五章,关于香飘飘资本结构提出优化建议。本章主要运用最优资本结构理论,分别从静态优化和动态优化角度对资本结构进行调整和改善,最后有针对性地提出建议确保企业实现价值最大化的目标。第六章,结论与启示。论文将理论与香飘飘的实际情况相结合,有助于增强食品饮料行业对我国经济发展的贡献。

1.4.2 研究框架



2 相关理论分析

2.1 资本结构的概念

资本结构指资金构成及其比例关系。资本结构有两种：一种资金为公司的全部资金，即广义资本结构；另一种资金仅指公司长期资金，即狭义资本结构，具体表现在债权资本只有长期负债不包含短期负债（Megginson, 1997）。

从表面看短期负债周转灵活，获取时间短，缓解资金压力的速度快。但短期负债需要企业在短时间内还本付息，偿还压力大。对于新成立的企业或处于快速发展阶段的大型企业而言，短期负债会带来诸多好处。由于企业刚成型，在资本市场上的信誉度较低，很难获得金融机构长期借款。因此，企业成立初期更倾向于选择短期负债来支撑企业的发展，大型企业为弥补周转资金不足也会进行短期负债。然而这两类企业容易出现经营不善或发展过快的弊端，如果此时银行要求还款，这两类企业有可能会陷入资金断链的泥潭。

短期负债在企业发展过程中至关重要。假使我们不考虑短期负债自身存在的弊端，得出的企业最优资本结构可能会出现不够准确、不够合理等问题，无法帮助企业达到价值最大化。

广义资本结构在分析资本结构时，包含了长短期负债，确定的最优资本结构与企业实际的盈利能力更加相近。本文旨在通过分析香飘飘的融资行为发现其不足和缺陷，进行调整和解决达到资本结构优化的目标。现实中企业的融资既有长期的也有短期的，仅靠一种融资方式会过于僵硬，会导致企业无法灵活使用资金。在企业的每一个发展阶段中，长期负债和短期负债都有其不可被替代的作用。

香飘飘上市时间较短，处于快速扩张的阶段，要完善其资本结构、实现企业高质量发展，必须合理利用长短期负债，才能保证企业的可持续发展。香飘飘的资金既包括长期负债也包含周转灵活的短期负债，所以香飘飘的资本结构特指广义的资本结构。

2.2 资本结构理论

2.2.1 MM 及其修正理论

1958 年莫迪利亚尼和米勒认为资本结构对公司市场价值不会产生影响，即 MM 理论，其核心观点是在所有的市场上信息都是公开的、投资者之间一律平等、股票价格不受外界任何人为因素影响的前提下，企业各项资金比例变化对企业一定会计期间的经营业绩不存在显著影响。但 MM 理论的假设过于绝对，与现实背道而驰，对所需条件要求也很高，很难找到具体问题。

莫迪利亚尼和米勒认为实际上每个企业都要缴纳所得税，所得税费用是企业的固定科目和必然花费。1963 年莫迪利亚尼和米勒将企业每年缴纳的所得税纳入模型验证其对企业资金比例的影响程度，结果显示企业所得税确实会对企业的负债以及债务资本等产生作用。在现实中税法部门征收企业所得税时不征收企业因负债融资产生的财务费用，公司债务筹集资金的数额与企业因债务产生的收益成正比。修正的 MM 理论将负债率视为衡量和评价企业资本结构、实现企业价值最大化的最佳标准，负债率越高说明企业资本结构越合理。当负债率达到 100% 时，企业管理层和外部投资机构、投资人、财务分析师和专家学者一致认为企业资本结构最优，企业价值达到最大。

2.2.2 权衡理论

MM 理论质疑者要求放宽假设条件，建立与经济现实紧密联系的经济模型。1996 年，Robichek 和 Myers 提出了比较债务税盾价值和破产成本的静态权衡理论。比较债务税盾价值指企业经营生产过程中资产的折旧可以抵消企业缴纳的所得税，抵消的所得税比企业通过债务融资抵消的所得税更多。该理论认为当负债为公司创造的边际价值与其导致的边际破产成本相等时，资本结构对公司当前的经营和未来的发展最有利，就实现了公司价值最大化的目标。一般情况下企业有负债，代表企业的资金不能满足当前企业实际发展的需要。如果企业的其他资产流动性低、数额小，企业的偿债能力就会大大降低，加上负债产生的利息等财务费用增加会加重企业的财务成本，此时企业出现财务困境的可能性就会大大增加。

2.2.3 企业生命周期理论

企业生命周期理论指企业一般会遵循出生、成长、强盛、衰退到灭亡的规律。其实，企业的发展进程就像一个生命体一样从幼儿、青年、成年、老年再到死亡，都要经历五个发展阶段。该理论认为，企业的存续会受到寿命长短的制约，会因所处阶段不同而经营成果表现出不同。随着市场经济的不断发展和成熟，一些实务界的专业人才将企业生命周期理论引入到企业的现实经营当中，通过将企业资本结构现状与企业所处发展周期结合，巧妙的将企业生命周期理论与资本结构理论紧密结合，镶嵌到企业的发展过程中。

Dickinson (2006) 认为企业完整的生命周期包括导入期、增长期、成熟期、淘汰期和衰退期。企业的现金流量可以反映企业当前的经营状况、资源配置情况与企业的盈利能力。本文将现金流组合法与香飘飘的实际现金流相结合来判断其所处发展阶段。

表 2.1 企业生命周期的划分

	导入期	增长期	成熟期	淘汰期	衰退期		
经营现金流	-	+	+	-	+	-	-
投资现金流	-	-	-	-	+	+	+
筹资现金流	+	+	-	-	+	+	-

2.2.4 优序融资理论

Myers (1984) 提出的优序融资理论 (Pecking Order Theory) 特别之处在于分析框架中统一纳入了市场信息不对称和融资成本。该理论认为，企业在资本市场公开发行股票时公司价值彻底暴露。另外，投资者和社会公众认为企业现有资金不足以支撑企业发展时，他们会进一步查询和剖析企业过去发生的事情，也会时刻关注企业的动态和相关信息的发布，这种融资方式不仅会使企业的负面信息流出，而且会影响正常交易，导致交易成本高昂，不利于企业的发展。内源融资既不会产生负面的市场信息也不会产生融资成本。因此，内源融资应该被企业优先选择，一旦企业留存收益不够，可以进行债务融资，不到万不得已时不考虑股权融资。因此，企业融资顺序应该是成本较低的内源融资（主要来源是留存收

益)、具有相对优势的负债融资(债权人仅获得固定的利息)、股权融资。

2.3 经济增加值理论

Al Ehrbar 思腾思特的合伙人和 EVA 论坛的主席 G. Bennett Stewart 共同撰写了《EVA 革命》,书中详细阐述了 EVA 的概念、计算方法等。经济增加值被企业财务人员、高级管理人员、公司股东以及外部专门的投资机构用来评价企业价值创造能力和企业市场价值的大小。经济增加值是企业在相对固定的会计期间,企业税后经营净利润(没有减除债务资本利息)扣除全部投入资本成本额。要提高企业价值就必须将债务资本成本和权益资本成本控制到合理范围内,使其加权平均资本成本率尽可能的变小,使得企业负债和所有者权益为企业带来较高的报酬率,企业的资金和资源得到高效地利用,为企业创造了高收益,具体表现在企业的经济增加值高于一般的企业和同行业的均值。

EVA 的基本计算公式可表达为:

$$\text{EVA} = \text{税后净营业利润} - \text{资本成本}$$

$$= \text{税后净营业利润} - \text{资本占用} \times \text{加权平均资本成本}$$

3 香飘飘股份公司及资本结构现状分析

3.1 香飘飘基本情况简介

3.1.1 饮料行业介绍

饮料行业在我国经济发展过程中对国内生产总值的贡献越来越大,在国外市场的份额不断扩大,国际影响力持续提高。2019 年的统计年鉴中按行业分大中型企业指标中酒、饮料和精制茶制造业的企业数有 756 个,资产总计为 12470.9 亿元,利润总额为 1848.6 亿元,2019 年全国饮料产量 17763.48 万吨,同比增长 13%。2019 统计年鉴显示食品烟酒(包含饮料)在城镇居民人均消费支出和农村人均消费支出中的比重分别为 27.6%和 30.0%,较 2018 年的 27.7%和 30.1%相比有所下降,下降了一个百分点。从以上数据可以看出,饮料行业发展速度快,对经济发展贡献大。

饮料行业产品主要有瓶装水、即饮茶、果汁、碳酸饮料、能量饮料和即饮咖啡。2019 年国内软饮料行业规模达到 5786 亿元,其中瓶装水、即饮茶、果汁、碳酸饮料分别为 1999 亿元、1222 亿元、902 亿元和 864 亿元。瓶装水的占比最高,为 34.6%,与 2009 年相比提高了 13.5%,碳酸饮料较 2009 年下降了 9.8%。通过数据对比可以看出消费者越来越喜欢选择更加绿色、健康的饮料,碳酸和果汁饮料的市场份额下滑,企业面临巨大的挑战。2019 年软饮料市场占有率排名前六的分别是可口可乐(9.1%)、康师傅(8.0%)、农夫山泉(7.2%)、华润(5.2%)、百事(4.7%)、统一(3.0%),市场占有率前三中康师傅和农夫山泉都是瓶装水企业,再次证实饮料市场瓶装水的地位。果汁饮料的集中度较为分散,2019 年美汁源在果汁市场占有率排名第一,市场占有率为 9.9%。

3.1.2 公司简介

(1) 基本情况

香飘飘食品股份有限公司(简称香飘飘)是一家创立于 2005 年 8 月的民营企业,公司总投资额 2.5 亿元,注册资本 5000 万元,主营业务为奶茶产品的研发

发、生产和销售，是我国杯装奶茶的典型代表，是目前中国最大的杯装奶茶专业制造商之一。2019 年末，香飘飘旗下有 10 家全资子公司、四大生产基地。

自 2004 年首创杯装奶茶以来，奶茶一直作为香飘飘的主流饮品，“香飘飘”品牌在国内知名度较高，杯装奶茶市场占有率一直位居第一。2012 年国家工商总局冠名香飘飘为“中国驰名商标”，“香飘飘”品牌标志的认定使香飘飘在中国饮品市场拥有核心竞争优势。截至 2019 年底，香飘飘杯装奶茶市场占有率达到 63.1%，在杯装奶茶领域排名第一。为迎合市场和消费者需求，香飘飘不断进行产品研发和创新。2017 年以来，除经典系列外，还推出好料系列、珍珠系列等，实现了产品的多元化。

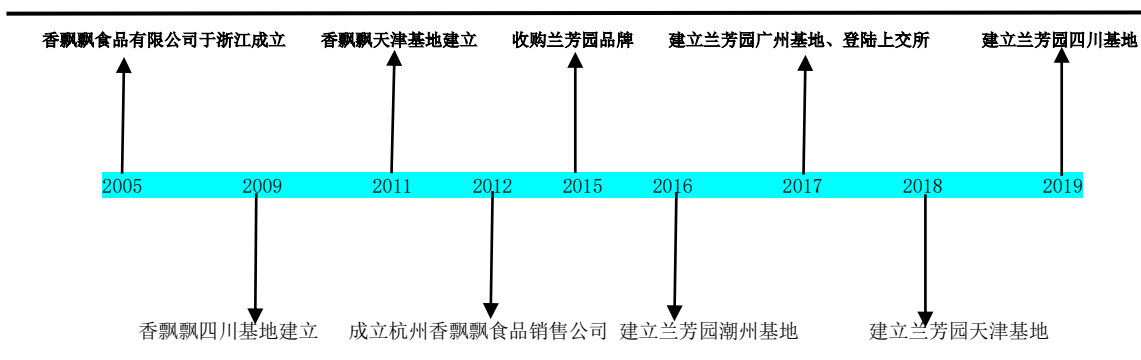


图 3.1 香飘飘发展历程概览

(2) 经营范围

香飘飘主营业务是杯装奶茶，主要产品有固体冲泡奶茶、果汁茶类及液体奶茶。固体冲泡奶茶有经典系、好料系、珍珠系，果汁茶类有果汁茶、轻奶茶，液体奶茶有“兰芳园”丝袜奶茶、“兰芳园”港式牛乳茶、“兰芳园”鸳鸯奶茶、“MECO”牛乳茶。2019 年香飘飘的代餐类产品研发成功，实现了产品种类多元化。

(3) 重大事项

2019 年公开发行 A 股可转换公司债券，拟募集资金总额大约 86,000 万元。香飘飘要实现产品体系的均衡发展局面，达到液体饮料规模化生产是有效途径。为实现该目标，香飘飘将 2019 年募集的资金扣除发行费用后全部投资成都和天津无菌灌装液体奶茶项目。2019 年 10 月 18 日，证监会审核通过了香飘飘公司可转债，为后期的发行提供了良好的市场环境。2020 年 11 月 3 日，香飘飘 3.54

亿股首次公开发行限售股 36 个月的锁定期届满，进入上市流通期，这批限售股占总股本比例达 84.56%，为香飘飘后期的发展提供了充足的资金支持。

(4) 行业排名

表 3.1 2020 年 9 月香飘飘行业排名

单位：亿元

	总市值	净资产	净利润	市盈率	市净率	毛利率	净利率	ROE
香飘飘	94.42	25.27	0.4449	159.17	3.74	37.32%	2.35%	1.75%
食品饮料（均值）	267.7	40.41	4.68	69.87	5.71	34.68%	10.70%	10.98%
行业排名	38 92	31 92	75 92	81 92	40 92	35 92	79 92	81 92

数据来源：年度财务报表

从表 3.1 可以看出 2020 年在食品饮料行业中共有 92 家上市企业，其中香飘飘按总市值排名 38 位，处于行业中间位置。2020 年香飘飘的总市值为 94.42 亿元，食品饮料行业平均总市值 267.7 亿元。总市值可以反映出企业在市场的占有份额、发展实力、消费者对企业品牌和产品的认可度。香飘飘在行业排名表中总市值远低于行业均值，说明企业的发展战略没有与市场发展紧密结合，企业的发展规划和经营政策等有待商议和调整。香飘飘应制定与市场发展接轨的发展战略和经营模式才能实现企业价值最大化的目标，提升在行业中的地位，更有助于企业今后的发展。

香飘飘的净利率、市净率和净资产收益率远远低于行业均值，其中香飘飘 2020 年 9 月净资产收益率为 1.75%，饮料行业净资产收益率均值为 10.98%，说明香飘飘的盈利能力需要提升和加强。从净利润看，净利润最能说明一个企业的经营收益的经营效果，表 3.1 中饮料行业的净利润为 4.68 亿元，香飘飘的净利润仅为 4449 万元，再一次反映了香飘飘的经营水平低于行业平均盈利水平。

表 3.2 2020 年一季度饮料上市公司业绩排名

单位：元

股票简称	净利润	排名	销售毛利率	排名	营业总收入	排名
养元饮品	5.26 亿	1	52.90%	2	12.78 亿	1
承德露露	1.82 亿	2	54.36%	1	8.49 亿	3
维维股份	9221 万	3	17.05%	5	10.65 亿	2
国投中鲁	103 万	4	19.12%	6	2.62 亿	5
吉林森工	(-7948 万)	5	43.89%	3	1.45 亿	6
香飘飘	(-8557 万)	6	31.24%	4	4.30 亿	4

数据来源：Wind

表 3.2 反映了 2020 年第一季度饮料行业上市公司净利润、销售毛利率、营业总收入位居前六的企业。养元饮品的净利润以 5.26 亿排名第一，香飘飘 2020 年第一季度的净利润出现了严重的亏损，亏损额度为 7948 万元，这对于成立以来净利润一直较高的香飘飘而言损失比较惨重；承德露露的销售毛利率为 54.36%，排名第一，香飘飘销售毛利率为 31.24%，排名第四，与承德露露相比销售毛利率较低，而广为人知的香飘飘每年都要花费巨额的广告费宣传自己的品牌，香飘飘的销售毛利率与巨资广告费的投入没有成相应的正比，说明广告费没有发挥很大的作用。营业总收入方面，养元饮品为 12.78 亿元排名第一，香飘飘为 4.30 亿元排名第四，与养元饮品相差了 8 亿多元，相差较为悬殊。

表 3.1 中的总市值、净资产、净利率、净资产收益率和表 3.2 中的净利润、销售毛利率、营业总收入共同反映出了香飘飘在饮料行业发展速度、盈利能力都比较低。从侧面说明香飘飘近几年的发展战略和商业模式开始出现了一定的弊端，拉低了企业的经营效率。香飘飘 2020 年第一季度净利润出现巨额亏损给管理层敲响了警钟，公司管理层必须要理性地看待净利润出现下滑和亏损的问题，对症下药从根本上解决公司存在的问题，实现扭亏为盈。其次，香飘飘董事会要加大对公司内部高级管理人员的监督和有效制衡，防止管理层滥用职权和资金为自己谋私利，使得企业实现可持续发展。

3.2 公司财务状况

3.2.1 公司财务比率分析

流动比率、速动比率、资产负债率、总资产增长率能够衡量香飘飘的财务风险大小；净资产收益率和营业利润率能够代表香飘飘的盈利能力水平；应收账款周转天数、存货周转率、总资产周转率能够解释香飘飘运营能力的高低。

表 3.3 香飘飘 2015-2019 年经营成果指标

单位：亿元

年份	2015	2016	2017	2018	2019
总资产	16.77	21.69	28.08	33.40	39.16
流动比率	1.76	1.71	2.45	1.80	1.61
速动比率	1.62	1.60	2.26	1.66	1.48
资产负债率	40.52	41.72	31.35	33.67	35.28
总资产增长率	0.07	0.29	0.29	0.19	0.17
净资产收益率 (%)	22.77	23.53	16.78	15.19	14.63
营业利润率	0.12	0.13	0.12	0.12	0.11
应收账款周转天数 (天)	3.72	3.64	6.20	6.93	4.19
存货周转率 (天)	30.38	25.68	26.44	27.29	24.54
总资产周转率 (次)	1.20	1.24	1.06	1.06	1.10

数据来源：年度财务报表

表 3.3 中从资产总额看，香飘飘的资产由 2015 年的 16.77 亿元增加到 2019 年的 39.16 亿元，增幅很高，说明香飘飘的资产实力越来越雄厚。由于香飘飘在 2019 年扩建生产基地和生产线，导致固定资产增加。其中，新建工厂包括广东兰芳园工厂、四川兰芳园工厂、天津兰芳园工厂，生产线增加了 7 条。

从财务风险角度分析，2015-2019 年香飘飘的财务风险较低，对财务杠杆利用不够。首先，资产负债率逐年下降，降幅较大，平均年降幅在 8% 左右，资产负债率偏低，在 40% 以下。资产负债率偏低说明企业对内部资金依赖性大，对外举

债经营能力不足。其次，速动比率和流动比率波动变化大。其中 2017 年流动比率和速动比率急剧下降，速动比率由 2017 年的 2.26 变为 2019 年的 1.48，流动比率由 2017 年的 2.45 降至 2019 年的 1.61，体现出香飘飘流动资产和流动负债比例失衡，资产结构和负债结构有待调整。

从盈利能力角度看，发现香飘飘的净资产收益率逐年呈现下滑趋势，从 2015 年的 22.77% 降至 2019 年的 14.7%，表明香飘飘对资产没有做到合理利用，资产为企业创造价值的的能力较弱，为股东创造的最终收益减少，股东资金使用效率降低；营业利润率变动幅度平缓，主要是豆制品、包装材料等购进价格指数从 2015 年的 97.7 上涨到 2019 年的 102.8，导致生产成本增加，尤其是 2019 年果汁茶的生产成本大幅增加，总体料工费分别上涨 17.77%、22.38%、50.00%。此外，公司的研发费用和销售费用同增，2019 年上半年公司销售费用达到 3.91 亿元，这些因素共同引起企业营业利润率总体下跌；2017 年总资产周转率同比下降 0.18，主要因为新建了广东省江门市生产基地所致；应收账款的周转天数从 2015 年的 3 天多到 2018 年的 6 天多，说明香飘飘的收款能力降低，对款项没有做出合理的判断。总体而言，香飘飘的盈利能力有所下降。

3.2.2 公司所处发展周期

结合 Dickinson 根据企业生命周期理论对企业发展周期的具体划分标准和香飘飘的年报中现金流数据可以判断香飘飘所处发展周期。

表 3.4 香飘飘 2015-2019 年现金流量

单位：亿元					
年份	2015	2016	2017	2018	2019
经营现金流	1.119	3.656	1.055	6.132	7.200
投资现金流	1.660	-2.564	-4.071	-7.639	-6.385
筹资现金流	-0.1227	0.5592	4.739	-0.1363	-1.366

数据来源：香飘飘年度报告

表 3.4 中 2016 年、2017 年香飘飘的现金流：经营现金流分别为 3.656 亿元、

1.055 亿元，为正值；投资现金流分别为-2.564 亿元、-4.071 亿元，为负值；筹资现金流分别为 0.5592 亿元、4.739 亿元，按照现金流组合的划分，2016 年到 2017 年香飘飘处于增长期。2018 年、2019 年香飘飘的现金流：经营现金流分别为 6.132 亿元、7.200 亿元，都为正值；投资现金流分别是-7.639 亿元、-6.385 亿元，均为负值；筹资现金流各为-0.136 亿元、-1.366 亿元，为负值。生命周期理论认为，当经营现金流为正值、投资现金流和筹资现金流均为负值时，该企业属于成熟期。据此，可以得出 2018 年到 2019 年香飘飘处于成熟期。在成熟期的企业管理体制、运营体系和激励机制都比较完善和合理，这个阶段企业一般会将闲置资金用来给股东分红，让股东利益得以实现，使股东对企业未来的发展更加有信心。

3.3 香飘飘资本结构分析

3.3.1 财务指标分析

(1) 香飘飘资产状况分析

资产负债率可以用来衡量一个企业资本结构所处状态。

表 3.5 2015-2019 年香飘飘资产负债率与行业资产负债率

单位：亿元

年份	资产	负债	资产负债率	行业资产负债率均值
2015	16.77	6.76	41%	45%
2016	21.69	9.05	43%	44%
2017	28.08	8.80	31%	43%
2018	33.40	11.25	34%	42%
2019	39.16	13.81	35%	42%

数据来源：统计年鉴整理

表 3.5 中，2015-2019 年香飘飘的总资产在不断的增加，2019 年的总资产是 2015 年的两倍，最快时企业的资产一年增加了 7 亿元，企业的资产规模迅速扩大，规模化水平越来越高，实现了规模经济，经济收益提高，经济实力增强。但

与总资产的增幅相比，香飘飘的负债增加速度较慢，在总资产中的占比较小，说明香飘飘所有者权益占比高，这主要是因为香飘飘通过增加企业盈余公积金和未分配利润来筹集资金。2017年较为特殊，负债总额比2016年减少了将近0.2亿。从香飘飘公布的财务数据看，短期借款和长期借款大多数年份为零，说明香飘飘很少依赖债务融资，这是由于香飘飘内部货币资金比较充足，主要依靠内部资金的运作，也说明没有合理利用外部资金。2017年与饮料行业的资产负债率均值低了12个百分点，说明香飘飘的举债运营能力继续下降，对外部资金的利用率不高，主要表现为管理层在制定发展策略和融资方式选择的决策中没有做到与实际经营状况结合，最后导致负债结构失衡。

(2) 香飘飘股份公司负债结构分析

债务期限结构既可以反映企业对融资方式选择的偏好也可以体现对企业发展有潜在威胁的相关因素。政府鼓励企业向金融机构和非金融机构筹集资金的根本原因在于股权融资具有很大的局限性且融资成本费用较高。

表 3.6 香飘飘流动负债和非流动负债占比变动

单位：亿元

年份	流动负债	非流动负债	负债	流动负债 比率	非流动负 债比率	行业流动 负债比率	行业非流动 负债比率
2015	6.713	0.0815	6.8	99%	1%	90%	10%
2016	8.36	0.6873	9.05	92%	8%	91%	9%
2017	7.39	1.413	8.8	84%	16%	92%	8%
2018	10.81	0.4376	11.3	96%	4%	93%	7%
2019	13.06	0.7553	13.8	95%	5%	92%	8%

数据来源：年度财务报表、国家统计局年鉴

从表 3.6 可以看到，2015 年流动负债由 6.713 亿元增加到 2019 年的 13.06 亿元，增加了 6.347 亿元，增长率高达 94.5%，增速提高了 1 倍。非流动负债的增幅很小，有些年份非流动负债甚至出现缩减，整体而言其没有发生较为明显的变化。香飘飘作为上市时间短、处于成熟期扩张阶段的企业，不断加大研发新品的投入，扩建生产线，新建液体奶茶生产基地，这些项目都会迫使香飘飘增加对资金的需求。但香飘飘的负债结构并没有发生很明显的变化，这与正常的发展态势不一致，值得深入研究和分析具体的原因。短期贷款对于快速发展的企业可以

补充企业因长期负债造成的财务费用的短板,也可以利用短期负债解决企业长期负债偿还的难题。然而,香飘飘 2015 年到 2019 年的短期借款为零,2014 年和 2013 年的短期借款金额分别为 900 万元,在流动负债中的比例很小。

香飘飘财务报表数据显示,2015-2019 年香飘飘只有 2017 年和 2016 年有长期借款,其中 2017 年的长期借款为 1.098 亿元,2016 年为 5997 万元,导致其非流动比率较其他年份高出一半以上。可以看出香飘飘的流动负债比率较饮料行业的流动负债比率较小,非流动比率有些年份相差较大。

香飘飘长期借款和短期借款不规律、不符合实际的变动,可以看出香飘飘的负债比率是不合理的。更何况 2015-2019 年香飘飘属于成长期到成熟期的快速发展阶段,不仅要靠内部资金支撑企业高效运营和发展,更需要利用外部资金来研发新产品、建立新生产线,扩大生产规模,提高规模经济效益。

(3) 香飘飘各大股东持股比例分析

表 3.7 香飘飘股东和饮料行业股东对企业股权的掌控情况

单位:亿元

年份	第一大股东	前十大股东	第一大股东行业均值	前十大股东行业均值
2015	65.54%	100%	36.35%	58.65%
2016	65.54%	100%	35.76%	55.74%
2017	58.99 %	90%	39.43%	58.28%
2018	56.26%	87.54%	42.52%	59.55%
2019	56.26%	87.43%	40.89%	60.45%

数据来源:年度报告、统计年鉴

从表 3.7 可以看到,2017 年到 2019 年香飘飘第一大股东持股比例均大于 56%,占公司股数的一半以上,前十大股东持股比例大于 87%。2017 年到 2109 年香飘飘第一大股东和前十大股东持股比例均比行业均值高很多,其中 2017 年香飘飘前十大股东持股比例为 90%,比饮料行业前十大股东持股比例均值高出 30%左右,通过这些比例值反映出香飘飘的股权高度集中,在股权结构设置过程中并没有做到公平、公正。企业股权一旦高度集中就会出现“一股独大”和第一大股东独裁的局面,剥夺了中小股东的发言权,导致中小股东无法参与到企业的正常

经营活动和日常管理中，企业管理和决策不能做到科学、合理和公平，因而损害中小股东的利益。

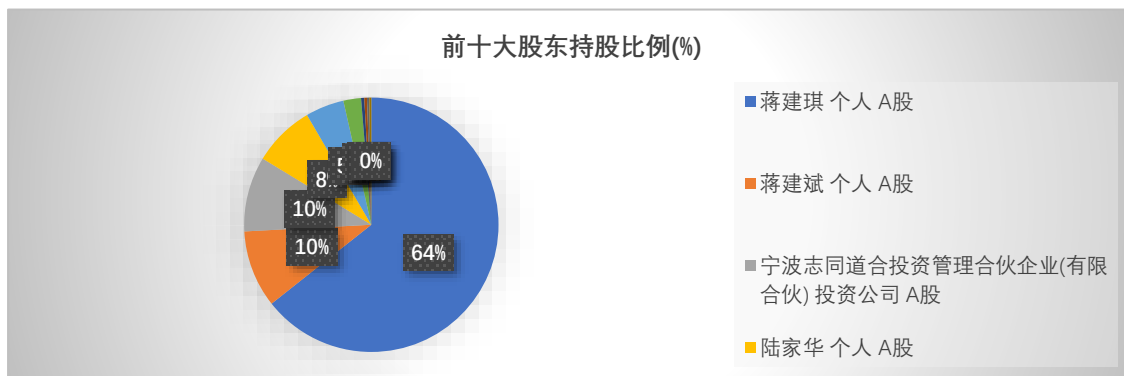


图 3.2 2019 年香飘飘前十大股东持股比例

图 3.2 中，从 2019 年香飘飘前十大股东持股比例和股东关系看，蒋建琪直接和间接持股 64%；蒋建琪的弟弟蒋建斌持股 10%；蒋建琪妻子陆家华控股 8%；其女蒋晓莹控股 5%。持股比例排名第三的机构投资者宁波志同道合投资管理合伙企业占比 10%，但其公司的实际控制人还是蒋建琪。因此，蒋氏家族成员对香飘飘持股比例较高，对公司的经营、管理和决策都具有较大的发言权和控制权，而外姓人员和其他外聘管理层对香飘飘的重大事项的决定很少发挥作用，严重削弱了其他管理层的发言权，降低了工作积极性和工作热情，从而使得工作效率难以得到有效提高。这种情况会引发管理层对公司的不满而提出辞职，使得人才流失，造成人力资源的浪费，公司再次聘请管理人才的难度和成本都会加大，从而会增加公司的负担。

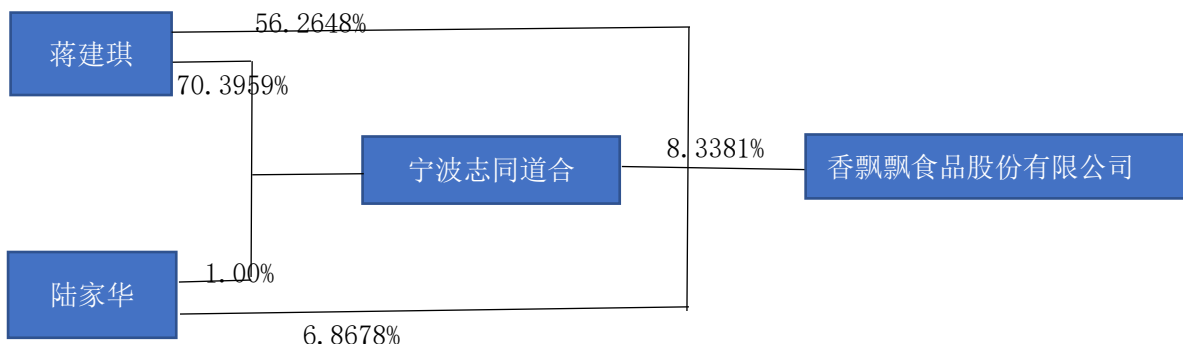


图 3.3 2019 年香飘飘股东控股关系链

图 3.3 展示了 2019 年香飘飘的股东控股关系链，香飘飘最大的股东是蒋建琪、宁波志同道合（实际控制人蒋建琪）、陆家华，其中蒋建琪拥有志同道合 70.3959% 的股份，是志同道合的实际控制人，蒋建琪通过持有对宁波志同道合公司的股权进一步增加了对香飘飘的持股比例和控制权。香飘飘股东控股关系链再次佐证了香飘飘的家族气息较为浓厚，股权集中度较一般企业高，并且这种现状自成立到上市、再到公司逐渐成熟都未曾发生大的改变。

（4）香飘飘长期偿债能力分析

产权比率主要用来衡量企业的长期偿债能力和评估企业资金结构的合理性。

表 3.8 长期偿债能力核心指标

年份	产权比率	行业均值
2015	68%	45%
2016	72%	54%
2017	46%	49%
2018	51%	48%
2019	55%	44%

数据来源：国泰安数据库

从表 3.8 可以看出，2015-2019 年香飘飘的产权比率不稳定，波动幅度较大，降幅最大的是由 2016 年的 72% 降到 2017 年的 46%，直接下降了 26%。从香飘飘的产权比率统计表看，香飘飘大多年份的产权比率集中在 0.5-0.7 的范围内，2016 年超出此范围。表中香飘飘的产权比率整体比同行业产权比率均值高，其中 2016 年的产权比率高出饮料行业均值 18 个百分点，说明香飘飘偿还长期债务的能力较低。另外，香飘飘股产权比率高，说明其主要是通过用所有者也就是股东的资金来维持企业的经营活动和对外项目的投资等，从而获取收益，再次作为企业发展的备用金，这导致香飘飘的留存收益总额较高，相应的所有者权益也高。综上所述，香飘飘具有高风险高报酬的财务结构。

3.3.2 经济增加值分析

(1) 税后净营业利润

税后净营业利润=营业利润-所得税费用+利息支出+资产减值损失+开发支出+递延所得税负债增加额-递延所得税资产增加额

表 3.9 2015-2019 年香飘飘营业利润扣除各项费用后的净额

单位：元

年份	2015	2016	2017	2018	2019
营业利润	239964200	303195400	316922646.7	402004528	440112753.2
所得税费用	66933500	61229700	77515901.86	87755961.8	94159831.99
财务费用	-19679000	-13203800	7614148.36	-10111053	-2531331.26
资产减值损失	2556100	502000	7324318.03	-979032.44	-7426911.37
开发支出	0	0	0	0	0
递延所得税负债增加额	0	0	0	1714661.94	14699991.63
递延所得税资产增加额	18448900	-5555700	25722447.8	5669557.98	48051996.6
税后净营业利润	13458900	234819600	228622763.4	299203585	302642673.6

数据来源：年度财务报表整理所得

表 3.9 中 2015-2019 年香飘飘税后营业利润逐年递增。2014 年外资品牌开始进入国内市场，世界茶饮料品牌邻域的龙头立顿推出杯装奶茶，与香飘飘、优乐美等国内奶茶品牌相竞争。稳固奶茶市场的地位对香飘飘而言刻不容缓，香飘飘开始研发新产品、投资建设新的产业基地等。2017 年开发费用为 1390 万元，与 2016 年相比大幅增加，主要是由于香飘飘加大了对产品的研发力度所引起的。2017 年营业利润增幅较 2016 年的增速 26%降低了 21.4%，降到了 4.6%。2017 年香飘飘正式被批准上市，为达到各项指标，对资金的需求量增加。2017 年长期借款增加了 1.098 亿元，财务成本增加导致营业利润增速大幅减缓。引起 2019 年营业收入的变化主要是新生产线的投产和新产品上市，开发支出和递延所得税负债增加引起税后净利润有所上升。2019 年开发支出比前几年增加较大的主要原因是 2019 年加大研发投入，加大了产品创新。

(2) 总投入资本

资本总额=所有者权益-在建工程净额+递延所得税负债-递延所得税资产+短期借款+长期借款+长期应付款。

表 3.10 2015-2019 年总投入资本

单位：亿元

年份	2015	2016	2017	2018	2019
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	1.098	0.5997	0
长期应付款	0	0	0	0	0
负债合计	6.795	9.047	8.802	11.25	13.81
所有者权益合计	9.974	12.64	19.28	22.15	25.34
递延所得税负债	0	0	0	0.01715	0.1641
递延所得税资产	0.2216	0.1660	0.2572	0.3139	0.7944
在建工程净额	0.008391	2.129	0.4978	2.782	2.086
资本投入额	9.744009	10.345	19.623	19.67095	22.6237

数据来源：年度报告

表 3.10 中，2015-2019 年香飘飘的负债总额、所有者权益总额都在增加，所有者权益总额的增幅较大，负债总额增幅较小。表现最为明显的是在建工程净额在 2018 年和 2019 年增加的最多，由于负债、所有者权益的增加导致香飘飘总资产增加，从而管理层加大了对在建工程项目的投入。资本投入额的增加主要是公司加大了对基本项目建设和生产经营的资金投入，在建工程项目增加额度和幅度都比较大，增加态势呈现的规律是 2015-2016 年增长平稳，2017 年增长较大，2017 年对香飘飘是比较特殊的一年，公司正式上市成功。2017 年资本投入额同比增加了 90%，资本总额上升到了 19.623 亿元，增幅较大的主要原因是同年长期借款和所有者权益总额增加所导致的。2019 年香飘飘发行 A 股可转换公司债券使得所有者权益总额增加，资本总额较上一年增加约 3 亿元。分析表中数据发现，长短期负债和长期应付款项大多年份为零，说明香飘飘没有利用好外部资金来推动企业发展。因此，香飘飘的负债结构有待完善。

(3) 加权平均资本成本率

加权平均资本成本=债务资本成本×(1-企业所得税税率)×(债务资本/总资本)+股权资本成本×(股权资本/总资本)

股权资本成本=无风险利率+风险因子×市场风险溢价

其中：债务资本成本使用一年期银行贷款利率；无风险收益率使用银行一年期存款利率；风险因子使用沪深市场股票 250 交易日流通市值加权的 BETA 值；考虑到中国股票市场波动率过大的特点，计算时市场风险溢价使用 4%。

表 3.11 2015-2019 年香飘飘各项资本额

单位：元

年份	2015	2016	2017	2018	2019
债务资本	0	0	880219313	112450644	1381498199
总股本(股)	360000000	360000000	400010000	419350000	419350000
每股净资产(元)	2.77	3.51	4.819	5.2823	6.043
企业所得税税率	25%	25%	25%	15%	25%
总资本	1676843400	1263846300	1927647600	2215114200	2534120300
债务资本成本	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
无风险利率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
风险因子	1.358	1.358	1.358	1.358	0.771
市场风险溢价	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
股权资本成本	6.93%	6.93%	6.93%	6.93%	4.58%
股权资本	997200000	1263600000	1927648190	2215132505	2534132050
加权平均资本成本	4.12%	6.93%	3.013%	5.55%	3.61%

数据来源：香飘飘财务报表

从表 3.11 可以看出香飘飘的加权平均资本成本率呈上下波动，总体变动幅度较小，从 2017 年 1.53% 上升到 2018 年的 1.77%。2018 年香飘飘股权资本随股票数量、股价而增加，2018 年股权资本较 2017 年增加了 15%，足以说明香飘飘发行股票使得企业的资本得到大幅提升；2019 年加权平均资本成本率由 2018 年

的 1.77% 降至 2019 年的 1.5%，主要是由于香飘飘 2019 年的风险指数降低，减少了资本成本率。2019 年为了开发液体奶茶，增加产品种类，降低季节性对销售收入的影响，增强成本控制能力，提高核心竞争力，研发了新的液体奶茶品种，还扩建了液体奶茶生产基地。2019 年香飘飘再次以股份增发的方式募集资金投资于液体奶茶的生产建设项目。

(4) 经济增加值 (EVA)

经济增加可以评价企业在一定会计期间创造的利润以及对企业资金和权益的利用效率。另外，经济增加值的作用还表现在，经济增加值越大的企业其在经济市场、同行业中的总市值也高。

表 3.12 香飘飘 2015-2019 年税后经营利润扣除总资本成本后的净额

单位：元					
年份	2015	2016	2017	2018	2019
加权平均资本成本	4.12%	6.93%	3.013%	5.55%	3.61%
税后净营业利润	137956154	234332637	227768456.4	313208214.8	318382051
资本投入额	974400900	1034500000	1961907452	1907245266	2262464302
EVA	97810836.9	162641787	168656184.9	207356102.5	236707089.7

数据来源：根据企业年报计算整理所得

表 3.12 中香飘飘 2015 年到 2019 年的 EVA 为正值，且逐年递增。EVA 呈现正值，说明香飘飘上市后的企业经营状况良好，企业价值得到提升。

香飘飘 2015-2019 年的税后净经营利润先快速增加后增速放缓。2018 年到 2019 年香飘飘的税后净营业利润增幅很小，没有发生较大的变化，说明香飘飘的营业利润和各项费用发生了变动，经营利润降低主要是由于销售收入的减少和各种税费的增加所引起的，香飘飘处于成熟期在不断的扩大生产规模可能由于没有很好的控制经营过程中出现的成本增加等问题。

2015 年到 2019 年香飘飘的加权平均资本成本也发生了较大的变化，与 2017 年相比，2018 年和 2019 年香飘飘的加权平均成本显著提高，这说明香飘飘的资金创造的价值变小了，对资金没有得到优化配置导致资本成本增加，投资成本的

回报率降低，债务资本成本增加，加大了公司的财务成本，财务风险和破产风险也会随着资本成本的增加而增加，管理层应该做出相应的整改降低资本成本。香飘飘 2019 年增加了许多新的项目工程，资本投入额增加，加之对股东进行了现金分红，最后导致税后净营业利润增速下降，EVA 的增加额相比 2018 年减少。

表 3.13 2015-2019 年香飘飘 EVA 增幅与同行业 EVA 增幅

年份	2015	2016	2017	2018	2019
同行业 EVA 增幅平均值	0.36	0.98	0.55	0.88	-0.44
香飘飘 EVA 增幅	-	-	-0.05	0.22	0.14

数据来源：国泰安数据库

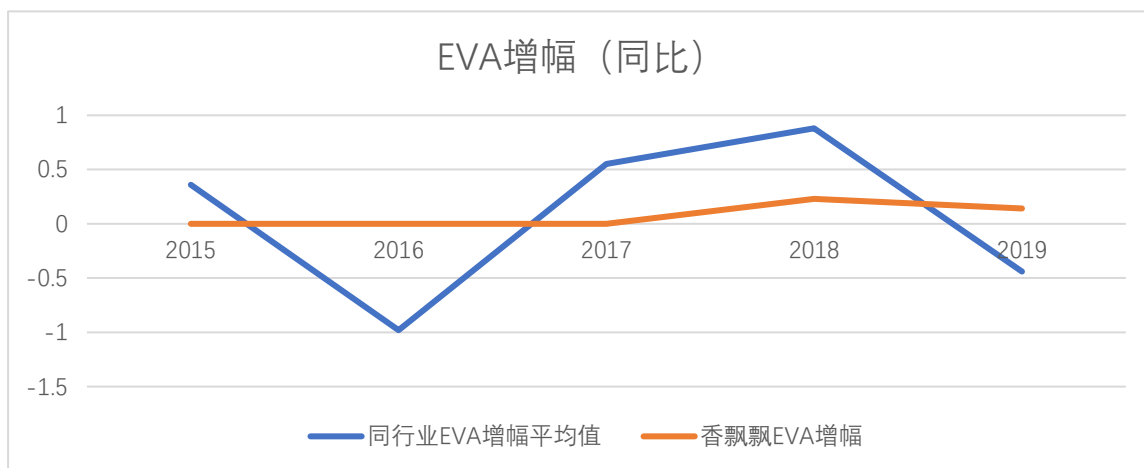


图 3.4 饮料行业与香飘飘 EVA 增幅对比

表 3.13 中，2015-2019 年饮料行业的 EVA 有增有减，2015 年、2017 年、2018 年较上一年同期 EVA 分别增加了 0.36、0.55 和 0.88，增幅较大；2016 年和 2019 年较上一年同期 EVA 分别减少了 0.98 和 0.44。与饮料行业 EVA 增幅相比，香飘飘 EVA 为正值，但增幅小于饮料行业 EVA 增加年份的幅度，2018 年相比差距较大。根据 Merchant K. 和 Manzoni J. 的观点，企业的价值和股东的财富表现为现有 EVA 值的高低。可以得出，饮料行业企业之间经济增加值差异较大，香飘飘的经济增加值没有达到最大化，企业的价值也没有达到最大化。为此，很有必要对香飘飘的资本结构进行调整和优化。

4 香飘飘股份公司资本结构存在的问题

4.1 资产负债率偏低

学者李超义对我国上市公司资本结构研究得出的资产负债率合理区间 35%-55%的结论，我们可以以此为依据来分析香飘飘资产负债率的高低。

表 4.1 2015-2019 年香飘飘资产负债率

年份	资产负债率	行业资产负债率 均值
2015	41%	45%
2016	42%	44%
2017	31%	43%
2018	34%	42%
2019	35%	42%

数据来源：公司年报

表 4.1 中香飘飘的资产负债率从 2015 年的 41%下降到 2019 年的 35%，资产负债率均低于行业平均水平。其中，2017 年的资产负债率与行业均值相差最大，相差 11%，2019 年的资产负债率与同年行业资产负债率均值相差 7%。根据学者李超义对资产负债率区间的研究结论，可以看出，香飘飘的资产负债率逐渐偏离合理区间，2019 年的资产负债率达到了最低临界值。

香飘飘 2017 年到 2019 年的内源融资规模较大，主要依靠内源融资来扩大规模发展经济，而负债总额占总资产的比例尤为小，最低的时候为 30%左右，导致资产负债率与同行业企业相比较为悬殊。因此，说明香飘飘的资产负债率还没有达到最优的状态，存在资本结构不合理的问题。香飘飘的资产负债率走低说明企业管理者对负债经营的态度比较保守，不愿意背负巨额的债务进行经营。但资产负债率作为企业调节财务管理的杠杆，不是越低越好，其实企业向银行贷款额和股东投入额存在一定的比例。

表 4.2 2019 年饮料企业资产负债率 (%)

证券简称	资产负债率	公司规模	成长性
吉林森工	70.28%	3.94	0.03
维维股份	68.65%	4.43	0
国投中鲁	57.96%	3.16	0.38
香飘飘	35.28%	3.67	0.22
承德露露	34.60%	3.44	0.07
养元饮品	17.85%	5.02	-0.08
庄园牧场	50.84%	3.21	0.24
伊利股份	56.54%	6.41	0.13
光明乳业	57.95%	5.15	0.08

数据来源：Wind

表 4.2 中列示了 2019 年饮料行业上市企业中盈利能力较强和发展速度较快、管理制度较为完善的 9 家企业，分别反映了各企业 2019 年的资产负债率、公司规模和成长性。通过表中数据对比分析，发现吉林森工的资产负债率高达 70.28%，排名第一，维维股份的资产负债率为 68.65%，位居第二，资产负债率最低的是养元饮品为 17.85%，香飘飘在九家企业中资产负债率排名第七，为 35%。成长性排名中，国投中鲁第一，香飘飘第二，一般而言企业的资产负债水平与企业的成长性呈正比，成长性的数值越高代表企业发展速度越快对资金的需求量就越高，企业通过债务融资等方式来满足资金的需要，负债结构会做出相应的变化。虽然香飘飘与国投中鲁、庄园牧场的成长速度很相近，但是香飘飘的资产负债率远低于国投中鲁的资产负债率，相差 22% 以上，与庄园牧场相差 15% 左右，这说明香飘飘的资产负债率与发展速度不协同。

4.2 流动负债率偏高

流动负债率是指占负债总额的比例，能够反映一个企业短期债券人的程度。流动负债过高说明企业短期内需要偿还的负债多，偿债风险大，企业的经营风险和资金压力随之变大，不利于企业的长期经营和发展。流动负债中的应付款项主要依靠债权人和债务人双方的信用来维持，一旦有一方出现重大违约就会对企业带来很大的危害，一般表现为企业资金链断裂和企业破产倒闭。

表 4.3 香飘飘流动负债率

单位：亿元

年份	流动负债	负债总计	流动负债比率	行业流动负债比率
2015	6.713	6.8	99%	90%
2016	8.36	9.05	92%	91%
2017	7.39	8.8	84%	92%
2018	10.81	11.3	96%	93%
2019	13.06	13.8	95%	92%

数据来源：年度财务报表、国家统计局年鉴

从表 4.3 可以看出 2015-2019 年香飘飘流动负债呈整体成增加态势，流动负债率偏高。其中 2015 年流动负债率达到 99%，其他年份的流动负债率都大于 80%，说明香飘飘负债结构处于流动负债偏高和非流动负债偏低的失衡状态。香飘飘流动负债偏高主要是由于应付票据和应付账款导致的，2019 年的应付账款为 77489.83 万元，占流动负债的 59%。

4.3 融资方式单一

资本结构是企业融资活动最后的结果，企业的融资方式对资本结构有着重要的作用，可以通过分析企业的融资方式来评价企业资本结构的合理性。

表 4.4 2015-2019 年香飘飘长短期贷款

单位：亿元

年份	2015	2016	2017	2018	2019
货币资金	9.8044	11.964	13.271	11.827	12.426
短期借款	0	0	0	0	0
一年内到期非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	1.098	0.5997	0
长期应付款	0	0	0	0	0
负债合计	6.795	9.047	8.802	11.25	13.81

数据来源：年度报告

表 4.4 中，2015-2019 年香飘飘的货币资金数额较大，最低时为 9.8 亿元，

最多时达到了 13.27 亿。企业货币资金拥有量越多说明企业的闲置资金和自由现金流量充足，企业可以很好的利用货币资金进行资金周转。例如，除了将货币资金用于企业的日常经营和生产外，还可以将多余的、暂时不用的货币资金进行投资，主要去投资获利能力较高、发展前景较好的项目。但对外投资报酬高风险就高，这样做给企业带来投资收益的同时也带来了巨大的投资风险。

另外，表 4.4 中香飘飘货币资金、长短期贷款、长期应付款的数据有助于进一步了解香飘飘在经营过程中筹集资金的方式。五年内香飘飘年末的短期借款连续为零，长短期借款仅 2017 年和 2018 年有，说明香飘飘举债经营能力较低，没有充分利用外部资金。香飘飘作为饮料企业，随季节性的变化营业收入波动较大，资金链出现断裂的概率较其他企业高，企业不能仅仅依靠货币资金去应对可能发生的意外事件，可以适度的增加负债去发挥财务杠杆作用。

表 4.5 2015-2019 年香飘飘的留存收益

单位：亿元

年份	2015	2016	2017	2018	2019
盈余公积	0.3652	0.4656	0.6179	0.9861	1.315
未分配利润	6.012	8.573	9.977	12.36	14.45
留存收益	6.3772	9.0386	10.5949	13.3461	15.765

数据来源：东方财富官网

留存收益是企业进行融资的一种手段，这种融资方式被称为内源融资，留存收益由企业盈余公积和未分配利润两部分组成。表 4.5 中香飘飘 2015-2019 年盈余公积、未分配利润都在不断增加，未分配利润的增速较快，最后导致留存收益逐年快速增加。未分配利润不断增加，说明香飘飘对股东的分红力度较小，将更多的利润用来企业今后的发展，这种股利分配会加剧经理人进行不合理投资损害股东利益。另外，留存收益高说明在香飘飘在融资过程中对内源融资的依赖强。通过分析香飘飘的资产负债表发现其长期借款、短期借款占比很小，有些年份为零，进一步说明香飘飘对内源融资的偏向性，同时反映出香飘飘很少使用债务融资，没有充分利用外部资金补充企业资金链。通过表 4.4 和表 4.5 发现，香飘飘

的融资方式主要依靠内源融资这种单一的方式，没有实现融资方式合理配置。资本结构是融资活动的结果，融资方式中内源融资额高折射出资本结构组成存在比例不合理问题。

表 4.6 2017-2019 年香飘飘分红融资

时间	分红方案	分红总额(万元)	新股发行(万股)
2019	10 派 2.50 元(含税, 扣税后 2.25 元)	10,454.28	--
2018	10 派 1.00 元(含税, 扣税后 0.90 元)	10,483.75	--
2017	不增股不配股	4,000.10	4,001.00
总计		24,938.13	4,001.00

数据来源：东方财富官网

表 4.6 中，2018 年和 2019 年两年香飘飘对股东进行了分红，2019 年的分红扣税后 10 股增加了 1.35 元，增幅较大。2018 年到 2019 年香飘飘处于成长阶段到从成熟阶段，不断地进行生产项目的扩建，对资金的需求量越来越多。在这个时候对股东进行分红虽然有利于保护中小股东权益，向市场传递企业发展前景较好的信息，但加剧了资金的紧张程度，这就需要香飘飘选择其他的融资方式来缓解发展中遇到的资金压力。但是香飘飘的财务报表中这两年并没有进行其他方式的融资，主要依靠内源融资维持企业的生产经营活动，这种做法不利于公司的长远发展。

4.4 股权过于集中

股权结构能够反映一个企业总股份中不同股份所占的比例，间接影响着企业股权资本成本的大小，最终决定了企业的行为和绩效，对企业的资本结构产生了一定的影响。可以通过分析企业的持股比例，来评价企业股权结构的合理性和股东对公司控制权的大小。

表 4.7 股东持股比例统计

单位：亿元

年份	第一大股东持股比例	前十大股东持股比例	第一大股东持股比 例行业均值	前十大股东持股比 例行业均值
2015	65.54%	100%	36.35%	58.65%
2016	65.54%	100%	35.76%	55.74%
2017	58.99 %	90%	39.43%	58.28%
2018	56.26%	87.54%	42.52%	59.55%
2019	56.26%	87.43%	40.89%	60.45%

数据来源：年度报告、统计年鉴

从表 4.7 香飘飘的股权结构来看，大股东持股数额和持股比例很高。从香飘飘 2015 年到 2019 年的持股结构分析表得出，第一大股东董事长兼总经理蒋建琪的持股比例几乎没有变动，始终保持在 56% 以上，前十大股东持股比例加总大于 87%，股权相对集中。香飘飘持股比例最多的机构投资者宁波志同道合投资管理企业持股 8.36%，但该公司的实际控制人为蒋建琪。香飘飘家族成员控股占比约 85%，说明蒋氏家族拥有香飘飘较高的控股权。

表 4.8 香飘飘家族成员在公司高管中的占比

序号	姓名	职务
1	蒋建琪	董事长, 总经理, 法定代表人, 非独立董事
2	蒋建斌	副董事长, 非独立董事
3	沈士杰	副总经理
4	蒋晓莹	非独立董事
5	陆家华	非独立董事
6	杨静	非独立董事
7	邹勇坚	非独立董事, 董事会秘书, 财务总监
8	缪兰娟	独立董事
9	杨轶清	独立董事
10	应振芳	独立董事
11	商钢明	监事会主席, 股东代表监事
12	沈国华	股东代表监事
13	张丽萍	职工代表监事

数据来源：东方财富官网

表 4.8 可以看出家族成员在公司中的地位以及公司董事会当中的独立董事是否能够对公司大股东起到制衡作用的概况。香飘飘作为一家民营企业，管理层中家族人员占一半以上，拥有很大的决策权。家族成员股东会、董事会比例较高的企业在公司管理当中，外来人员与家族成员最大的问题是，如果双方在一起磨合时间短或没有磨合，相互之间的容忍度远远小于家族成员之间的容忍度。家族成员在企业高管中占比过高，对企业经营决策的权利越高，越容易出现公司所有的事情由家族成员说了算的不良现象。香飘飘家族成员在非独立董事中占了一半以上，独立董事很难对持股比例很高又有强大背景做支撑的高管进行有效的监督和制衡。独立董事对大股东有一定的牵制作用，独立董事的独立性越高对大股东的监督作用就越强，能够减少大股东对融资活动的影响，有利于改善和优化企业的资本结构。因此，香飘飘应该提高董事的独立性，加大对股东的监管力度。

5 香飘飘股份公司资本结构优化

5.1 香飘飘资本结构优化目标和方向

5.1.1 香飘飘资本结构优化目标

本文对香飘飘资本结构优化的目标具体有三个。第一，将较低的资产负债率调整到合理范围内；第二，将主要以内源融资和特殊阶段高昂成本的股权融资方式转变为内源融资结合债务融资、股权筹集资金的多元化融资，合理规划企业融资方式，使筹集资金的成本降到最低，实现内外部资金的有效配置；第三，平衡负债结构和优化股权结构，降低流动资产负债比率，增加董事会独立董事的比例，减少家族成员在董事会的人数，降低家族成员的持股比例。通过财务指标对净资产收益率、营业收入增长率、速动比率和总资产周转率和应收账款周转率分析，用经济增加值对债务资本、股权资本和加权资本成本的分析，得出香飘飘的资产负债率偏低、债务结构和股权结构处于失调状态的结论。运用最优资本结构模型计算出相应年份的资产负债率，再将其与香飘飘的实际资本结构现状比较。但是静态优化方案和计算模型只考虑了内部影响因素，所以需要在静态优化的基础上考虑外部因素对企业资本结构的影响进行动态调整。

5.1.2 香飘飘资本结构静态优化

本文在计算香飘飘最优资本结构时采用孟建波、罗林教授建立的最优资本结构定量模型来计算。

表达式为：

$$\text{LnE} = \frac{Z + I}{E} + \frac{E + I + Z}{V} \times \frac{100b}{1 - b}$$

E 是税前利润总额。Z 是资产折旧及摊销，I 是利息，b 为最优资产负债率，V 是总资产。

表 5.1 香飘飘折旧及税前利润总额

单位：万元

年份	总资产 V	资产折旧及摊销 Z	利息支出 I	税前利润总额 E
2015	167684.34	14852.14	-1,967.90	27035.52
2016	216854.92	18069.45	-1,320.38	32733.18
2017	280786.69	23115.77	-761.41	34528.20
2018	333962.07	29397.81	-1,011.11	40245.54
2019	391,561.85	40087.20	-253.13	44156.87

数据来源：香飘飘年度财务报表

表 5.2 2015-2019 年香飘飘静态最优资产负债率

项目	2015	2016	2017	2018	2019
实际资产负债率	41%	42%	31%	34%	35%
最优资产负债率 (b)	28%	30%	51%	48%	47%

数据来源：香飘飘年度报告整理所得

根据上文公式计算得出香飘飘 2015-2019 年的最优资产负债率分别为 28%、30%、51%、48%、47%。表中 2015 年和 2016 年的最优资产负债率小于实际资产负债率，2017-2019 年的最优资产负债率远超出香飘飘的实际资产负债率。由债务税盾引起的利息支出项的变动可以推出，香飘飘上市前借用负债融资的手段来增加资金进行生产经营，上市后减少了外源融资中的负债比例，举债经营能力减弱，对外部资金的利用效率降低，负债比例和资产比例失调，资本结构不合理。最优资产负债率在计算过程中只考虑了香飘飘内部的财务状况和公司特性，对外部环境、国家宏观政策、国际经济形势等没有任何涉及，所以要结合这些客观存在的外部原因再一次对香飘飘的资本结构进行动态优化。

5.1.3 香飘飘资本结构动态优化

一旦市场环境有风吹草动，企业会立马敏感的做出相应的反应，反应程度有时较为激烈和明显，有时较为平静和隐蔽。企业的资本结构是反映市场环境变动的“晴雨表”。企业高层管理者要根据企业所处市场环境、发展特征和财务状况、

人员变动情况等对资本结构不断进行调整和更新,使资本结构与企业经营状况相符合。

(1) 经济环境因素

当外部经济环境出现新的走向,企业就会做出新的预判,通常表现为发展加速、减速或尽量保持平稳。国内外经济环境昌盛期,资本市场环境良好,企业发展阻力小,推动企业向前发展;经济环境恶化期,国家会出台一些严格的政策和规定,提高对企业的各项管理标准,引起企业的各项生产成本增加,使企业面临更多挑战,不得不放缓发展速度。另外,企业筹资渠道和方式的选择会受到经济发展方向的左右或国家政策的指引。

第一, GDP 增长速度

GDP 可以反映一个国家的经济实力和经济发展方向。GDP 增长率上升,经济发展向好,市场经济繁荣,市场经商环境宽松,新企业进入的流程合理规范,企业销售收入和获取的净利润一般为正值。国家经济实力增强,居民的收入增加,对产品的购买力增强,企业为满足消费者的需求会加大生产。企业加大生产,对资金的需求增加,当企业的留存收益不足以满足生产的资金需要时,企业经营管理者就会增加负债融资。因此,GDP 增加,企业选择外部融资的可能性增加,企业举债经营能力提高。GDP 增长率下滑时,经济就会进入衰退期,贷款利率调高,融资成本增加,企业优先会考虑内部融资,导致企业的负债比例下降。随着国家大力推进去产能、去库存、去杠杆的政策和实现乡村产业现代化战略,国家通过采取宽松的财政政策和货币政策来改善市场环境,稳定我国经济发展。

表 5.3 2014-2019 年 GDP 增长率

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019
国内生产总值 (亿元)	641280.61	685992.94	740060.83	820754.33	900309.51	990865.11
国内生产总值增长率	7.3%	7.0%	6.7%	6.9%	6.6%	6.1%

数据来源:国家统计局

由表 5.3 可知,2014-2019 年国内生产总值逐年递增,由 2014 年的 641280.6 亿元增长到 2019 年的 990865.11 亿元,由此看出我国的经济实力不断增强,国内经济环境得到不断地改善,给企业的生存和发展铺平了道路。

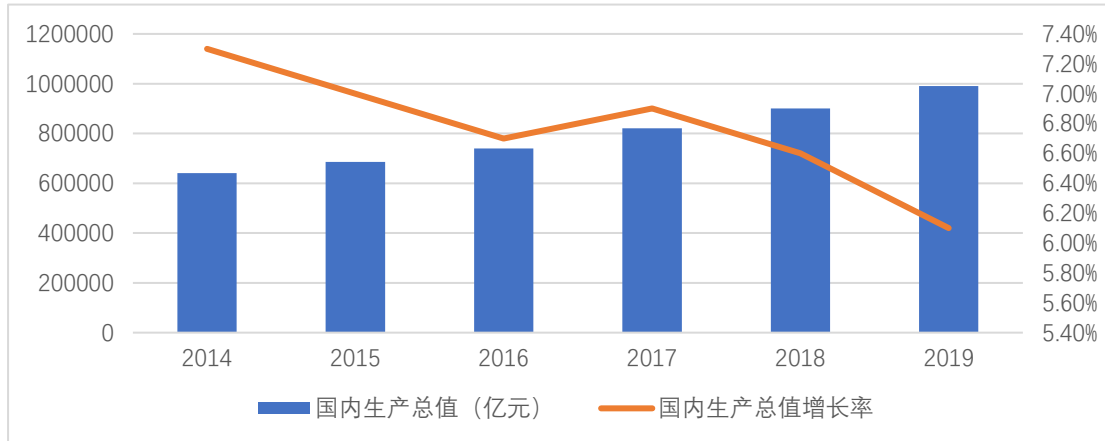


图 5.1 2015-2019 年 GDP 增长率

图 5.1 清晰的呈现出我国 2014 年到 2019 年国内生产总值的变化趋势, GDP 年增长率与上一年相比整体呈现下降的态势,从 2014 年的 7.3% 下降到 2019 年的 6.1%。其中,2019 年 GDP 增长率最为缓慢为 6.1%,说明我国的经济情况不容乐观。国内生产总值增长速度减缓使企业减少负债,造成资产负债率降低。因此, GDP 抑制了企业负债水平的提高。

第二, 通货膨胀程度

居民消费价格指数越高,通货膨胀程度越严重。居民消费指数高意味着购买同一产品支付的价格高,居民拥有的货币量就会减少,有时居民需要通过贷款维持正常生活。另外,通货膨胀率增加导致居民的消费水平降低,对企业产品的需求量减少。企业销量减少,营业收入减少,成本增加,经营风险变大,企业就会缩小生产规模,不再进行债务融资。例如,通货膨胀率提高时企业一般会大面积减少后期工程项目和对外投资活动,负债融资随之减少。

表 5.4 2013-2018 年居民消费指数和通货膨胀率

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019
居民消费价格指数（上年=100）	101.9	101.4	102	101.6	102.1	102.9
通货膨胀率	2.0%	1.4%	2.0%	1.6%	2.2%	2.9%

数据来源：国家统计年鉴

由表 5.4 可知，2014-2019 年通货膨胀率有增有减变化不定，没有一定的规律可循。其中 2019 年通货膨胀率同比增加 0.7%，通货膨胀率上升会引起金融机构的贷款利率增加，企业获取负债的财务费用增加，负债融资的意愿也随之降低。

第三，狭义货币供给量

狭义货币供应量增多代表市场上流动的货币资金增加。同时贷款利率和存款利率下降，居民更愿意将闲置的资金用来投资，市场上流通的货币量增多，企业可以筹集和利用的外部资金增多了，融资渠道拓宽。M1 货币供应量减少说明市场上流通的货币资金减少。政府为了实现宏观政策目标就会增加贷款利率，减少市场货币流通次数。此时企业想要进行贷款难度较大，由于受未来预期的影响居民不愿意将多余的货币进行投资，拉低了企业的负债水平。由此看出 M1 供应量增长速度决定了企业对融资方式的选择。

表 5.5 2014 年-2019 年货币供应量

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019
货币 M1 供应量（亿元）	348056.4	400953.4	486557.2	543790.1	551685.9	576009.2
同比增长率	3.2%	15.2%	21.4%	11.8%	1.5%	4.4%

数据来源：国家统计年鉴

第四，贷款基准利率

中国人民银行对利率的上调代表我国实施紧缩型的货币政策，对利率的下调说明当年的货币政策属于扩张性的货币政策。如果当年为紧缩性的货币政策则贷款基准利率提高导致企业的债务融资成本增加，利息过高加重企业偿债负担，企

业会放弃贷款融资，选择成本最低的内部融资或高收益高风险的股权融资。如果当年为扩张性货币政策，央行下调利息率，资金不足的企业就会选择成本较低的长期借款或短期借款，从而有助于进一步调整负债结构，企业的资产负债率会向行业均值进一步靠近，缩小与行业资产负债率均值的差距，提高在同行中的地位。

表 5.6 2013-2018 年金融机构贷款基准利率

项目	2014. 11. 22	2015. 3. 1	2015. 5. 11	2015. 6. 28	2015. 8. 26	2015. 10. 24
1 年以内 (含 1 年)	5.6%	5.35%	5.10%	4.85%	4.6%	4.35%
1-5 年 (含 5 年)	6.0%	5.75%	5.5%	5.25%	5.0%	4.75%
5 年以上	6.15%	5.9%	5.65%	5.4%	5.15%	4.9%

数据来源：国家统计年鉴

由表 5.6 可以看出，2012 年到 2019 年贷款基准利率不断下降，2015 年连续多次下调，10 月份降至 4.35%，这种大力度的下调贷款基准利率加大了金融机构对企业的资金支持，有利于企业扩大生产规模进行专业化生产，也使企业有更多资金实现智能化和绿色化生产。中国人民银行不断减少对债务人收取的贷款利息，实际是给企业传递金融市场正向变动的信号。此时，企业更能接受债务融资的方式来增加资金。

(2) 内部因素

第一，行业特征

企业属性不同，企业资本结构不同，甚至有些行业之间的资本结构呈反方向变化。例如，互联网时代的到来使得之前冷门的互联网行业大受欢迎，国内对互联网企业的需求量激增。CNNIC 的数据显示，2019 年国内互联网行业上市公司有 153 家，2018 年的互联网企业数量增加了 12.5%。同时，2019 年我国互联网上市企业在境内外的总市值达到 11.12 万亿元人民币。近几年国家大力支持互联网企业的发展，鼓励进行科技创新，既提供资金支持也提供大力度的减税降费政策。相比互联网企业，我国的煤炭行业出现经济下滑，行业发展环境恶化。根据 2020

年中国煤炭工业协会公布的 2019 年煤炭行业发展年度报告显示, 截止 2019 年底, 全国煤矿数量减少到 5300 处左右, 存煤量较年初减少了 116 万吨, 煤炭价格同比下降 3.2 元/吨。这些数据充分证明了行业环境对企业的影响, 行业因素对负债水平有正向作用。

第二, 企业规模

大量的实证研究结果表明, 企业规模越大其资本结构越加合理和完善。相比中小微企业, 大型企业拥有资产雄厚、人力资源、管理体系完善、市场信誉良好、智能化高、机械化高、股权配置佳等优势, 众多优势都使得大中型企业获得金融机构贷款和外界筹资的可能性大于中小微企业。大型企业一般会不断地进行扩张, 对债务融资的需求较大。所以, 企业规模与负债水平成正比。香飘飘自 2017 年上市以来不断扩大规模拓展新的市场, 所以香飘飘应该加大外部融资, 提高外部资金的利用率。

第三, 资产的特性

资产流动性高, 抵押性就高, 变现能力就越强。企业可以通过向金融机构抵押资产, 增加金融机构对其放贷的可能性。金融机构对企业抵押品的属性较为重视, 一旦企业失信, 金融机构的就会即刻处理抵押品弥补其损失, 一般通过拍卖的形式处理抵押品获得资金补偿。金融机构规定的抵押品都是流动性较强的资产, 比如房产、轿车、库从商品和应收账款等。流动性强的资产越多, 代表资产担保价值越大, 金融机构给企业放款的可能性就越大。流动性资产多的企业更有底气选择债务融资, 企业负债相对轻资产企业较高。2019 年香飘飘的应收账款 4509 万元、存货 1.66 亿元、固定资产 11.98 亿元, 总计占总资产 35.98%, 说明香飘飘的资产抵押能力强, 金融机构放贷的可能性较大。由此可见, 资产的特性对负债起促进作用。

第四, 企业的盈利能力与成长性

分析企业财务报表、结合公司年报会发现盈利能力指标高的企业, 长短期贷款较少, 负债总额少。盈利能力越强, 企业的净利润率相对较高, 企业的盈余公积和未分配利润都会相应的增加, 因为企业盈余公积金一般都按 10% 的比例提取。优序融资理论中的融资顺序首选内源融资, 当内源融资相对匮乏时, 再进行债务融资, 不到不得已不会选择成本高昂、不利于市场交易的股权融资方式。盈利能

力强的企业，留存收益能够满足其资金需求，负债水平自然就较低。盈利能力较弱的企业，留存收益无法维持企业的正常运营。报表中盈利指标过低，在市场进行股权融资难度更大，债务融资就成为企业增加资金的必然选择。由上文分析，香飘飘盈利能力在逐年递增，企业对外有较少的负债。

一般在企业高速增长期，内源融资跟不上企业的发展需要时，债务融资和股权融资就会被视为好的选择。而股权融资会使创始人、大股东对公司的决策权被削弱，获取高额股利和分红得可能性降低，为了避免股东利益受到损害，大股东会主张通过负债获取资金。规模较小、处于起步阶段的企业，对资金需求量相对较小，内部融资足以满足资金需求，这一阶段的企业负债水平较低。

5.1.4 香飘飘资本结构调整区间的确定

外在因素对香飘飘的资本结构产生真实有效的影响，在调整资本结构时就必须要结合这些因素做出相应的变动。

5.7 资本结构影响因素分析

资本结构影响因素		影响趋势
外部因素	GDP 增长率	抑制负债
	通货膨胀程度	抑制负债
	货币供应量增长率	抑制负债
	贷款基准利率	促进负债
	行业因素	促进负债
	企业规模	促进负债
内部因素	资产特性	促进负债
	企业盈利能力	抑制负债
	企业成长性	促进负债

数据来源：整理所得

通过上文分析得出，2017-2019 年香飘飘最优静态资产负债率均大于其实际资产负债率，所以要提高香飘飘的实际资产负债率。此外，通过分析影响香飘飘

资本结构的外部因素得出：央行通过下调贷款基准利率鼓励企业增加贷款额度；行业环境发展越好企业更愿意扩大规模，使得企业增加对资金的需求，进而会选择负债融资方式以满足规模经济的资金需求；资产的流动性和抵押性越好就越受金融机构的青睐，企业的担保得到保障，会增加企业贷款的机会；企业的成长需要以雄厚的资金做支撑，为了实现企业快速成长，管理者会倾向于负债融资，以上几个因素推动企业进行负债融资来实现企业价值最大化。然而由于经济市场发展过快带来的高 GDP 增长率、通货膨胀率和高盈利能力、国家货币供应量的减少对企业对资金的需求产生阻力，减少企业对负债融资的偏好。

静态模型计算得出 2019 年香飘飘最优资产负债率为 47%，考虑到现实中影响资本结构的多个外部因素以及财务指标存在一定的偏差，根据学者李义超建立最优资本结构模型的实证分析，以 10%作为上下调整的变动幅度，调整后香飘飘的最优资本结构区间为 40%-50%，如果香飘飘的资产负债率在这个范围内代表其资本结构较为合理。

5.2 香飘飘资本结构优化建议

5.2.1 优化负债结构

负债在企业中扮演着双重角色。积极的作用表现在债务会减少公司所得税支出，增加企业价值；负面影响主要是公司债务长期叠加，不能合理、按时偿还，就会导致企业的商业信用和贷款能力降低，增加了破产的可能性。为了防止破产，企业会向高利息率的机构或自然人贷款，缓解资金压力、走出财务困境。然而，高利息对应高财务费用和高破产成本，使得公司价值减小。因此，100%的负债率并不能说明资本结构实现了最优。通过分析香飘飘负债结构发现，香飘飘存在流动负债率过高，非流动负债率偏低，短期偿债压力大等问题。流动负债率在企业中具有两面性。一方面，流动负债能够提高企业资本结构的灵活性，企业可以在短时间内调节流动负债比例来优化公司的资本结构。另一方面，增加长期负债可以弥补流动负债的高度不确定性给企业带来的负面影响。

(1) 减少流动负债

通过第三章对香飘飘债务结构的分析，发现香飘飘债务融资主要是依靠短期

的应付账款、应付票据和预收账款等。其中，2019年香飘飘短期负债比率为33%，比同行业短期负债最低值5%高出28个百分点。其实短期款项对企业的商业信用要求极高，一旦企业的负面信息流入资本市场，债权人会对企业进行催债，恶性循环可能会导致企业资金链断裂出现资不抵债现象，迫使企业停业整顿或进行破产清算。短期流动负债对市场环境较为敏感，进一步增加了短期流动负债的不确定性，同时增加了企业的经营风险和破产清算风险。香飘飘应该减少应付账款等商业信用较高的流动负债，坚持宁可降低发展速度也要尽最大力度做到少赊购、不欠账。另外，香飘飘应将预收账款控制在合理范围内，预收账款过多可能会阻碍企业发展。比如，有些企业为了提前获得资金对外发布超出实际状况的信息，这样既容易误导消费者和投资者，使企业潜在的经营风险加剧。为此，香飘飘应合理规划和管控预收账款的数额，做到实事求是，向外界发布真实可靠的信息。

（2）增加长期负债

香飘飘2015-2019年的资产负债表中长期负债数值小、在负债总计中的占比小，使其负债结构在一定程度上处于失衡状态。要改变失衡状态必须着手抓流动负债和长期负债这两块短板，必须通过降低流动负债比例、增加长期负债的方式补齐短板。同时，香飘飘要根据企业所处发展周期、行业环境、国家宏观政策、资产规模大小以及企业发展战略确定长期负债额度。

增加长期借款可以直接增加长期负债，并且长期借款具有很多优势。与发行债券的融资途径相比，长期借款获得资金时间短，能够快速弥补企业资金不足的短板；其次，借款利息可以抵消企业所得税降低长期借款的成本；还有，在所有的融资渠道中长期借款的资本成本最低。因此，调整负债结构时，应根据项目进展来规划资金，长期借款适用于企业开展长期项目建设、缓解资金压力、偿债压力和降低财务风险，最终来增加财务弹性。

5.2.2 优化股权结构

（1）合理设置股权结构

民营企业的股权与国有企业、外资企业相比股权较为集中，但香飘飘股权集中度和持股比例高于一般的民营企业，并且蒋氏家族拥有大比例股权，在一定程度上影响着企业的运营能力，降低了企业管理、决策的科学性、合理性和公开性，

加大企业开展工作的难度,抑制了企业的发展速度。为确保公司决策的公平公正,保护中小股东利益和权力,应减少蒋氏家族人员的持股比例,制定合理的股权分派方式吸引外部人员投资。

通过对香飘飘股权结构的分析发现公司前十大股东中,法人股东仅有一个——宁波志同道合投资管理合伙企业(有限合伙),其他的股东都属于分散的个体。个体大多只关心公司眼前和自己的利益,比如企业年底的盈利和分红。自然人股东只注重结果,不看公司发展的过程和质量,不关注公司的资本结构是否合理,不考虑公司是否可以持续、健康发展。为此,香飘飘应该加大与其他企业的合作,增加新的合伙企业。如果香飘飘能够吸引到优质的合伙企业,公司的人力资源实力会得到大幅提升,合伙企业会带来自己的专利技术和一些大客户。优秀的专业人才有助于优化香飘飘的内部管理结构,提高企业的决策效果。专利技术既有利于增加企业的无形资产也有利于企业生产出新的优质产品,增加市场占有率。另外,一旦引入合伙企业就意味着他们的利益与企业的利益长久的捆绑在一起了,他们就会做出更加有利于公司发展的决策和经营。

(2) 健全股权激励机制

股票激励政策对激励对象,包括公司任职的董事、高级管理人员都具有很大的激励和调动作用。股权激励方式与长期业绩挂钩有利于抑制经理人等通过达到短期经营业绩实现个人利益的弊端,最后有利于保护股东利益来实现股东价值最大化。要实现通过股权激励提高长期业绩和企业价值就需要企业和管理者付出更多的努力,只有高标准、高要求的股权激励机制才会发挥真正的激励作用。如果制定的任务能够短时间内轻而易举的完成,就变成了管理层变相给自己输送利益,对其他利益相关者造成相应的利益损失。

香飘飘主要的股东是蒋氏家族人员,这种家族式的股权机制不利于企业的长远发展,尤其是香飘飘还是一家上市公司且在饮料行业有一定的知名度。因此,香飘飘可以设置外部合伙人机制,将外部合伙人的持股比例与企业长期的经营绩效挂钩,这样既能为公司筹集资金、招贤纳士,又能减少决策失误造成的经济损失。

5.2.3 改进财务状况

香飘飘成立初期以增加盈余公积金和未分配利润来增加企业经营所需要的资金，2017 年上市后主要以发行股票筹集发展资金，说明企业集资方式容易随公司发展周期和市场环境变动，这种现象应该引起高管和投资者的重视。随着生产基地的新建和生产线的扩建，香飘飘的内部资金日益变得紧张起来。企业可以通过外借和内部积累来增加企业资金，而净利润的增加必须要企业提高自身的盈利能力，加强营运控制，找到平衡点，实现利润最大化。

近几年，不管是国家健康绿色生产政策对饮料行业发展导向还是消费者对饮料需求导向，都为饮料企业创造了新的发展领域—生产绿色健康产品。香飘飘应加大对绿色饮料的研制和生产，发明新的产品专利，使产品实现物美价廉，符合消费者的择优产品标准，形成新的竞争优势，拉开与其他饮料企业的差距。还有香飘飘也应充分利用快手、抖音等各大网络平台卖货，降低销售人员的薪酬，减少企业实体门店的租金，从而使得经营净利润得到提高。

5.2.4 提高公司对资本结构的检测能力

国家政策对企业发展具有一定的导向作用，并且企业的融资方式和集资规模对市场经济环境有较高的敏感度。所以香飘飘高管在确定发展速度、生产规模、发展模式密切相关的资本结构时必须要结合国家现阶段出台的关于负债比例和股权结构设置的要求和标准，不能随意制定与国家相关政策相违背的公司规章制度和体系。香飘飘应成立公司专门的资本结构管理委员会，公司发展战略要明确指出管理委员必须要完成的任务指标以及违反规则的惩罚手段。另外，也要赋予其一定的权限，比如对公司资本结构管理制度和管理办法的执行和落实情况进行监督和督核，后期对管理办法进行补充和修订。从而为企业建设一支高财务专业能力、强计算机专业能力的“全能型资本结构专家”，他们能够对企业的资本结构现状做出正确的分析，也能够预知企业未来的资本结构变动幅度的大小，帮助企业管理者实现企业价值最大化。

6 研究结论与启示

6.1 研究结论

贷款利息、企业所得税税率、资本成本、贷款期限及所处发展阶段都会影响香飘飘最优资本结构。本文结合香飘飘负债结构、股权结构的特点,采用孟建波、罗林教授以企业价值最大化为目标,在若干假设的基础上推导建立的最优资本结构定量模型计算出香飘飘的实际资产负债率,在此基础上通过分析 10 个内外部因素,发现其中 6 个因素对负债有促进作用,4 个因素有抑制作用。参照学者李义超最优资本结构模型的实证分析,本文将 10%作为变动幅度,确定 2019 年香飘飘的最优资本结构区间为(40%, 50%)。

研究发现,国内生产总值、企业所处发展周期、资产特性等对资本结构具有正向作用。2015-2019 年,我国的 GDP 逐年增加,国家综合国力越来越强,加大了对企业的优惠幅度,比如降低了市场准入门槛,降低了贷款利率鼓励企业进行债务融资扩大规模实现高质量发展。通过现金流组合法判断出香飘飘处于成熟期,这个阶段金融机构更愿意给这种企业贷款,企业应该抓住机会运用外部债务融资扩大生产规模。

建立最优资本结构是实现企业价值最大化的必经之路。一旦资本结构出现问题,各种威胁就会指向企业经营成果,甚至会加剧企业破产清算。研究资本结构的优化问题对企业的生存和繁荣至关重要。饮料行业企业数量不断增加,竞争优势减弱,竞争压力增加,完善的资本结构有利于增加企业在市场的发展潜力。香飘飘在杯装奶茶领域作为领跑者,一定程度上能反映饮料行业企业资本结构上的一些问题。通过第三章对香飘飘的分析,可以得出香飘飘处于成熟期,发展速度相对较快,不断扩建基地和增加生产线对资金的需求量增加,但其负债总额少,资产负债率低,短期负债率高,且更偏好股权筹资。本文对香飘飘资本结构进行案例研究,有助于为香飘飘资本结构调整提供数据参考。

6.2 研究展望

资本结构在经济专业领域、会计专业领域的地位变得愈加重要,学术界越来越

越重视资本结构问题，各领域资本结构研究项目不断增多，对资本结构理论的研究越来越深入，其中一些研究学者既是理论专家又是企业实践者，更能够揭示出资本结构的本质和缺陷。由于本人对理论知识学而不精、对现实问题只看表象不抓本质，在论文写作时无法用资本结构理论深入、透彻地剖析香飘飘的现实问题，使论文写作深度不够，还存在一定的不足。资本结构的优化还需要更专业、更深入、更精细的研究，它会对市场环境、国家货币政策、财政政策、行业特性、企业资产规模和企业发展战略等做出敏锐的反应。人力资本在资本结构中的研究还比较少，研究学者今后应该加大对这方面的深入研究。

参考文献

- [1]Brick I E, Ravid S A. On the Relevance of Debt Maturity Structure, *The Journal of Finance*, 1985, 40 (5)
- [2]Bhasin M L,Shaikh J M.Economic value added and shareholders' wealth creation: the portrait of a developing Asian country[J].*International Journal of Managerial and Financial Accounting*,2013,5(2):107-137.
- [3]Modigliani F, Miller M H.Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction, *The American Economic Review*, 1963, 53 (3)
- [4]Emina Resić,Jasmina Mangafić,Tunjo Perić.Statistical Analysis of Causality between Capital Structure and Firm Profitability: Evidence from Bosnia and Herzegovina[J].*Business and Social Statistics*,2015,4(1):1-11.
- [5]Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, 1986, 76 (2)
- [6]Myers S C.Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 1977, 5 (2)
- [7]Roberts M R. The Dynamics of Capital Structure: An Empirical Analysis of a Partially Observable System[J]. SSRN Working Paper,2002,15(12): 120-135.
- [8]Robert Ranzos. Analysis of the structure and cost of capital in mining enterprises[J]. *International Journal of Managerial Finance*,2017,27(1): 77-92.
- [9]Stiglitz J E.On the Irrelevance of Corporate Financial Policy, *The American Economic Review*, 1974, 64(6)
- [10]Shinichi Nishioka ,Naohiko Baba.Dynamic Capital Structure of Japanese Firms [J],*Bank of Japan Working Paper Series No.4-16*,November 2004.
- [11]Wojewodzki M,Poon W H P,shen J.The role of credit ratings on capital structure and its speed of adjustment:an international study[J].*European Journal of Finance*,2018,24(4)
- [12]陈德萍, 曾智海. 资本结构与企业绩效的互动关系研究—基于创业板上市公司的实证检验[J]. *会计研究*, 2012(08):66-71.

- [13]陈共荣,胡振国.论资本结构与治理结构目标的一致性[J].会计研究.2003(6)
- [14]陈晓,单鑫.债务融资是否会增加上市企业的融资成本.经济研究.1999(9)
- [15]程隆云,郑旭霞,马丽.中小企业增长速度与资本结构的相关性[J].财会月刊.2012(06):29-32.
- [16]程海涛,汪磊,孙淑萍.三元资本结构经济增加值研究[J].财会月刊.2016(10)
- [17]常媛,王美玲.我国采矿企业资本结构现状多角度对比分析[J].会计之友,2018:76-79.
- [18]樊迪,李小建.农业上市公司资本结构影响因素分析——基于主成分分析.财会通讯.2015
- [19]傅元海,王晓彤.模仿效应、竞争效应影响制造业结构优化研究[J].审计与经济研究,2018(16)
- [20]范从来、叶宗伟:《上市公司债务融资、公司治理与公司绩效》,经济理论与经济管理.2004年第10期.
- [21]甘丽凝,武洪熙,牛芙蓉,张鸣.大型投资与资本结构动态调整——基于中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2015(09):59-67
- [22]洪锡熙,沈艺峰.我国上市公司资本结构影响因素的实证分析[J].厦门大学学报(哲学社会科学版).2000(3)
- [23]林毅夫.现代企业制度的内涵与国有企业改革方向.经济研究.1997(3):39-52
- [24]林慧婷,何玉润,王茂林,朱冰.媒体报道与企业资本结构动态调整[J].会计研究,2016(09):41-46.
- [25]路正飞.中国上市公司融资行为与融资结构研究.北京大学出版社,2003
- [26]梁定邦.中国企业融资与资本市场问题.当代经济科学.2002(5):15-17
- [27]李娟.经济增加值(EVA)在企业评估中的优势分析——与自由现金流量分析法比较[J].纳税,2018(6):158-158.
- [28]刘家松,聂宝平.商业银行境外引资、股权结构与经营绩效——基于2007-2015年62家商业银行的经验证据[J].会计研究,2016(10):34-41
- [29]刘庆龄,干胜道,邓同钰.经济增加值评价的公平性研究——基于北京市国资委监管企业的调查.财会通讯.2015

- [30]刘星. 中国上市公司融资策略影响因素的实证分析. 中国资本市场前沿理论研究论文集. 社会科学文献出版社, 2000
- [31]牛桂芳. 对油气田企业实行经济增加值考核的认识与思考[J]. 中国总会计师. 2015
- [32]宋献中, 吴一能, 宁吉安. 货币政策企业成长性与资本结构动态调整[J]. 国际金融研究, 2014(11): 46-55.
- [33]沈艺峰, 田静. 中国上市公司资本结构的定量研究. 经济研究. 1999(11)
- [34]沈望奇. 上市公司资本结构对企业绩效的影响研究—基于医药制造业分析[J]. 财会月刊, 2021(06)
- [35]吴敬琏. 论现代企业制度. 财经研究. 1994(2): 35-36
- [36]汪辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价值》, 经济研究. 2003年第8期.
- [37]吴淑琨. 股权结构与公司绩效的U型关系研究 1997-2000年上市公司的证实研究. 中国工业经济. 2002(1)
- [38]巫嘉琦. 家电企业资本结构优化研究 [硕士学位论文]. 广州大学, 2019
- [39]辛琳, 张萌. 企业吸收能力、资本结构与企业价值—以长江经济带战略性新兴产业上市公司为例[J]. 会计研究, 2018(09): 47-55.
- [40]肖作平、吴世农. 我国上市公司资本结构影响因素实证研究. 证券市场导报. 2002(8)
- [41]徐晓东, 陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析. 经济研究. 2003(2)
- [42]徐焕章. 制造业上市公司资本结构对经营绩效的影响研究. 财会月刊. 2017(10)
- [43]于东智:《资本结构、债权治理与公司绩效: 一项经验分析》. 中国工业经济. 2003年第1期。
- [44]张晓亮. 上市公司资本结构困境与优化: 以河南省为例[J]. 财会通讯, 2015(21): 97-100.
- [45]张颖, 石泓. 独立董事制度、股权制衡与资本结构优化[J]. 会计之友, 2013(1): 113-115.
- [46]赵冬青, 宋逢明. 中国上市公司 IPO 后的融资行为. 经济管理. 2005(12)

- [47]孙倩,吴丹丹.中央企业推进EVA价值管理的实施路径研究—以HBDL公司为例[J].财会通讯,2016(03)
- [48]杨飞.中国房地产上市公司资本结构优化调整研究[博士论文].清华大学,2014
- [49]张博,庄汶资,袁红柳.新会计准则实施与资本结构优化调整[J].会计研究,2018(11):21-27.
- [50]唐丹彤.经济政策不确定性与企业资本结构研究[J].财会月刊,2021(06):51-58

致 谢

三年前，背着行囊踏进一颗苹果还没吃完就逛完的校园，满脸洋溢着进高校深造的喜悦感，但心里更多的是忐忑、慌张、还有压力。在“苹果校园”的三年时间里，我感受到了青春的活力、蓬勃的朝气、成功的喜悦和暖心的呵护，收获渊博知识，肩负起更大的志向、更重的使命，遇到了良师，结交了益友。这三年，我过得很舒心，所以配得上一个“值”字形容这个弥足珍贵、不可再重演的三年。

一日为师，终生为师。能遇见我的良师，也就是我的导师，是我人生的一大幸事。在导师身上我学到了对学业的“敬畏”和“精细”，教会我术业有专攻的精神和品质。老师做人的品格也震撼和感染了我，让我立志要成为和老师一样坦诚、正直和有格局的人。论文的完成，从头到尾，都离不开导师的细心指导和传授的宝贵经验。今后，我将践行老师对待学业的“精”和待人“真”的品质，不负老师这三年对我的教导。

谈及益友，非我三个舍友不可。踏进寝室的首个眼神交流，心里断定她们会是我一生的挚友，三年同屋、同教室、同食堂的集体生活很好的诠释我们坚不可摧的友情。她们三个都是大方、真诚、优雅且怀有抱负的姑娘，她们都是在我学习上有疑问、生活上有债务、情感上有伤悲给我解答、帮助和开导的人。她们面对困境时逆流而上拥有“钢铁精神”，她们对待学业时孜孜不倦拥有“工匠精神”。她们有时候笑得和孩子一样天真，偶尔也会流露出林黛玉般的忧伤让人心疼。她们……在我心中是最可爱的女孩，永远是我珍惜、感谢和保护的人。

最后，感谢百忙中评审本篇论文的老师，您的指导会使我终生受益。