

分类号 F23/655  
U D C \_\_\_\_\_

密级 公开  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 市值管理视角下青青稞酒的  
资本结构优化研究

研究生姓名: 屈燕

指导教师姓名、职称: 胡凯 教授 郭春光 会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

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科研成果。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： 屈燕 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 胡弘 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 高春光 签字日期： 2021.6.10

## 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內容。

学位论文作者签名： 屈燕 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 胡弘 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 高春光 签字日期： 2021.6.10

**Research on Capital Structure of QQKJ  
from the Perspective of Market  
Value Management**

**Candidate : Qu Yan**

**Supervisor: Hu Kai, Guo Chunguang**

## 摘 要

白酒行业作为我国的传统行业已经有几千年的历史，自国家积极推进“互联网+”行动以来，行业发展势头良好，市值波动幅度较大，市值管理的作用越来越重要。本文的案例企业青青稞酒，在近几年的发展过程中不断扩大经营领域，但其经营成效不佳，市场价值整体呈下降趋势，市值管理效果不明显。

资本结构反映的是企业债务与股权的比例关系，是企业财务状况的一项重要指标，与公司市场价值密切相关，也是影响市值管理的重要因素之一。而青青稞酒在不断发展壮大过程，却一直没有引入债务资本，尤其是长期债务资本，资本结构明显不合理。对资本结构进行规范化管理，能有效约束企业的经营行为，对于市值管理意义重大，因此，本文基于市值管理视角，研究青青稞酒的资本结构优化问题。

本文采用案例研究的方法，首先，梳理了资本结构和市值管理的相关概念及理论，阐述了资本结构与市值管理的影响机理。其次，分析案例企业青青稞酒的经营状况和资本结构现状，采用横向与纵向相结合的方式，将经营状况和资本结构的相关指标与标杆企业指标值、行业均值作对比，找出资本结构存在的问题、成因以及资本结构对市值管理的影响。最后，在市值管理的视角下提出了优化资本结构的相关建议，希望案例企业能改善资本结构，实现企业价值最大化，以期对其市值管理起到积极作用。

**关键词：**资本结构 市值管理 市场价值 资本结构优化

## Abstract

Liquor industry is a traditional industry for thousands years in China. Since the “Internet +” operation was launched, the industry has developed well, the market value fluctuates greatly and the role of market value management is becoming more and more important. In recent years, the case enterprise QQKJ continues to expand the business field in the process of development, but its business effect is not good and the market value is declining, and market value management effect is not obvious.

The Capital Structure reflects the relationship between debt and equity, and is an important indicator of the financial situation for an enterprise, and it is also one of the important factors that affect the market value management, which closely related to the market value of a company. However, the QQKJ has not introduced debt capital, especially long-term debt in the process of development and growth, the capital structure is obviously unreasonable. Therefore, standardized management of capital structure can restrain the operation of enterprises effectively, which is of great significance to market value management. Therefore, this paper studies the capital structure optimization of QQKJ from the perspective of market value management.

The paper adopts the method of case study. Firstly, it combs the related concepts and theories of capital structure and market value management, and expounds the influence mechanism of capital structure and market value management. Secondly, it analyzes the operation and capital structure status of the case enterprise QQKJ, and compares the relevant indicators of operation status and capital structure with the benchmark enterprise and industry average datas. Finally, this paper puts

forward some suggestions to optimize the capital structure from the perspective of market value management, and hopes the case enterprise can optimize the capital structure and maximize the market value, and play a positive role in the market value management.

**Keywords:** Market Value Management; Market Value; Capital Structure; Capital Structure Optimization

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 国外研究现状.....	2
1.2.2 国内研究现状.....	6
1.2.3 国内外研究评述.....	10
1.3 研究内容、方法及基础框架.....	11
1.3.1 研究内容.....	11
1.3.2 研究方法.....	12
1.3.3 基础框架.....	13
<b>2 相关概念界定和理论基础</b> .....	14
2.1 相关概念界定.....	14
2.1.1 市值管理.....	14
2.1.2 资本成本.....	14
2.1.3 资本结构.....	15
2.2 理论基础.....	15
2.2.1 MM 理论.....	15
2.2.2 权衡理论.....	16
2.2.3 控制权理论.....	16
2.2.4 信号传递理论.....	17

2.2.5 优序融资理论.....	17
2.3 市值管理评价体系.....	17
2.3.1 经济增加值（EVA）.....	17
2.3.2 市值管理评价体系.....	18
2.4 市值管理视角下资本结构的影响机理.....	19
2.4.1 资本结构影响市值管理的路径.....	19
2.4.2 资本结构影响市值管理的机理.....	20
<b>3 青青稞酒资本结构现状.....</b>	<b>23</b>
3.1 青青稞酒基本情况概述.....	23
3.1.1 青青稞酒简介.....	23
3.1.2 商业发展模式.....	23
3.2 首次融资（IPO）情况.....	23
3.2.1 IPO 概况简述.....	23
3.2.2 资金需求.....	24
3.2.3 融资方式.....	24
3.2.4 募集资金使用情况.....	25
3.3 青青稞酒经营活动状况.....	26
3.3.1 公司总体状况分析.....	26
3.3.2 公司经营状况分析.....	26
3.4 青青稞酒资本结构现状.....	34
3.4.1 资本结构总体分析.....	35
3.4.2 负债结构分析.....	36
3.4.3 股权结构分析.....	37
3.4.4 融资结构分析.....	38
3.4.5 资本结构质量.....	39



<b>4 青青稞酒资本结构存在问题及对市值管理的影响</b> .....	44
4.1 资本结构存在的问题表现 .....	44
4.1.1 资产负债率偏低 .....	44
4.1.2 流动负债占比偏高.....	45
4.1.3 股权集中度高 .....	45
4.1.4 经营能力下降.....	46
4.2 资本结构问题成因.....	46
4.2.1 外部因素.....	46
4.2.2 内部因素.....	47
4.3 资本结构对市值管理的影响分析.....	48
4.3.1 价值创造分析.....	49
4.3.2 价值实现分析 .....	52
<b>5 市值管理视角下青青稞酒资本结构优化建议</b> .....	56
5.1 拓宽融资渠道.....	56
5.2 优化负债结构.....	57
5.3 降低股权集中度.....	57
5.3.1 吸引战略投资者.....	57
5.3.2 实施股票回购.....	57
5.4 增强运营能力.....	58
<b>6 研究结论与不足</b> .....	60
6.1 研究结论.....	60
6.2 研究不足.....	60
<b>参考文献</b> .....	62
<b>致 谢</b> .....	68

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

二十一世纪初,随着多项改革政策的出台,我国资本市场开始崛起,尤其是2005年的分置股权的改革政策,对资本市场的推动作用巨大。上市公司的发展目标也转变成了追逐企业价值的最大化,企业的市场价值也成了衡量上市公司综合性实力的最重要的标准,备受各利益相关者的关注。在一味地追求股价最高、企业价值最大化的过程中,违规操纵股价的情况频繁发生,市价波动异常,使得上市公司的市场价值与内在价值相脱离,为确保市场价值能真实地反映企业的内在价值,“市值管理”应用而生,市值管理的终极目标是创造企业的内在价值,并通过提高内在价值带动股价趋于真实,进而实现市值的最大化。

资本结构(Capital Structure)是指各种资金组合的占比,不同来源配置的资金组合,形成企业不同的资本结构,产生不同的资本成本,影响经营业绩,同时还会产生不同利益相关者之间的冲突,从而对企业的市场价值造成影响。资本结构的核心是如何通过不同的融资组合行为保持恰当的资本结构比例,减小资本成本,直接影响上市企业的价值创造与价值实现的效果,上市企业的价值创造、价值实现不仅是市值管理的重要内容,也是企业利益相关者的共同目标,资本结构作为市值管理的重要影响因素,其优化可以作为上市企业做好市值管理的重要途径。

2015年-2019年期间,白酒行业的发展整体呈良好态势,处于西北地区的清香型白酒的生产销售企业青青稞酒,虽然公司规模有所壮大,但经营状况不乐观,受多种因素影响,业绩未达预期,导致股票资本市场价值下跌,2017年甚至跌破发行价。根据其财报数据,青青稞酒在不断扩大经营领域和产品多元化的情况下,却一直没有引入债务资本,尤其是长期债务资本,保持着低于行业均值的资本负债率,这与优序融资理论的应用存在偏差,资本结构明显不合理。

综合以上认识,本文针对案例企业市场价值不断下滑和资本结构不合理的现实状况,在现代融资理论的指导下,从市值管理视角,研究其资本结构优化问题。

## 1.1.2 研究意义

### (1) 理论意义

我国资本市场还处于弱式有效市场状态,上市企业的内在价值与资本市场价值表现往往不一致,使得市值管理的价值创造和价值实现之间存在分离现象,因此,上市企业有必要采用一些市场手段,增强企业的市场价值表现能力。资本结构是市值管理的重要影响因素,优化资本结构可以作为解决该问题的手段之一。资本结构问题既是理论性很强的研究领域,又是管理层很重视的实践问题,本论题在市值管理的视角下,指出案例公司资本结构存在的问题,并提出优化资本结构的相关建议,力求做到理论与实践对策的有机结合,充实了现有的理论体系。

### (2) 实践意义

本论题结合白酒行业的发展态势,针对案例公司市场价值下滑的现实,基于市值管理,分析其资本结构存在的问题,并提出措施与建议,帮助企业减少决策失误,防范风险,起到优化资本结构的作用,进而降低资本成本,提高企业的市场价值,所以基于市值管理,研究资本结构优化对企业的发展有着重要的实践意义。

## 1.2 文献综述

本论题在现代财务管理的指导下,基于市值管理,发现企业资本结构存在的问题,从资本成本的角度,定量评价其资本结构的质量,为资本结构的优化提供数据支撑。资本成本由债务成本和权益成本构成,估算债务资本成本比较成熟,但估算权益资本成本,需要借助适当的模型,显得相对复杂,加上中国经济体制和资本市场的特殊性,各类模式的适用都有一定的局限性,因此,本论题从市值管理、权益资本成本估算模型选择和资本结构等三个方面对国内外学者的研究进行综述。

### 1.2.1 国外研究现状

#### (1) 市值管理方面研究现状

国外市值管理思想的源头最早始于二十世纪初的价值管理,经过多年的发

展,已有相对成熟的研究成果,本文主要从市值管理内涵及内容、影响因素、资本结构与市值管理的关系等方面进行综述。

市值管理内涵及内容。市值管理其实是价值管理理念的延续,国外的研究大多集中于价值管理。价值管理,最早来源于 Fisher 写的《资本与收益的性质》一书,认为任何金钱方面的价值都是通过产生预期收入的权利实现的; Miller 和 Modigliani (1958) 共同提出 MM 定理,创建了现代资本结构理论,该理论指出,公司的市价不会受资本结构的影响,这为市值管理的进一步发展奠定了基础; Copeland Koller 和 Murrin (1991) 在《Measure Company Value and Management》一书中,构建了针对应用价值管理的分析模型,并明确阐述了价值管理的概念,进一步解释价值管理的目标就是使公司价值最大化; Ronte (1998) 认为,价值管理是由企业经营业绩的计量管理系统组成的,该管理系统的作用就是发展业务,满足经济市场的需求,为公司创造长久的价值; Bodgan (2015) 认为经营就是为帮助企业创造价值,价值实现达到最大化。

市值管理影响因素。Alfred Rappaport (1986) 通过研究发现,贴现现金流量模型能够帮助企业寻找出影响企业价值的因素,基于这个研究结果, Copeland (2004)、Barbara 和 James (2008) 等多位学者进行了进一步研究,发现经营业绩、相关利益者关系、社会责任等因素也会影响企业价值。

资本结构与市值管理的关系方面。K.Shah (1994) 通过研究发现,由于资本结构的变动向资本市场释放了一些企业信息,从而对股价造成影响,使得股价随着资本负债率的上升而上升,即资本负债率对股价有正向影响; Gomes (2000) 研究了股权集中度与企业价值之间的关系,研究发现,较高的股权集中度有利于激励大股东对管理者进行有效监督,从而可以维护中小股东的利益,即股权集中度与企业价值正相关。

## (2) 权益资本成本估算模型方面研究现状

Joel Dean (1951) 提出了企业资本成本的估算模型,后来经过 Solomon (1963) 等人的改进与推广,逐渐成为了学术界称为“现代公式”的所罗门动态增长模型,根据该模型,企业的权益资本成本划分为两部分:一部分是企业分配现金股利时实际对外支付的付现成本;另一部分是未分配利润留在企业所丧失的机会成本; William Sharpe (1964) 提出了估算权益资本成本的 CAPM 模型,它的适用有一

些假设：第一，全部的投资者都是理性的，即追求风险最小和收益率最大的投资；第二，投资组合一般包含所有的资产风险；第三，资本市场是有效的，市场信息也是完全对称的；第四，借入或贷出资金完全自由；第五，总投资风险可以量化，用  $\beta$  系数表示系统风险的大小；第六，证券收益率符合正态分布规律。由于这些假设条件是基于理想预期，现实条件无法满足，后来 Jensen 和 Black（1972）放松对 CAPM 的假设条件，进一步对模型做了修正，然后选取纽交所三十多年期间上市公司的数据作为样本，对其进行实证分析和检验，得出证券的理想收益率与系统风险之间呈正相关的结论，从而支持了 CAPM 模型；Fama（1973）对这个研究进行了进一步深化，他对这些样本的系统风险与收益率关系进行了检验，得出的结论也支持 CAPM 模型；针对 CAPM 模型假设条件的严苛性，Stephen Ross（1976）等人进行了重新梳理，并假设在健全的资本市场中没有机会来进行套利，提出了 APT 模型；Roll（1980）对一些公司的数据开展检验，通过研究认为应用 CAPM 模型，会低估权益成本值，估算结果没有 APT 模型估算的准确。

Fama 和 French（1992）通过一些实证研究，在资本资产定价理论中放入系统风险等变量后发现，系统风险对收益率而言基本没有解释力，但如果考虑公司的规模和账面市价比两个因素，则说服力大大提高，还检验了其他风险因子的作用，并构建了 Fama-French 模型。

基于以剩余收益为测度的估算权益资本成本的基础模型有 GLS 模型、CT 模型、PE 模型、PEG 模型、MPEG 模型、OJ 模型。Luzi 等人（2006）用多种不同的方法估计权益资本成本，证实权益成本使用 GLS 模型计算值最低，该方法会造成权益整体的资本成本较小，John R.Graham 和 Campbell R Harvey（2001）对公司的权益资本成本进行了调查，发现样本公司中，资本资产定价模型和历史平均收益法是最经常使用的方法。

### （3）资本结构方面研究现状

国外关于资本结构的研究，始于 19 世纪 50 年代，自从资本结构概念提出之后，其就成为研究热点之一。对国外文献的整理，可以看出已经有了相当成熟的研究成果，本论题主要从资本结构基本理论、因素影响及优化对策等方面对文献进行综述。

资本结构理论研究方面。Modigliani 和 Miller（1958）开展了对资本成本的

研究，后来形成了经典 MM 理论；1963 年，他们对 MM 理论进行了升华，研究认为，有税收的时候，当产生的利息收益恰好能够与税负相抵时，企业存在最优的资本结构。但根据当时的实际情况，一些企业在融资过程中，出现了与 MM 理论的结论不相符的情况，所以，Robichek 和 Myers（1966）等人在原来 MM 理论体系之上，提出了关于税盾价值和破产的成本方面的权衡理论，该理论认为，企业内部大量的负债对于企业本身的市场价值而言，既有不好的时候，也有利好的时候，当资本市场能够保持状态平衡时，在一些企业的内部就有最优结构存在的状态，而当资本市场不能保持状态平衡时，过多的增加债务会打破企业内部资本结构保持最优的情况，也会使企业面临一时的财务风险；Graham 和 Harvey（2001）对四百多家企业的 CFO 以调查问卷的形式开展研究，研究认为：四百多家企业中的大部分企业，它们的管理层在决策融资前，一般会对项目及企业的相关成本，如破产成本和资本成本，还有抵税收益等进行一次全面的测评与估计，最后往往会选择一个资本结构的最优范围，才会做出融资决定；基于其他理论基础，Myers 和 Myjlf（1984）又提出了经典的优序融资理论，后来，他们进一步研究了不对称的市场信息对融资成本的影响，认为这种不对称的市场信息，还会在一定程度上督促公司较少地利用股权融资，而尽量较多地采用负债融资，另外，企业在进行融资决策时，第一是采用内部积累，第二是采用债权融资，第三才是采用股权融资；为了验证这个先后融资顺序论，他们又选取了 1965 年至 1982 年十多年间在纽交所上市的多家公司作为样本，对这些样本的资金来源开始了一次调查摸底，最后发现，十多年间这些企业积累的内部留存资金占资金总额的 61%左右，通过债券融资获得的资金占比为 23%左右，通过股权融资获得的资金占比最少，大约为 2.7%。

影响资本结构的因素。Titman 和 Wessels（1988）是较早开展影响资本结构的因素研究的美国经济学家，他们选取多家企业的数据作为样本，剔除了年度因素，选取资产负债率平均值作为资本结构的最佳值，构建结构方程研究其具体影响因素，最后发现，公司资产规模、股权结构、债务比例对资本结构的影响最为显著；Goyal 和 Frank（2007）选择了 2000 年至 2004 年多年间在纽交所上市的二百多家美国企业为对象，然后筛选多个对资本结构而言十分重要的因素，通过实证检验后发现，仅有六个因素能够明显地影响上市企业的资本结构，这些影响因素分别是：有形资产占比、资产规模、通货膨胀预期值、负债率行业值、企业的盈利

能力、账面价值与市场价值的比例关系等，其中有形资产占比、资产规模、通货膨胀预期值、负债率行业值与资本结构呈正相关关系，而企业的盈利能力、账面与市值比与之呈明显的负相关关系；Mason 和 Hambrick（1984）结合资本结构的相关理论，提出了所谓的“高层管理者梯队”的相关理论，后来在国外的财务管理学术领域中，掀起了研究关于高层管理者的学历背景等特征对企业的投融资决策、经营绩效等方面的影响的高潮，2003 年至 2012 年间，许多学者如 Bertrand（2003）、Frank（2007），他们都从 CEO 的年龄、最高学历、任职时间、工作经历、个人财富等方面，研究高管的这些特性是否能对企业的资本结构产生影响，研究发现，这些因素的确在一定程度上会对公司的资本结构产生一定影响；Mccumber（2015）对 2004 年至 2013 年间美国的二百多家民营企业资本结构的影响因素开展了实证检验，最后发现，公司所处行业的特征是决定公司财务杠杆利用水平的最重要因素，即行业因素会影响公司的资本结构；Christ 和 Martin（2015）对一些公司的股权结构展开研究后认为，基于防止大股东的控制权被过分稀释的因素，当股权集中度越高时，公司的股东越不愿意使用股权进行融资，这样的公司往往资产负债率处于一个较高的水平上，因此，认为股权结构会对公司的资本结构产生重大影响；Parka（2013）选择 2004 年至 2011 年间多家绩效较好的美国上市公司为研究对象，采用营业净现金流等指标进行研究，最后发现，公司的市场价值与公司的资本结构有显著的正相关关系。

优化资本结构的对策。Philosophov（1999）采用了数理概率法，评估了对企业的收益和破产有影响的因素，研究发现宏观经济、利润产生力等因素，能作用于企业的资本结构，然后从这些影响因素的角度，提出了针对性的优化资本结构方法，来确定资本结构存在的最佳合理范围；Kim Byoung Gon（2017）通过研究发现，市场价值和资产负债率较低的上市企业，可以采取增加债务规模的方式，使资产负债率适当地增大，进而能使市值有所增加，达到资本结构优化的目的。

## 1.2.2 国内研究现状

### （1）市值管理方面研究现状

市值管理内涵及内容。中国资本市场实施分置股权的改革后，推进市值管理的进程，与市值管理的相关研究也被资本市场进行着检验。施光耀（2008）首次

提出“市值管理”的概念，他认为市值管理的目标就是实现企业市场价值的最大化，这与资本结构的优化目标相一致；谢风华（2008）认为市值管理是价值管理理论的延续，是一种长效机制，市场价值主要表现为资本市场反映的外部价值，而价值管理主要体现为企业内部的真实价值，市值管理主要是公司根据资本市场对企业价值的预期反映，直接表现在股价上，然后采用多种手段，将企业的市价再次扩大，并通过股价重新展现出来，促进企业实现价值最大化。孙银行、盖利亚（2020）认为，市值管理与价值管理是有区别的，市值管理是以公司价值为基础，促使市值合理体现公司价值的管理活动。

市值管理影响因素。谢风华（2008）在《市值管理》一书中阐述了宏观因素和公司自身因素都会对上市公司市值管理产生影响，其中，公司自身因素有投资者关系、资本结构、公司治理和经营绩效等；黄璐（2016）通过研究发现，资产负债率与市值管理效果呈负相关关系；长期负债率、流动负债率均与市值管理效果呈正相关关系；股权集中度与市值管理效果之间存在正相关关系；陈雁龙（2017）通过研究发现，流动负债率、有息负债率、产权比率与市值管理呈正相关关系，长期负债率、股权集中度与市值管理呈负相关关系。

资本结构与市值管理的关系研究方面。陈立斌（2015）认为市值管理就是要确定经营战略目标，通过运营模式，掌握价值创造焦点、强化公司治理，增加企业的经济增加值，并通过股权激励计划，激发活力，达到资本结构调整的目的，从而使得资本成本也进一步减小；黄璐（2016）通过研究发现，资本结构会影响市值管理效果；王树彬（2016）认为在目前的资本市场上，保持稳定的市值有利于上市公司优化资本结构和再次融资，因此做好市值管理是十分必要的；陈雁龙（2017）认为，资本结构是上市公司可控因素，以此为切入点研究市值管理有利于市值管理工作在实践中的具体操作。

## （2）权益资本成本估算模型方面

我国学者对权益成本的研究开始较晚，多为定性地阐述，而对权益成本的定量考察，学者们大都是在借鉴国外尤其是美国的估算模型，然后结合我国资本市场的实际情况，对这些模型展开修订后进行研究与检验。

施东晖（1996）是我国首位检验 CAPM 模型在我国资本市场适用性的学者，他选取了上交所的 50 支 A 股为对象，开展了对上海股票市场的风险性的实证



研究，最后得出 CAPM 模型还不适用于国内资本市场上市公司的结论；曹红英、阳玉香（2005）选取了 1999 年至 2003 年间在深交所上市的四百多家上市公司为研究对象，对这些公司的股票截面数据，采用 APT 模型对这些数据进行检验，发现我国股票市场缓慢，在资本市场的功能、监管制度、上市企业的实际质量和市场法律法规制度等多个方面，与国外较为发达的资本市场不能相提并论，因此 APT 模型还不能适用于我国的资本市场；邓长荣和马永开（2005）选取了在深交所上市的多家公司企业的股票数据为对象，采用实证方法，对 Fama-French 模型在中国资本市场上的可行性开展验证，结果发现：在解释收益率的横截面数据的变化情况方面，Fama-French 模型比 CAPM 模型更好，有很强的说服能力，但这个 Fama-French 模型是在一些经验数据进行验证后而提出的，它并没有一些明确的财务理论作为依据支撑该模型；沈洪波（2007）是利用 OJ 模型来估算我国部分上市企业的权益资本成本，他通过研究后认为，我国上市企业的权益资本成本值与十分发达的美国资本市场的上市企业的长期权益成本值很相近；霍晓萍、任艺（2019）采用多种估算模型，对 2000 年至 2016 年我国的一些上市企业的权益资本成本进行了估算，并开展了行业因素的影响分析，发现选择的估算模型和计算方法不同，所计算的权益资本成本的结果也就不同，并且行业因素对权益资本成本的影响很大，不同行业间权益资本成本值差异较大。

刘欣欣（2012）基于所罗门动态增长模式，构建了适合我国资本市场的权益成本估算模型，并且选取沪深市值较大的二十五家上市公司数据的为研究对象，计算了其资本总成本，结果发现相对于权益资本而言，我国企业的债务资本成本水平并不是很高，大部分公司在进行融资决策时往往会采用“先债后股”的次序，这与优序融资理论相一致；宋文萍（2015）选取截至 2013 年年底，在中小板、创业板市值较大的三十多家公司的数据作为样本，采用所罗门动态模型，对其权益资本成本进行了估算，发现我国上市公司的资本成本仍然处于一个较高的水平状态，融资难和资本成本较高等一系列问题，仍然是我国企业所面临的重大问题，尚未得到解决。

### （3）资本结构研究方面

资本结构理论。袁卫秋（2004）以国内三百余家上市公司 1996 年至 2003 年财务数据为研究对象，对于这些上市公司的融资状况开展系统回归分析，结果

发现大部分上市公司在进行融资决策时表现的行为与权衡理论相一致,这个结论间接证明了在上市公司存在资本结构的最优状态;沈东亮(2011)基于优序融资理论的视角,对一些上市公司展开了研究,发现他们在决策融资时存在偏好,尤其偏好配股或者增发,主要是因为我国目前的资本市场发展状态和相关股利支付政策,对于一个上市企业而言,没有很高的支付负债,且这些权益不用偿还,总体来说成本相对较小;徐光德(2012)对借鉴国外MM理论的成果,对其做了进一步阐述,赞同MM理论对研究公司的最优资本结构有重大贡献;胡文博、麦勇和于东升(2012)选取了我国沪深两市的近八百家公司作为研究样本,采用回归分析和线性模型方法,研究发现,公司资产规模、利润产生能力与资本结构存在正关联关系,这与权衡理论的结论相一致;段雯瑾、贾小玫、夏冷(2017)选取了2000年至2014年在中、英两国都上市的150家公司为研究样本,研究发现,权衡理论以及优序融资理论的结论比较适用于英国的资本市场,权衡理论比优序融资理论更加适用于中国的资本市场。

影响因素。洪锡熙和沈艺峰(2000)以二百多家上市工业企业为研究对象,采用实证检验后发现,资产规模大小、利润创造力对公司的负债率影响明显,即这两个因素对资本结构能产生一定影响;冯根福(2000)等选取了多家上市四年间的财务数据为基础,进行实证检验后发现,股票的流通性、股权结构、利润创造力等对资本结构的影响作用大,且为负相关;资产规模大小、负债的税盾对资本结构的影响为正影响,企业成长能力和企业价值对资本结构的影响不是很明显;肖作平(2004)对1995年至2001年上市的将近二百四十家公司为对象,对它们的财务数据采用动态模型展开了研究,最后发现,资产规模大小、担保资产的价值、产品独特性对资本结构的影响为正相关,成长能力、现金流量大小等因素对资本结构的影响为负影响,另外,还间接证明了影响资本结构的因素,还包括宏观经济因素;胡耀亭、童光荣、肖作平(2005)选取1998年至2002年间多个行业的公司为样本,研究发现,行业因素对资本结构的影响重大,行业不同,资本结构的表现也大有不同;但是在同一行业内,资本结构的差异并不明显,也说明企业内部资本结构的表现有最佳值;苏冬蔚、曾海舰(2009)通过研究发现,企业的高层管理在进行融资决策时受到宏观因素的影响,融资顺序与优序融资理论相契合,另外,经济周期对资本结构也有影响,且为负相关关系;童年成(2010)通过研究后发现,除了公司的资产规模、公司成长性、担保资产的价值、现金流

量大小等因素外，高层管理者的融资偏好，也会对资本结构造成一定影响；姜付秀、黄继承（2013）选取了有 CEO 变更情况的公司为对象，以它们的 CEO 变更事件为出发点，基于决策效率的视角展开实证检验，研究发现，财务经验丰富的 CEO 会提高公司的资产负债率，且能快速对资本结构作出调整，来减小当前资本结构偏离目标资本结构的程度；操君、巫昊天（2013）发现，股权集中程度能对资本结构产生明显影响；孙谦、石松（2015）认为高层管理者的个人偏好受个人年龄、性格特征、文化水平和身份地位的影响，而个人偏好会影响融资决策的选择，从而影响资本结构。

优化资本结构对策。廖敏霞（2011）以多家上市公司为研究对象，从影响因素出发，对资本结构的情况进行了梳理，指出了企业资本结构存在的问题，建议采取强化内源筹资、优化债务结构和股权结构等措施优化资本结构；丁晓莉、牛瑞花（2012）对部分白酒上市企业提出了可以采用白酒信托基金、原浆担保方式，来拓宽渠道，加大融资，优化资本结构；石泓、张颖（2013）针对部分上市企业，提出独董和监事会要充分展现作用，降低股权集中度，使得股权结构较为多元化，从而达到资本结构优化的目的；丛菲菲、李曜（2015）通过研究认为，行业的核心竞争力对资产负债率呈负影响，倘若企业预期在一定时期内产业竞争形势会加剧，为了确保公司能在剧烈的竞争中获取胜利，企业一般会降低资产负债表率，从而保持一定的财务弹性；杜野（2016）通过研究贵州茅台的资本结构后，提出了拓宽融资渠道、加强资本结构规范能力和加强内部控制等资本结构的优化措施；王宏（2019）以 J 公司为白酒制造企业的代表，通过分析其资本结构存在的问题，提出了适当增加公司负债融资水平、调整债务结构、股权结构变动等措施来优化资本结构。

### 1.2.3 国内外研究评述

#### （1）市值管理方面

通过整理国内外对市值管理的研究结果可知，我国资本市场上的市值管理是对西方完善证券市场上的价值管理的一种延续，其关键和核心是价值创造，并致力于采取一些措施使得市场价值体现内在价值的价值；从影响因素上来看，资本结构、投资者关系、公司治理等会影响市值管理；从资本结构与市值管理的关

系研究结果来看,资产负债率、股权集中度等指标与市值管理有相关关系,总之,资本结构能够影响市值管理的效果,合理的资本结构有助于企业降低资本成本,增强企业的价值创造能力,进而影响企业的市值管理。

## **(2) 权益资本成本估算方面**

通过国内外研究现状的分析可以看出,国外关于权益资本成本估算的研究涉猎的比较早,形成了多元化的模型估算权益资本成本,这与西方较完善的资本市场有紧密联系,他们能以发达的证券市场为基础,设定多元化模型的假设条件。我国关于估算权益成本的研究相对较晚,加上我国资本市场的自身不足,使得国外的一些模型在我国的适用性受到影响,如国外著名的资本资产定价模型和 APT 模型不适用于我国的资本市场; Fama-French 模型没有支撑理论。根据我国资本市场的现状,权益资本成本应为两个部分,一部分是由股利政策决定的实际支付的支付成本;另一部分是机会成本,所罗门动态增长模型正是在这样的思想之上,反映了权益资本的全部成本,因此本论题选择所罗门动态增长模型来估算青青稞酒的权益成本。

## **(3) 资本结构方面**

在资本结构理论方面,国外的学者开始资本结构的研究时间长,提出了 MM 理论、控制权理论和优序融资理论等经典理论,同时也对这些理论进行了实证研究,证明了最优资本结构的存在,国内学者通过研究检验了这些理论在我国的适用性以及最优资本结构的存在;资本结构影响因素方面,国内外学者证实了公司的资产规模、股权集中度、CEO 经历等因素对资本结构有影响,另外,国内学者还证实了宏观因素、行业因素、高层管理者的个人偏好等因素也会对资本结构造成影响;优化对策方面,国内外学者从资本结构现状和影响因素出发,提出了优化途径,主要有分散股权、增加负债、加强管理层能力等措施,这些研究成果为本论题分析案例公司的资本结构问题和提出优化对策提供理论支撑。

# **1.3 研究内容、方法及基础框架**

## **1.3.1 研究内容**

本文研究的对象是上市公司青青稞酒,关注市值管理视角下其资本结构的优化问题。研究对象期间为2015-2019年五年,通过查阅借鉴相关文献,以市值管理与资本结构的关系为连接点,基于企业资本结构不合理和市值持续缩水的现实状况,从企业资本结构的现状出发,将相关数据指标与标杆企业、行业均值作对比,发现其资本结构存在的问题,分析资本结构对市值管理的影响,然后在市值管理的视角下,为企业优化资本结构提出相关政策建议,以期为市值管理起到积极作用。

本论题主要内容分为六部分:

1 绪论。绪论部分主要介绍研究背景和意义,然后将研究的问题引出,其次总结概括国内外研究成果,最后是研究内容、方法的介绍。

2 相关概念界定与理论基础。主要介绍有关概念和相关理论及市值管理的评价体系等,为研究案例公司资本结构问题提供了理论基础。

3 青青稞酒资本结构现状。主要内容是结合当前企业的经营状况现状,分析其资本结构现状,为第四部分的问题剖析提供支撑。

4 青青稞酒资本结构存在的问题及对市值管理的影响。主要内容是基于对资本结构现状的认识,结合其成因,剖析青青稞酒资本结构存在的问题。

5 市值管理视角下青青稞酒资本结构优化建议。主要内容是针对青青稞酒存在的资本结构问题,提出资本结构优化的措施,从而促进企业实现良性发展。

6 研究结论与不足。在总结归纳全文的研究后,得出本论题的研究结论和研究不足。

### 1.3.2 研究方法

本论题主要通过案例分析法进行研究。首先,查阅了国内外有关市值管理、资本成本估算模型和资本结构方面的相关文献,对市值管理、资本结构的概念及研究状况有所了解。然后,以青青稞酒为案例,对该案例的经营状况与资本结构现状进行分析,挖掘出资本结构存在的问题,分析资本结构对市值管理的影响,最后结合其近年的实际发展情况,从市值管理的视角,有针对性提出了相关优化资本结构的措施建议,以期能帮助企业提升市场价值,优化资本结构,降低资本成本,实现长远发展。

### 1.3.3 基础框架

本论题的基础框架如下图：

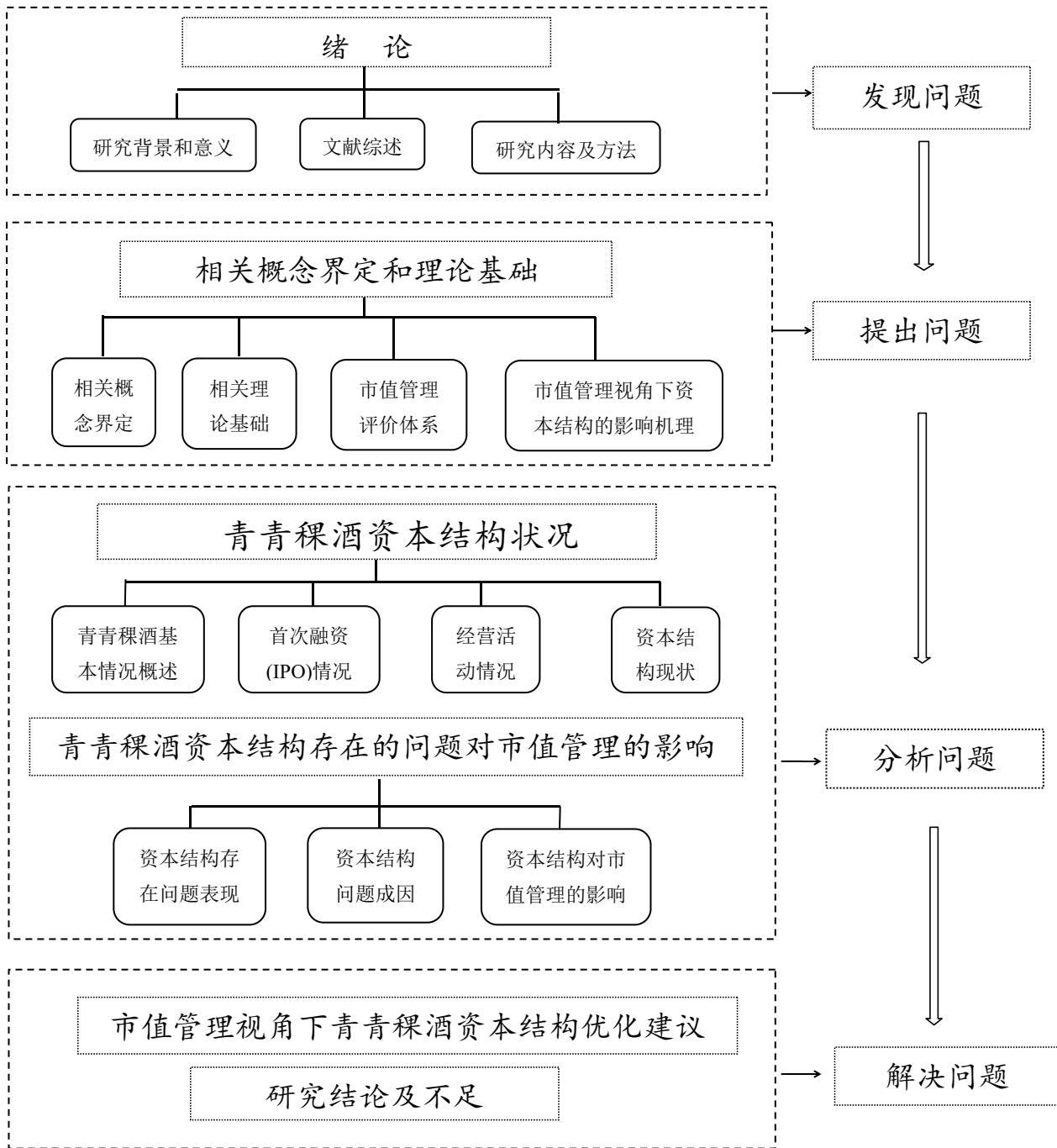


图 1.1 基础框架

## 2 相关概念界定和理论基础

### 2.1 相关概念界定

#### 2.1.1 市值管理

市值管理是对传统价值管理理念的一种延伸，施光耀（2005）首次提出了“市值管理”，指出市值管理就是企业高层根据资本市场对公司市值的反映信号，采用科学有效的价值综合经营手段，最大化地展现公司价值创造和价值实现的一种战略管理行为；中国上市公司市值管理研究中心也指出，市值管理是基于公司市值信号，通过价值经营方法和手段实现企业价值最大化经营目标的战略管理行为。本文采用施光耀学者和研究中心的观点，市值管理就是通过一定的手段，实现企业价值最大化。

#### 2.1.2 资本成本

##### （1）资本成本

资本成本的概念是财务管理的核心概念之一，资本成本最初是《New Palgrave Dictionary of Money and Finance》中的定义：“资本成本是所有投资者预期要求的收益率，管理者的追求是最大化地实现企业价值，认为可以把资本成本定义为项目的最小报酬率”；Ross（2010）在《公司理财》一书中指出，资本成本实际上是对公司全部资产所期望的回报率的反映；我国研究者邹颖、汪平、张丽敏（2017）认为，资本成本是理性投资者所期望的回报率，其大小取决于投资风险，这是一个动态调整的过程；吴博（2017）认为，资本成本是指占用资本所需付出的成本，是投资者要求的最低回报率，另外，资本成本是所实际支付的成本与占用资金的机会收益之和。本文采用邹颖等人的观点，即资本成本是动态的，它指是理性投资者的回报率要求，其高低取决于投资风险。资本成本为债务成本与股权成本构成。

##### （2）债务资本成本

刘放（2007）年认为，公司由于进行债务融资，所带来的一系列融资费用即为债务资本成本，一般包括借贷费用、相关的利息，以及发债成本和债券利息等；

吴博（2017）认为，债务成本比较好确定，往往是由双方提前约定好的回报率。本论题的案例公司没有进行发债，无发行债务所产生的费用及利息等，因此，本文采用吴博学者的观点，即债务成本是指双方提前约定好的回报率。

### （3） 权益资本成本

罗斯（2010）认为，权益资本成本是相关权益人所要求的理性的最低回报率；裴霞（2016）认为，权益资本成本是“必须”或“应该达到”的报酬率，即权益投资者要求的与风险相对应的期望报酬率；吴博（2017）认为，权益资本成本是指股权的投资者要求的最小报酬率。本文采用裴霞学者的观点，认为权益资本成本取决于市场期望，即权益资本成本是“必须”或“应该达到”的、与风险大小相对应的期望报酬率。

## 2.1.3 资本结构

Schwartz（1963）认为，资本结构是指负债要求权和权益请求权的占比关系；张维迎（1995）在《公司融资结构的契约理论》中指出，公司的融资结构就是其资本结构，指的是公司各项来源资金的配置情况；Megginson（1997）认为资本结构指的是用于支持公司经营活动的长期性资本配置；胡杰、余国庆（2004）指出，资本结构是企业的长久性资金的配置关系。资本结构有广义与狭义的区别，贾晓君（2018）认为，广义的资本结构是指企业全部债务与股东权益的配置关系；狭义的资本结构则是指长期负债与股东权益的配置关系。本文所采用贾晓君的观点，即资本结构是企业内部所有债务与股东权益的配置比例，且为广义的资本结构。

## 2.2 理论基础

二十世纪中期，学术界展开了对资本结构理论的研究，尤其是 Durand 发表的名为《The Cost Debt Equity of Enterprises: Trends and Measurement Issues》的文章，开启了研究资本结构理论的大门，后期也逐步形成了经典的 MM 理论、权衡理论、控制权理论、信号传递理论和优序融资理论。

### 2.2.1 MM 理论



1958 年 Modigliani 和 Miller 联合发表了《Cost of Capital, Corporate Finance and Investment Management》一文，文中分析了企业的市场价值与资本结构的关系，形成了经典的 MM 理论。该理论认为，企业的债务规模不会对企业的总资本成本造成影响，权益资本成本的增加值能与债务带来的收益相互抵消，所以无论企业是否有债务，都不会对其资本结构和企业价值产生显著影响，这就是无税 MM 理论；1963 年他们又在《Corporate Income Tax and Cost of Capital: A Modification》中指出，企业所得税可能会对资本结构产生影响，因此将企业所得税加入在无税 MM 理论中，对无税 MM 理论重新做了补充，提出有税 MM 理论，该理论指出，有债务企业的权益资本成本与其财务杠杆成正比，债务也会对企业价值产生影响，随着债务规模的增大，企业的价值也随之增大，同时，有债务企业的价值等于无债务企业的市场价值与利息抵税收益之和，在理论上，当企业资金全部来自于债务时，企业的价值最大。

### 2.2.2 权衡理论

权衡理论是考虑了企业财务困境成本和债务利息抵税收益，对有税 MM 理论的进一步拓展与延伸，该理论指出，当债务抵税收益与财务困境成本相平衡时，企业的价值最大，资本结构达到最合理状态，同时指出，一定比例的债务可以由产生抵税收益而使企业的价值有所提高，其中，财务困境成本，是由于清算破产企业而产生的如审计费、咨询费等直接成本，与由于存在较高的资产负债率，而使得企业的信誉风险加大、二次筹资成本的增加、利益相关者合作关系的终止等引起的一系列间接成本之和，但是随着企业债务比率的增加，债务资本成本也在增加，进一步提高困境成本，还可能引起企业破产，形成恶性循环，进而又对企业的再次融资造成不利后果，因此，企业在进行资本结构调整时，要衡量税收收益与财务困境成本之间的平衡关系，才能使得企业价值最大化。

### 2.2.3 控制权理论

在不对称合约约束下，控制权理论是研究调整资本结构和安排控制权的理论，它是基于实现企业控制权的配置最优目的，分析如何在利益相关者之间安排公司控制权，来影响公司的价值，从而实现资本结构的优化。Harris 与 Raviv (1991) 认为，可以通过增加企业高层的持股比例来增大其股票投票权，实现控

制公司，并通过持股收益与控股损失之间的平衡关系来选择一个的资本结构。

#### 2.2.4 信号传递理论

Ross（1977）在研究资本结构时，引入了信息不对称因素，提出了信号传递理论，他认为，最了解企业业务和财务情况的不是投资者，而是做各种决策的企业管理层，投资者对企业的投资只是股权投资，对经营情况是不了解的，所以，管理层会认为企业的经营状况和资本结构只是向资本市场传递的一种信息，当然，在面临企业资本结构的选择时，他们还是会做出对公司有利的选择，向外界传递着企业正在健康发展的信号。

#### 2.2.5 优序融资理论

Myers 和 Majluf（1984）提出了经典的优序融资理论，该理论指出，企业进行融资决策时需要考虑信息不对称因素对资本成本的影响，应本着成本最小化的原则，在融资时以内源为主、外源为辅，在外源融资中，坚持先债务、后股权的顺序。内源融资主要来源于经营活动产生的经营成果，包括留存收益与折旧，企业可以自主使用这些资金，同时使用成本较低，也减少了财务风险，外源融资中的债务融资有短期债务与长期债务，短期债务具有成本低、使用灵活的优点和还款压力较大的缺点；而长期债务，相对于短期债务而言，使用成本高，但没有短期偿还债务压力；最后是股权融资，股权融资的优点是没有偿还压力，但相对于债务资本而言，资金成本较高；另外，由于信息的不对称性，投资者只能按照自己掌握的信息，对公司价值进行判断并作出选择。对于公司而言，管理层掌握的公司信息会更加全面，对于企业的价值评估会更加真实，当企业的市场价值低于评估价值时，考虑到资金成本，企业会采取其他渠道进行融资，限制新股的发行；当企业的市场价值高于评估价值时，企业会通过增发新股获得融资，与新股东一期承担市场价值被高估的财务风险。

### 2.3 市值管理评价体系

#### 2.3.1 经济增加值（EVA）

Alfred Marshall（1890）提出了经济利润的概念，在此基础上，Franco

Modigliani 和 Merton Miller (1960) 提出了经济增加值的概念, 并将其纳入了公司业绩评价的指标体系; 20 世纪 80 年代初, Stern Stewart 公司首次应用了经济增加值评价体系对其公司价值评估进行了测算, 并基于经济增加值模型建立了相关的激励和业绩评价财务体系, 该体系以股东价值最大化作为最终目标。EVA 体系说明, 只有当企业创造的利润高于其股权成本和债权成本之和时, 即 EVA 数值大于零时, 企业才是创造价值的, 而 EVA 在本质上就是经济利润, 它反映的是企业的价值创造及价值实现的实际状况, 因此, 可以更为准确地度量企业盈利能力和绩效水平。

### 2.3.2 市值管理评价体系

施光耀、刘国芳和梁彦军 (2008) 在首次提出了针对我国上市公司市值管理绩效评价的指标体系, 该体系从价值创造、价值实现和价值关联度三个方面对市值管理绩效进行评价, 具体指标如下:

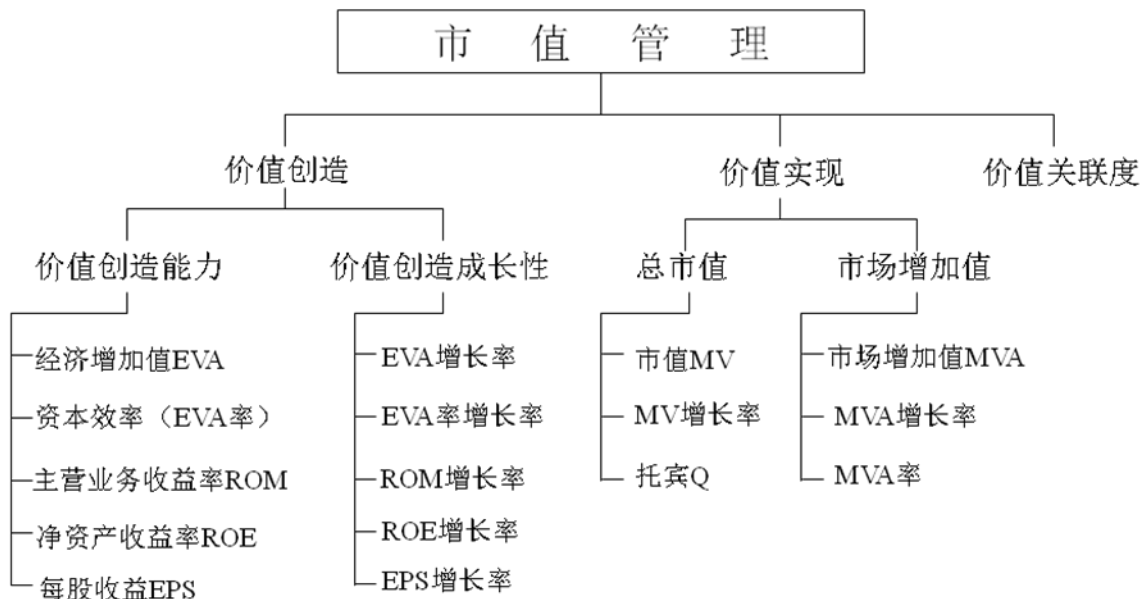


图 2.1 上市公司市值管理评价体系图

由上图可知, 该市值管理评价体系中, 上市公司的价值创造由价值创造能力和价值创造成长两个维度进行衡量, 价值实现由总市值和市场增加值两个维度来衡量, 价值与市值的相对关联度则是通过上市公司的价值创造与价值实现在全部

上市公司中的排名差异来衡量的，各个具体指标的释义如下表。本文采用该评价体系评价案例公司的市值管理绩效。

表 2.1 市值管理评价体系相关指标释义

序号	名称	释义
1	经济增加值 EVA	是投资资本获得的收益与投资资本的机会成本之差。
2	资本效率 (EVA 率)	是 EVA 与投资资本的比值，较高的 EVA 率反映了资产投资的质量和资产结构的合理性，有助于指导上市公司优化资产结构和选择投资方向。
3	净资产收益率	是净利润与权益资本总额的比值，直接反映股东投资利润率。
4	主营业务收 益率 ROM	是主营业务收益与主营业务收入的比值，反映了公司主营业务的盈利能力。
5	每股收益 EPS	等于期末净利润除以期末总股本，表示每持有一股所能被分配到的净利润。
6	市场增加 值 MVA	是公司市值与累计资本投入之间的差额，表明了企业通过股市累计为其投资者创造的财富。
7	市场增加值率	是公司 MVA 与累计资本投入之比，表明了企业单位资本创造了多少财富，它反映了资本的投资效率。
8	市值 MV	是年末总股本与股价的乘积，反映上市公司规模大小和整体实力。
9	托宾 Q	是公司的市场价值与重置成本（总资产）之比。
10	价值关联度	价值关联度绝对值= 上市公司在价值创造中的排名-上市公司在价值实现中的排名 ，反映了企业内在价值和市值的相关程度。

## 2.4 市值管理视角下资本结构的影响机理

本部分结合上文文献综述和相关理论，对资本结构影响市值管理的内在机理进行分析。

### 2.4.1 资本结构影响市值管理的路径

市值管理是上市公司在公司运营的过程中不断地创造价值，并根据资本市场对公司市值的信号反映，采用科学有效的价值经营手段，最大化地展现公司

价值的一种战略管理行为。根据中国上市公司市值管理评价体系，其最重要的内容是价值创造和价值实现。

价值创造主要表现在价值创造能力和价值创造成长性，因此，企业应以提高价值创造能力和价值创造成长性为目的，创造更多的收益，并进一步减小企业的资本成本，使收益与成本之差最大，即利润最大化，进而提高经营业绩，尽可能满足各个投资方的预期投资收益，以此来平衡他们的利益冲突，吸引更多的投资者。价值实现则是根据资本市场的反映，综合采用合理有效的方法，使得公司创造的价值完全体现在资本市场上，让更多的投资者了解公司真实的运营情况，从吸引更多的社会资本，带动股价的波动，提升企业的市场价值。

资本结构是企业内部债务与权益的配置关系，企业的管理层在调整资本结构时，不仅促进企业创造更多的价值，实现价值创造，还向资本市场传递了企业信息，达到了价值实现的目的，且资本结构又是影响市值管理的一种重要的、可控的、可量化的因素，因此，资本结构优化可以作为市值管理的重要内容。

### 2.4.2 资本结构影响市值管理的机理

本文从企业的价值创造和价值实现两个方面阐述资本结构对市值管理的影响，影响机理如下图。

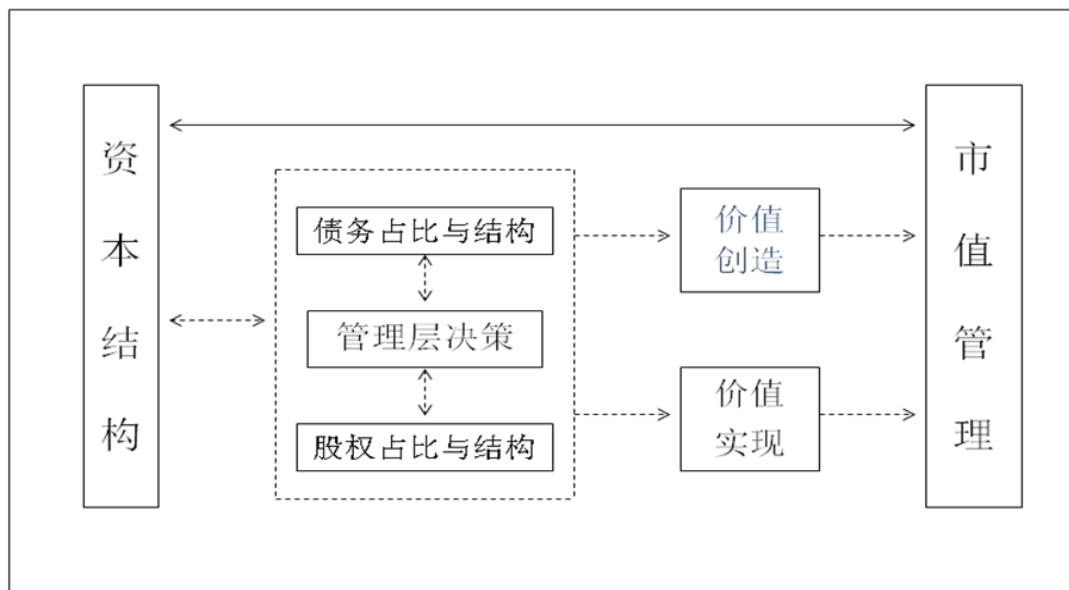


图 2.2 资本结构对市值管理的影响机理图

### (1) 企业价值创造方面

企业的价值主要是企业要提高自身实力，创造更多的收益，并提高企业的价值创造能力和价值价值创造成长性，这就是价值创造，同时，企业的管理层可以根据资本结构的现状，适时对其加以调整，使企业的资本成本和代理成本最小，从而为企业创造了价值。

在债务方面，企业在运营的过程中，不断地创造价值、实现价值最大化，是企业的终极目的。在日益激烈的竞争环境中，企业要实现长远发展，资金是必不可少的，企业的资金主要来源于债务和权益，根据优序融资理论，在通常情况下，企业往往会选择先债务后股权的融资顺序，一方面，债务融资比较灵活，能满足经营活动的资金需求和确保自身权益不变，且融资成本相对较低，一般企业都能赚得高于该融资成本的收益，该收益与成本之间的差额，即为债务资本为企业所创造的价值，也就是财务杠杆带来的效应；另一方面，在存在所得税的情况下，适当的引入债务资本，有利于降低企业的资本成本，加之债务税盾效应，总体增加了企业的价值。因此，企业可以通过一些方式适当地增加债务资本的比例，进行债务利息抵税，还可以采取延迟低息甚至是无息经营负债的还款期限、向银行进行短期和长期借款、发行票据等方式，加强吸收债务资本的能力，优化资本结构，为自身的发展带来好处，总体上增加了企业的创造价值的的能力。同时也应当特别注意，债务比例一定要适度，尤其是长短期债务的比例关系及还款期限，预防突发的财务危机，同时还要防范给企业带来一定的信用风险。

在股权方面，企业资金的另一个主要来源是股权投资，股权投资虽然比债务融资灵活性差、资本成本高，但是股权融资一般不需要偿还，这种来源的资金一般不会给企业带来财务风险，同时也应当特别注意，股权投资占比一定要保持适度，过高的股权比例和股权集中度，难以对大股东形成制衡，容易侵害中小股东的权益。此时，企业的所有者可以适当地降低股权集中度，例如通过回购股票实施管理层与员工持股计划，适当削弱大股东的控制权，加强股东与管理层之间的制衡度，不但能保护中小股东的权益，还能激发管理层与员工尽职履行义务的活力，促使管理层做出正确的决策，减小代理成本，整体上增加了企业创造价值的的能力与动力。

另外，企业管理层会根据企业的债务与权益的比例与结构做出决策，即资本结构会影响管理层决策，而管理层的决策行为反过来又会影响资本结构的变化，

这种双向的影响机制通常通过上市公司市值的变化反映出来，影响市值管理的最终效果。因此，资本结构通过影响上市公司的价值创造，进而影响市值管理。

## **(2) 企业价值实现方面**

企业的价值主要是通过上市公司的市值体现出来，这就是价值实现。资本结构是上市公司向资本市场传递信息的重要工具之一，因此，上市公司的管理层选择不同的资本结构，会向资本市场传递不同的企业信息，进而影响企业的价值实现。

在负债方面，当企业内部只有较小比例的债务时，其资本成本就相对较高，这时管理层会采取一些措施拓宽融资渠道，提高债务比例，降低资本成本。管理层的这种行为，会向市场传递该企业有较强的经营能力和举债能力的积极信息，或者企业投资新项目，债权人对新项目有较高的预期收益，从而使得该公司的股票受到投资者的青睐，引起股价的波动，提高市场价值。

在股权方面，当上市公司吸引战略投资者，使得第一大股东的持股比例下降的这种行为，会向市场传递该企业的运营能力潜力大的信息，专业的战略投资者具有专业的投资经验，能对企业的风险与收益作出相对准确的预估，说明该企业被专业的投资机构所看好；或者进行股票回购，用于实施股权激励和员工持股计划，彰显企业对自身实力和未来发展的信心，同时，战略投资者加入和回购股票这些行为，还向市场释放了企业的价值被市场低估的信号，从而吸引更多投资者，促进股价趋于真实反映企业的内在价值，从而提高市场价值。

### 3 青青稞酒资本结构现状

#### 3.1 青青稞酒基本情况概述

##### 3.1.1 青青稞酒简介

青海互助青稞酒股份有限公司成立于 1952 年,前身系青海省国营互助酒厂,后经改组成为青海互助青稞酒有限公司,又更名为青海互助青稞酒股份有限公司,于 2011 年 12 月 22 日在深圳证券交易所上市,股票简称:青青稞酒,股票代码:002646,(以下简称“青青稞酒”)。主营青稞酒和葡萄酒,从事以青稞为原料的酒类、葡萄酒的研发、生产和销售,属于《上市公司的行业分类指引》(2012 年修订)的“酒、饮料和精制茶制造业”(C15)。其中,青稞酒产品方面,公司主营天佑德、互助、八大作坊、世义德、永庆和系列青稞酒,精选高原海拔 3000 米有机青稞为原料,采用 600 多年历史传承的“清蒸清烧四次清”酿造工艺,获得原料及成品酒双有机认证;葡萄酒产品方面,公司在美国加州纳帕谷拥有自有的葡萄酒酒庄,在美国本土及国内运作葡萄酒业务。旗下拥有多家全资子公司和控股子公司,员工 2200 余人,是全国最大的青稞酒生产企业。

##### 3.1.2 商业发展模式

青青稞酒业务立足于青稞酒系列产品的研发、生产和销售,致力于向消费者提高优质的青稞酒,为公司的发展赢得一定的市场空间和持续不断的发展能力,多次获得业界内的奖项,获得了市场的认可。最近几年来,为应对高品质白酒市场发展的变化,青青稞酒重新整合和布局了白酒的品牌及定位,并且本着精细化运营目标,多维度细分了销售渠道,进军进口葡萄酒市场,通过上线了网络销售,调整销售策略,开发多元的市场需求的新产品。

#### 3.2 首次融资(IPO)情况

##### 3.2.1 IPO 概况简述

青青稞酒位于青海省互助县,这里是少数民族文化和汉文化交汇之地,当



地多种民族聚居，具有鲜明的高原文化特色，并形成了特有的青稞酒文化，为公司的发展奠定了一定的历史文化基础。

2011年前后，从白酒整体的发展走势来看，白酒市场已由之前的价格竞争转向品类特色的综合核心竞争力竞争，核心技术是市场经济条件下企业赖以生存和发展的基础，是企业主要竞争力的重要体现。为了紧抓市场机遇，公司将立足现有技术优势，通过 IPO 筹集资金，继续加大研发投入力度，开展工艺改进、新产品开发等应用性研究，解决资金困境，努力将现有研究成果转化为企业经济。

### 3.2.2 资金需求

为满足市场需求，公司需要进行产品结构的优化和产品影响力的扩展，而公司原有产能、生产线和技术等已经不能满足公司稳定增长的需求，公司亟需通过技术技能改造，满足产品的产能生产能力；同时，由于公司的销售网络主要集中在西北经济欠发达地区，尤其是本省市场，其他地区的销售网络扩展力较弱，此外，公司当前的物流运转力也不能满足销售渠道扩展的需求，公司需继续扩大营销、物流渠道建设布局，增大市场开拓，进一步提高品牌的知晓度和认可度，实现快速发展。因此，募集资金的用途具体见下表：

表 3.1 青青稞酒募集资金需求情况一览表 单位：万元

序号	项目	项目总投资
1	优质原酒酿造的技术改造项目	14486
2	优质青稞酒的技术改造项目	23354
3	酒类研发与检测中心项目	4403
4	酒类营销、物流网络项目建设	6987
5	合计	49230

数据来源：青青稞酒 IPO 招股说明书。

由上表可知，资金需求为 49230 万元，主要用于部分生产线的技术改造和研发检测中心、销售网络的建设。

### 3.2.3 融资方式

公司于 2011 年 12 月 22 日通过发行股票的方式，在深证证券交易所首次公开募集资金，股票简称：青青稞酒，股票代码：002646；发行股票类型：人民币普通股（A 股），发行股数：6000.00 万股，占发行后总股本的 13.33%，每股面值：人民币 1.00 元，发行价格：16.00 元/每股，共筹集资金 96000.00 万元。

### 3.2.4 募集资金使用情况

2011 年 IPO 共募集资金 96000 万元，其中承诺项目资金需求：49230 万元，发行费用：5605 万元，超募集资金：41165 万元，募集资金设置了专业账户。截止 2017 年 12 月 31 日，IPO 资金的使用情况，具体见表：

表 3.2 青青稞酒 IPO 资金使用情况一览表

承诺投资项目资金使用情况				
序号	项目	承诺投资总额（万元）	调整后投资总额	是否达到预期效益
1	优质青稞原酒 酿造技改项目	14486	12803	否
2	优质青稞酒陈化老 熟和包装技改项目	23354	20719	否
3	青稞酒研发及检 测中心技改项目	4403	4155	否
4	青稞酒营销网络与 物流配送建设项目	6987	6974	否
5	合计	49230	44651	
超募集资金使用情况				
序号	项目	承诺投资总额	调整后投资总额	是否达到预期效益
1	年产 1.5 万吨青稞酒 及陈化老熟技改项目	29465	32226	否
2	西藏的天佑德 销售公司设立	6000	6000	/
3	归还银行贷款	5700	5700	/
4	合计	41165	43926	

数据来源：青青稞酒年报。

由上表可知，截止 2017 年 12 月 31 日，青青稞酒利用募集资金建设、改造

的所有项目全部达到预定可使用状态，募集资金共使用 88577 万元，其中承诺投资项目使用资金 44651 万元，超募集资金使用 43926 万元，IPO 资金全部使用完毕，但大部分项目却尚未达到预期效果，企业的实体经营运作状况不佳。

### 3.3 青青稞酒经营活动状况

企业经营活动业绩是企业内在价值的直接体现，也影响着资本结构，对企业的经营状况分析能为分析企业的资本结构奠定良好的基础。

#### 3.3.1 公司总体状况分析

资产和收入情况能反映一个公司的总体情况和规模大小，2015-2019 年青青稞酒的资产和收入情况见下表：

表 3.3 2015-2019 年青青稞酒公司规模情况一览表 单位：万元

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额	272296.02	316268.27	266350.33	293955.65	280703.99
营业收入	136373.50	143720.48	131836.20	134860.75	125372.55
净利润	22692.56	21024.48	-9841.80	10177.76	2156.79

数据来源：青青稞酒各年年报。

通过上表可以看出，青青稞酒的资产规模（总资产）呈稳定态势，2015-2016 年资产规模增长加快，涨幅为 16%；营业收入稍有波动，2015-2016 年上涨 5.39%，2016-2017 年下降 8.27%，2018-2019 年下降 7.04%；净利润整体呈下降趋势，2016-2017 年发生骤降，降幅为 146.81%，根据财报数据显示，是由于 2017 年计提了 1.79 亿元的商誉造成的，2018-2019 年也发生骤降，降幅为 78.81%。

#### 3.3.2 公司经营状况分析

经营状况分析是以财务报表数据为基础，采用一系列专门的分析方法，系统分析和评价企业经营效果的过程。

青青稞酒生产的青稞酒系列产品与山西汾酒系列产品，同属于中国白酒分类的清香型白酒，生产工艺接近，同时，青青稞酒和山西汾酒的发展历程相似，都

是由国营酒厂改制的股份制公司，公司所处的地域都为北方区域，具有可比性，另外，2015年前后，两个公司的股票价格较为接近，山西汾酒股价（19.27元/股）还略低于青青稞酒的股价（22.82元/股），但在后来的发展过程中，山西汾酒的股价却能赶超青青稞酒，涨幅大增，且2019年山西汾酒的资产负债率为52.55%，较为接近资产负债率的理论值50%，说明山西汾酒在企业运营的过程中，有值得青青稞酒学习与借鉴的地方，因此选取山西汾酒作为青青稞酒的标杆企业。本文对青青稞酒2015-2019年的财务报表，从运营能力方面对青青稞酒的经营状况进行纵向分析，然后选取标杆企业山西汾酒和行业均值，做横向对比，以达到评价企业过去经营效果的目的，然后以标杆企业山西汾酒，找出青青稞酒资本结构存在的问题。

### （1）偿债能力

偿债能力是指偿还短、长期债务的能力，是反映企业经营效果的重要标志，也是利益相关者的重点关注对象。本论题选择流动比率、速动比率和资产负债率来衡量。一般来说，流动比率和速动比率越高，资产负债率越低，偿债能力越强，资产负债率越低，偿债能力越强。具体指标见下表

表 3.4 青青稞酒、山西汾酒和行业短期偿债能力指标一览表

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
青青稞酒	3.82	2.44	3.67	2.85	3.25
流动比率					
山西汾酒	1.93	1.86	1.74	1.70	1.51
行业均值	2.60	2.34	2.39	2.32	2.46
青青稞酒	2.00	1.47	1.71	1.39	1.08
速动比率					
山西汾酒	1.06	1.12	1.10	1.10	0.88
行业均值	1.53	1.44	1.49	1.45	1.54

数据来源：白酒企业年报数据及手工整体计算。

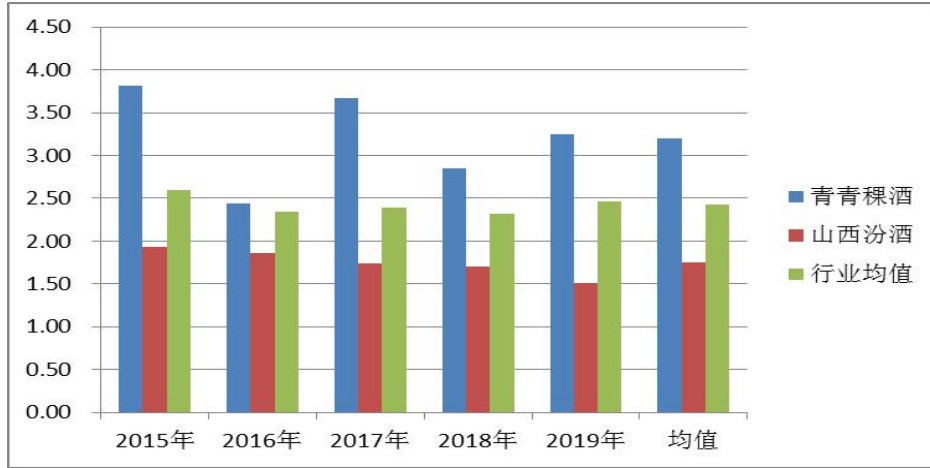


图 3.1 青青稞酒、山西汾酒和行业流动比率对比图

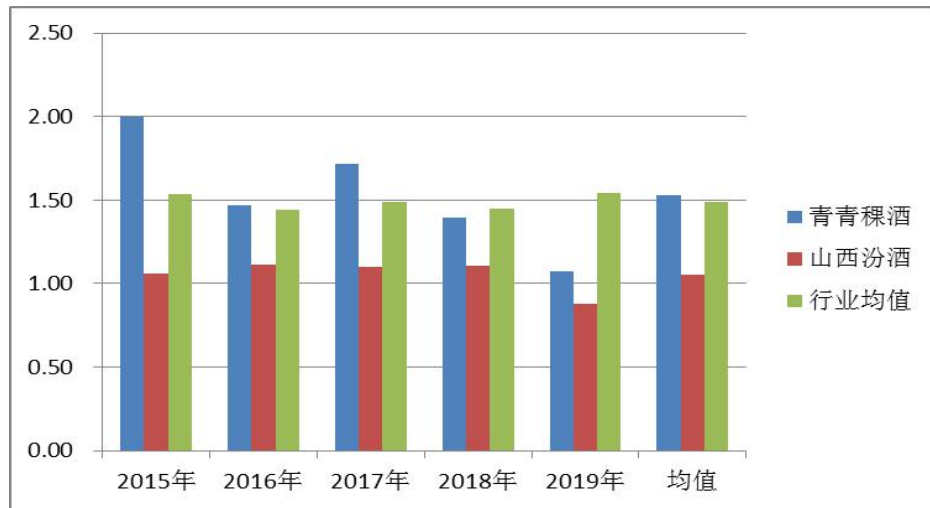


图 3.2 青青稞酒、山西汾酒和行业速动比率对比图

表 3.5 青青稞酒、山西汾酒和行业长期偿债能力指标一览表

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
资产负债率	青青稞酒	14.16%	22.08%	13.73%	19.14%	15.88%
	山西汾酒	32.97%	34.78%	40.28%	45.21%	52.55%
	行业均值	32.82%	35.27%	37.36%	40.82%	36.08%

数据来源：白酒企业年报数据及手工整体计算。

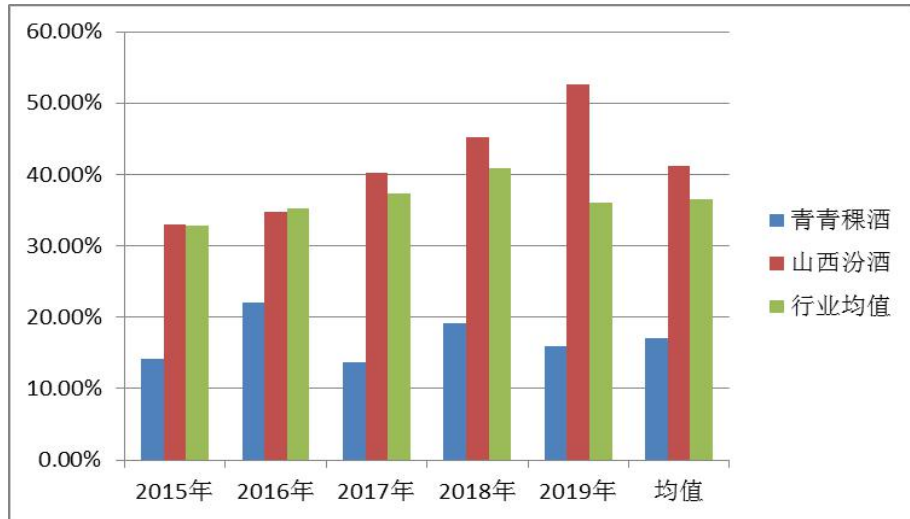


图 3.3 青青稞酒、山西汾酒和行业资产负债率对比图

从表、图中可以看出，青青稞酒的流动比率远高于山西汾酒和行业均值，速动比率略高于山西汾酒，远高于行业均值，短期偿债能力强；资产负债率远低于标杆企业和白酒行业的值，其长期偿债能力比标杆企业强。但是也从另一方面说明，青青稞酒的负债量远远低于行业水平，未发挥债务资本的财务杠杆作用和税盾效应。

### (2) 盈利能力

盈利能力是指企业赚取利润的能力，主要指标有：销售净利率、总资产净利润率和净资产收益率等。本论题选择净资产收益率和销售毛利率指标来评价。具体指标值和对比情况见下表、图：

表 3.6 青青稞酒、山西汾酒和行业盈利能力指标一览表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
净资产收益率	青青稞酒	9.95%	8.76%	-4.13%	4.35%	0.91%
	山西汾酒	12.85%	13.75%	19.74%	25.86%	28.56%
	行业均值	12.34%	9.37%	21.36%	20.31%	24.05%
销售毛利率	青青稞酒	63.36%	64.16%	65.67%	66.60%	64.42%
	山西汾酒	67.37%	68.68%	69.84%	66.21%	71.92%
	行业均值	62.96%	62.90%	65.52%	66.10%	68.55%

数据来源：白酒企业年报数据及手工整体计算。

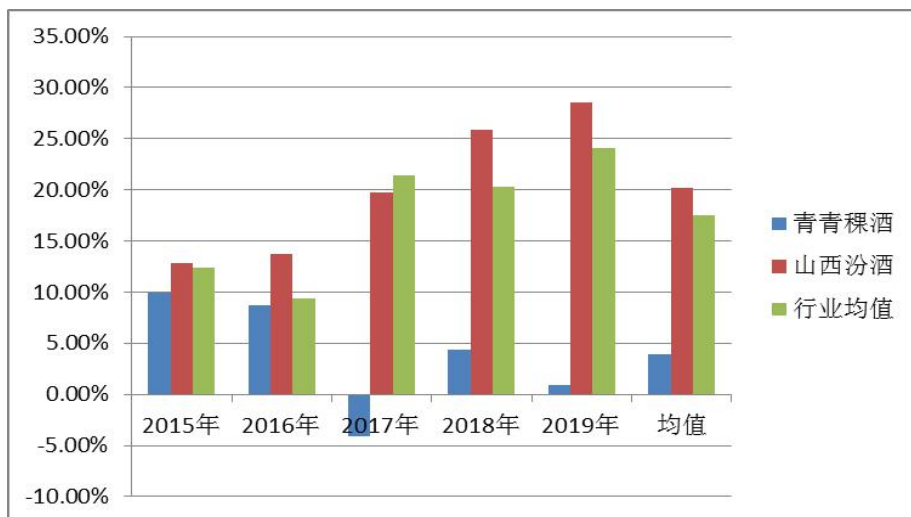


图 3.4 青青稞酒、山西汾酒和行业净资产收益率对比图

从上表、图中可以看出，青青稞酒的销售毛利率水平与标杆企业和行业均值基本一致，都在 60%以上，说明白酒行业的利润空间大；青青稞酒的净资产收益率远远低于山西汾酒和行业均值，甚至在个别年份出现负债，说明青青稞酒的盈利能力整体较弱。

### (3) 营运能力

企业的营运能力代表着企业利用生产经营资金的效率，本论题选用总资产周转率和存货周转率，总资产周转率越高，说明企业运用资产赚取收入的能力越强，资产投资的效益越好；存货周转率越高，企业存货占用水平越低，流动性越强，运营能力也越强。具体指标值和对比情况见下表、图：

表 3.7 青青稞酒、山西汾酒和行业运营能力指标一览表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
总资产 周转率	青青稞酒	0.52	0.49	0.45	0.48	0.44
	山西汾酒	0.66	0.62	0.74	0.88	0.84
	行业均值	0.54	0.53	0.54	0.57	0.57
存货周 转率	青青稞酒	0.83	0.78	0.68	0.62	0.52
	山西汾酒	0.71	0.72	0.86	1.13	0.78
	行业均值	0.71	0.76	0.72	0.71	0.69

数据来源：白酒企业年报数据及手工整体计算。

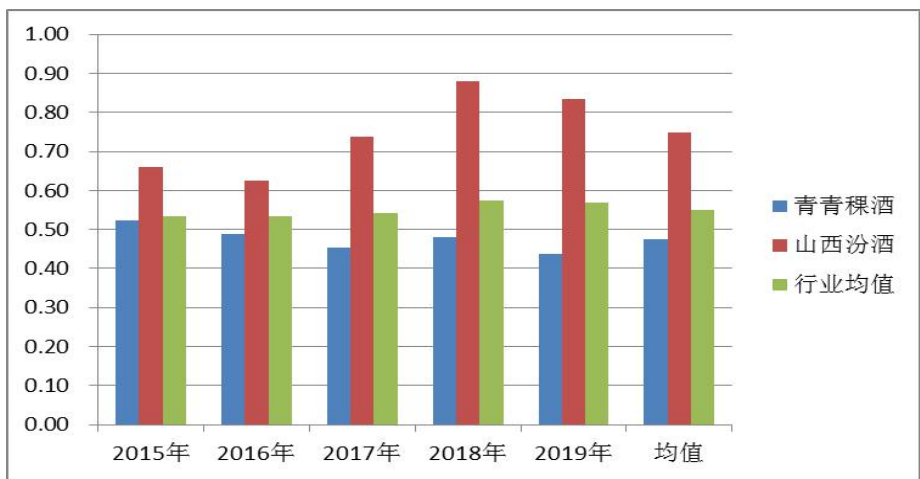


图 3.5 青青稞酒、山西汾酒和行业总资产周转率对比图

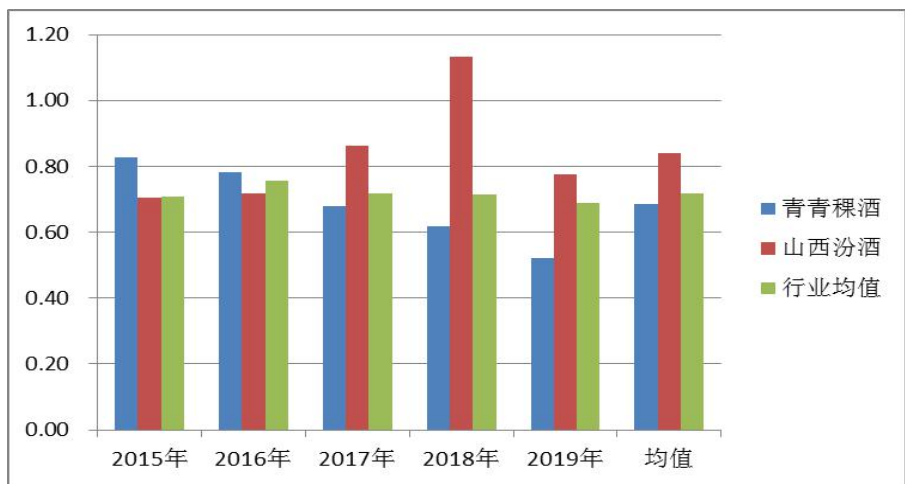


图 3.6 青青稞酒、山西汾酒和行业存货周转率对比图

从表、图中可以看出，整体上，青青稞酒的运营能力和行业相差不是很大，但相比标杆企业，运营能力相对弱。

#### (4) 成长能力

成长能力是对企业发展趋势和潜能能力的分析，本论题选择营业收入增长率和净利润增长率来衡量。具体指标值和对比情况见下表、图：

表 3.8 青青稞酒、山西汾酒和行业成长能力指标一览表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
营业收入同比增长率	青青稞酒	0.63%	5.39%	-8.27%	2.29%	-7.04%
	山西汾酒	5.43%	6.69%	37.06%	55.39%	26.63%
	行业均值	19.54%	14.17%	14.11%	19.60%	28.03%



项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
净利润 增长率	青青稞酒	/	-7.35%	-146.81%	203.41%	-78.81%
	山西汾酒	/	18.41%	56.52%	55.34%	31.65%
	行业均值	/	13.96%	24.24%	81.43%	10.82%

数据来源：白酒企业年报数据及手工整体计算。

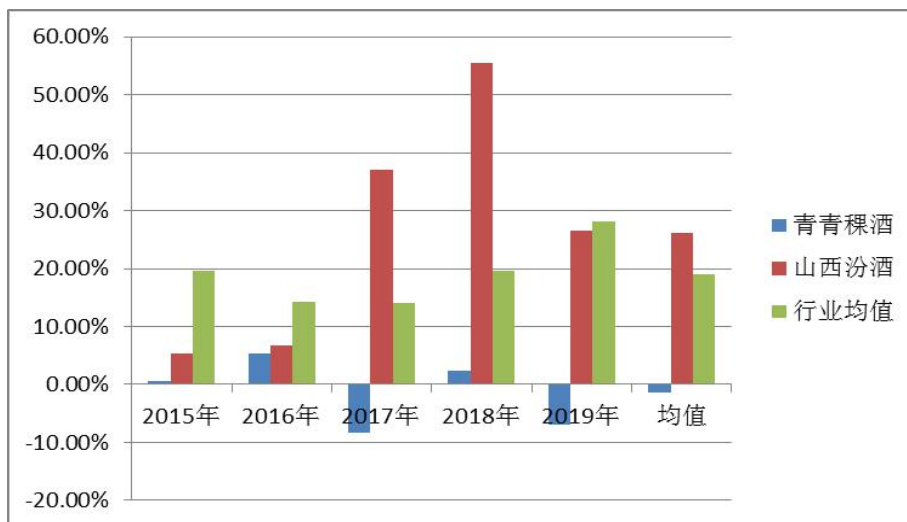


图 3.7 青青稞酒、标杆企业和行业营业收入增长率对比图

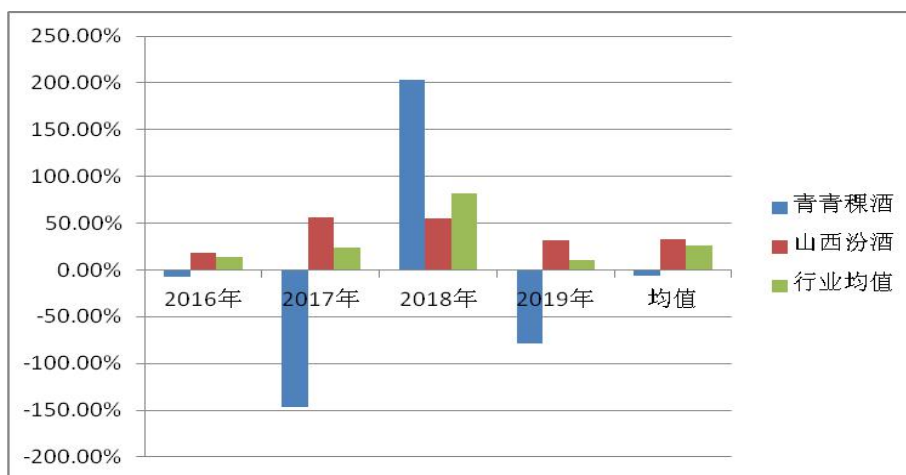


图 3.8 青青稞酒、标杆企业和行业净利率增长率对比图

从表、图中可以看出，2015-2019 年青青稞酒的营业收入同比增长率远远低于山西汾酒的值和行业均值，2018 年差值较大；净利润增长率波动较大，2017 年降幅最大，是由于企业于 2017 年全额计提了收购电子商务平台时形成的商誉

减值造成的，但总体来说，青青稞酒的成长能力较弱，有待进一步提升。

### (5) 现金流量能力

现金流量是现金及等价物的流量，可以分为现金流入量、现金流出量和现金净流量。本论题选用营业收入现金含量（经营现金流量净额/营业收入）指标衡量企业的现金流量能力，一般来说，该指标值越高，现金流能力越强。具体指标值和对比情况见下表、图：

表 3.9 青青稞酒、山西汾酒和行业现金流量能力指标一览表

项目		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
经营现金流量 净额/营业收入	青青稞酒	0.13	0.23	0.02	0.08	-0.09
	山西汾酒	0.10	0.13	0.15	0.10	0.26
	行业均值	0.14	0.29	0.17	0.19	0.20

数据来源：白酒企业年报数据及手工整体计算。

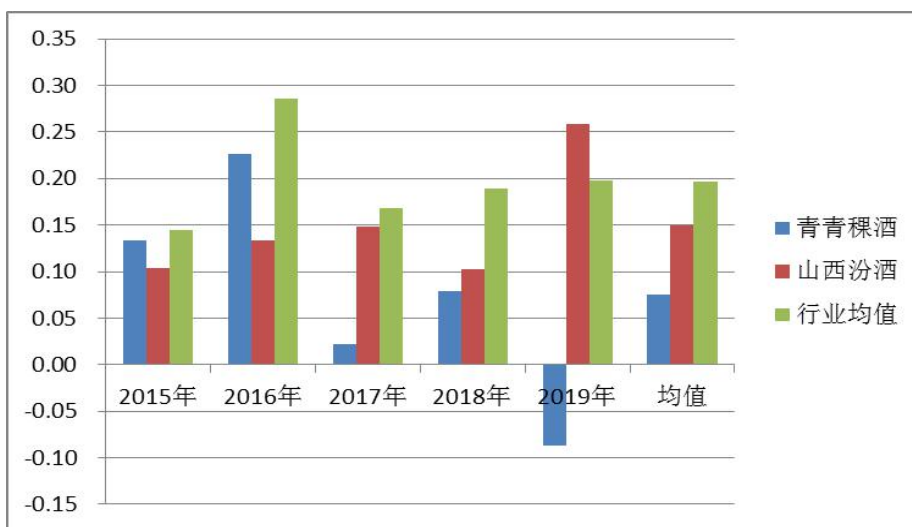


图 3.9 营业收入现金含量指标对比图

从上表、图中可以看出，青青稞酒的经营现金流量净额/营业收入，该指标的值远远小于山西汾酒和行业均值，说明青青稞酒的现金流能力欠佳。

现金流按照来源分为经营活动、筹资活动和投资活动产生的现金流，我们分别从这三个方面评价其现金流情况，具体数值见下表：

表 3.10 青青稞酒三大活动产生的现金流情况 单位：万元

名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入小计	163529.78	175905.64	155023.22	163259.66	146643.82
经营活动现金流量净额	18132.42	32568.99	2822.22	10601.07	-10842.27
投资活动现金流入小计	101507.92	117163.8	123769.5	76807.4	28000.31
投资活动现金流出小计	133185.9	164447.06	106000.92	79278.38	21869.51
投资活动现金流量净额	-31677.97	-47283.27	17768.58	-2470.98	6130.8
筹资活动现金流入小计	63000.00	18091.48	778.52	10750.00	10152.00
筹资活动现金流出小计	82761.86	8366.74	25812.13	3549.96	15729.87
筹资活动现金流量净额	-19761.86	9724.73	-25033.61	7200.04	-5577.87
现金及现金等价物净增加额	-33282.89	-4874.65	-4506.78	15452.39	-10254.98

资料来源：青青稞酒各年度报告。

从表可以看出，经营活动方面：案例公司的经营活动产生的现金净流量整体波动较大，2017-2019 年下滑明显，且 2019 年为负值，说明企业的经营活动出现问题，经营效果不佳。投资活动方面：2012-2019 年来，青青稞酒先后成立了多家销售公司，收购 KNC（美国葡萄酒庄）进军进口葡萄酒市场，同时收购了中酒网，开启了线上+线下的销售模式，投资活动产生的现金整体呈下降趋势，自 2018-2019 年降幅最大，达到 174%，投资活动产生的净流量只有 2017 年、2019 年为正值，其他年份均为负值，说明青青稞酒的投资活动没有取得良好的收益，投资有盲目性，投资效果不佳。筹资活动方面：2015 年、2017 年、2019 年筹资活动产生的现金净流量为负值，说明青青稞酒为筹资活动付出的资本成本较大。

### 3.4 青青稞酒资本结构现状

资本结构是影响企业发展的重要条件，也是市值管理的核心内容。要想优化资本结构就必须先了解企业的资本结构的现状。本文选取青青稞酒 2015 年

-2019 年的财务数据，从资本结构总体、负债结构、股权结构、融资结构进行横向与纵向相结合的方法分析资本结构的现状。

### 3.4.1 资本结构总体分析

本论题通过资产负债率、产权比率指标来分析青青稞酒的总体资本结构情况。在前文分析企业的偿债能力时，已经得出其资产负债率整体低于行业平均水平，远远低于行业标杆企业。本节着重结合产权比率指标，来评价总体资本结构情况。产权比率是负债与所有者权益数值的比值，该指标能反映公司运用财务杠杆的能力。根据 MM 理论，企业适当引入债务资本，可以发挥其财务杠杆作用，带来放大效应，还可以产生税盾效应。但负债数额超过一定的比例，也会在一定程度上增加企业破产的风险，产生财务困境成本，从而使得企业价值有所降低。根据资本结构权衡理论，任何一家公司都存在着一个最优的负债量。这个负债量就是公司的目标负债水平。但是由于财务困境成本无法精确测量，因此没有一个公式能准确地计算其最优资本结构。本文参照标杆企业和行业平均水平来进行比较分析。2015-2019 年青青稞酒、标杆公司山西汾酒和行业平均水平的产权比率具体情况见下表、图：

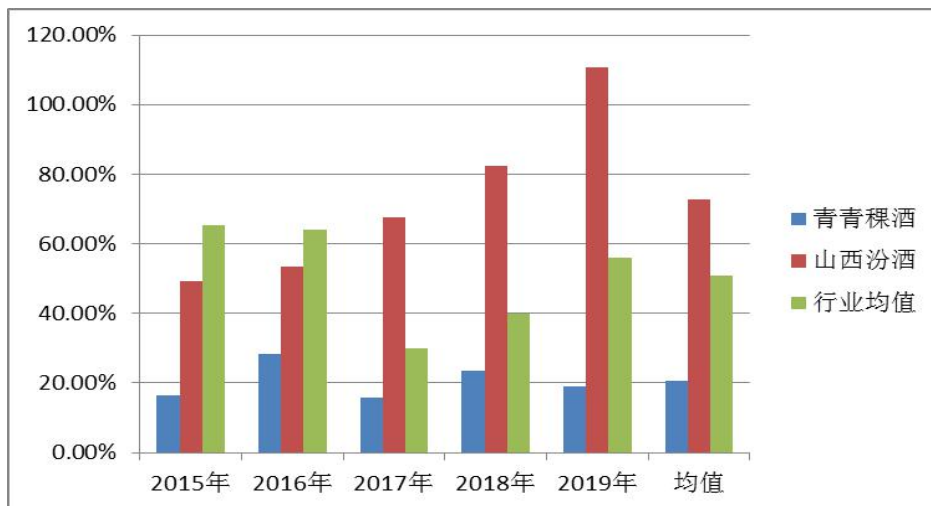


图 3.10 青青稞酒、山西汾酒和行业产权比率对比图

表 3.11 青青稞酒、山西汾酒和行业产权比率一览表

名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
青青稞酒	16.49%	28.33%	15.92%	23.67%	18.88%
产权比率					
山西汾酒	49.19%	53.33%	67.45%	82.50%	110.74%
行业均值	65.24%	63.91%	29.90%	39.80%	55.94%

数据来源：白酒企业年报数据及手工整体计算。

从上表和图可知，青青稞酒的产权比率，期间有所波动，但整体呈稳定态势，在 20%上下浮动，仍远低于山西汾酒的值和行业均值，是因为部分年份亏损，负债额没有变动，导致产权比率下降，同时，产权比率小于 1，更好的保障了债权人的利益。但是较标杆企业和行业平均情况，青青稞酒利用债务资本的财务杠杆作用和税盾效应的程度较低。

### 3.4.2 负债结构分析

#### (1) 负债流动性结构分析

负债按照偿还期限是否大于一年，分为流动负债和非流动负债，本论题从流动负债占比和非流动负债占比，来分析负债流动性结构，具体情况见下表：

表 3.12 青青稞酒、山西汾酒和行业负债流动性结构一览表

名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
流动负债占比	青青稞酒	94.21%	97.14%	94.62%	95.78%	95.46%
	山西汾酒	99.91%	99.59%	99.52%	99.29%	99.35%
	行业均值	95.51%	95.68%	95.27%	93.42%	90.57%
非流动负债占比	青青稞酒	5.79%	2.86%	5.38%	4.22%	4.54%
	山西汾酒	0.09%	0.41%	0.48%	0.71%	0.65%
	行业均值	4.49%	4.32%	4.73%	6.58%	9.43%

数据来源：白酒企业年报数据及手工整体计算。

由上表可以看出，案例公司的流动负债占比，大体与行业均值接近，低于汾酒的值，但是整体值均在 90%以上，相反，非流动负债占比高于标杆企业的值，这说明，白酒行业的流动负债占比较高，大部分企业利用流动负债满足经营活动，但是一般来说，流动负债的还款期限相对较短，在财务方面有一定风险。

## (2) 负债类型结构分析

青青稞酒的负债按类型分为短期借款、应付款项、预收款项、长期递延收益及其他，且基本为经营负债，具体构成见下表：

表 3.13 青青稞酒 2015-2019 年负债类型结构一览表 单位：万元

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
短期借款	0	18000	0	10000	10013.29
应付款项	21721.81	30375.96	20304.92	21424.25	12491.99
预收款项	2766.84	6296.47	1481.15	4327.22	3634.53
其他	11835.74	13155.47	12826.82	18138.28	16421.28
流动负债合计	36324.39	67827.9	34612.89	53889.75	42561.09
长期递延收益	2230.85	1999.49	1968.03	2375.89	2024.31
非流动负债合计	2230.85	1999.49	1968.03	2375.89	2024.31
负债合计	38555.24	69827.38	36580.92	56265.64	44585.4

数据来源：青青稞酒年报数据。

通过上表可知，2015-2019 年公司银行贷款少，个别年份的短期借款是为全资子公司提供综合授信担保形成的。2015 年末，案例公司的应付款项和预收账款之和占比为 63.53%，酒类企业的预收账款主要是经销商的预付货款，可有效转化为收入，较高的无息经营负债，在一定程度上可以有效降低企业的资金成本，但过高的经营负债占比，将使公司面临着一定的偿债风险，长期管控中应得到足够的重视。青青稞酒的负债结构有优化潜力，能改变目前债务类型单一和债务融资渠道单一的现状。

### 3.4.3 股权结构分析

我们采用第一大股东的持股比例作为股权集中度，来反映股权结构，该指标值越大，说明股权结构越不合理。第一大股东的具体持股比例值见下表：

表 3.14 青青稞酒 2015-2019 年前十大股东持股比例一览表

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
第一大股东	青青稞酒	65.03	65.03	65.03	65.52	61.41
东持股比	山西汾酒	69.97	69.97	69.97	58.52	58.14
例(%)	行业均值	42.50	42.92	42.82	41.68	40.46

数据来源：白酒企业年报数据及手工整体计算。

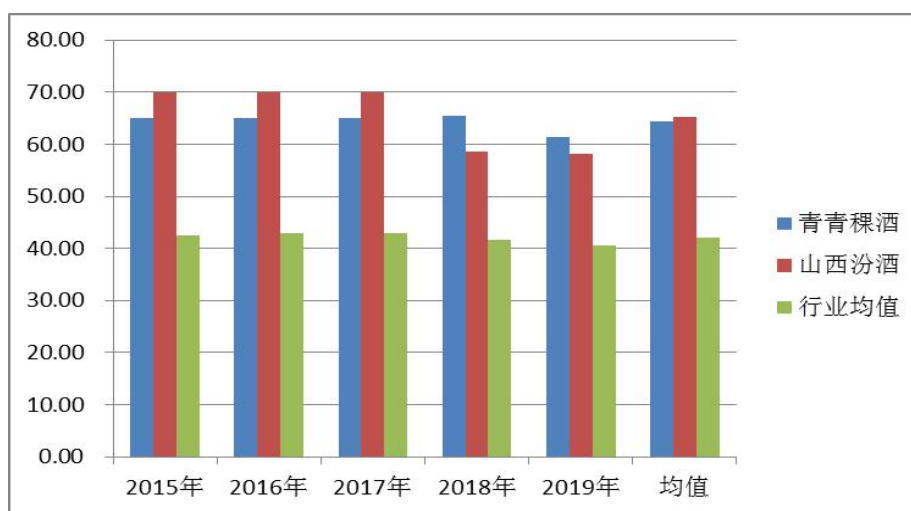


图 3.11 股权集中度对比图

从上表、图中可以发现，青青稞酒股权集中均在 61.41%以上，股权较为集中，且数值与山西汾酒的接近，却远高于行业均值，说明青青稞酒的股权结构存在不合理的现象。参考国外经验，laessens (1997) 通过研究认为，股权结构的集中程度与企业价值高度相关。根据资本结构的相关理论可知，第一持股股东比例较高，也就是制衡权高度集中，容易产生股权制衡度低的现象，公司的实际控制人通过行使其控制权，能在公司的活动方面施予重大影响，对企业价值有一定程度的影响。

### 3.4.4 融资结构分析

资金是企业运营的前提条件，不同的资金来源会构成不同的资本结构，进而影响企业的价值。青青稞酒的融资结构见下表：

表 3.15 青青稞酒、山西汾酒和行业内外源融资结构比例一览表

名称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
内源融资占比	青青稞酒	38.04%	36.93%	37.47%	36.53%	37.65%
	山西汾酒	49.70%	49.46%	46.39%	43.52%	40.67%
	行业均值	34.98%	31.43%	26.27%	24.19%	33.08%
外源融资占比	青青稞酒	61.96%	63.07%	62.53%	63.47%	62.35%
	山西汾酒	50.30%	50.54%	53.61%	56.48%	59.33%
	行业均值	65.02%	68.57%	73.73%	75.81%	66.92%
债务融资占比	青青稞酒	14.16%	22.08%	13.73%	19.14%	15.88%
	山西汾酒	32.97%	34.78%	40.28%	45.21%	52.55%
	行业均值	32.82%	35.27%	37.36%	40.82%	36.08%
权益融资占比	青青稞酒	85.84%	77.92%	86.27%	80.86%	84.12%
	山西汾酒	67.03%	65.22%	59.72%	54.79%	47.45%
	行业均值	67.18%	64.73%	62.64%	59.18%	63.92%

数据来源：白酒企业年报数据及手工整体计算。

从上表可以看出，在资金内外源来源方面，青青稞酒的内源融资占比与行业均值接近，但低于山西汾酒的值，财务风险低；从资金债股来源方面来看，青青稞酒的债务融资占比较小，远低于山西汾酒的值和行业均值，股权融资比例远远高于债券融资，这与优序融资理论的结论存在偏离，说明青青稞酒存在着不合理的融资结构。

### 3.4.5 资本结构质量

从公司价值最大化目标看，当企业处于最优资本结构时，企业价值最大且总资本成本最低，所以本论题用企业的总资本成本来考察企业资本结构质量。资本成本包括为债务资本成本和股权资本成本，本文分别对其进行模型构建和估算。

#### (1) 青青稞酒的资本成本估算模型构建

##### A. 债务资本成本估算模型构建

债务资本成本，是指在相关合同中，双方已经约定好的利率，且忽略时间价值因素影响，我们选择青青稞酒年报上的提供担保的收益率  $K_r$  作为短期借款的税前债务资本成本。



$$K_d = K_r \quad (1)$$

公式（1）中， $K_d$  为税前的债务资本成本， $K_r$  为合同担保的收益率。

### B. 权益资本成本估算模型构建

权益资本成本取决于市场期望，它是权益投资者要求的与其承担的风险相适应的期望报酬率，对于青青稞酒，由于没有债务资本，应较多关注权益资本的资本成本。现代公司理财的观点认为，企业在估算权益资本成本时要站在企业所有者—股东的角度，不仅企业向股东分配的现金股利是有成本的，而且管理层留存部分盈余，也是有成本的，这部分成本其实是股东将剩余收益留存在企业内部而丧失的收益，也就是机会成本。这种观点全面归纳了权益资本成本的组成，是对企业股权资本成本的估算较为完整、准确的观点，刘欣欣（2012）认为所罗门动态增长模型正是基于了这样的基本思想，反映了没有通过财务数据表现而实际存在的权益资本的机会成本，因此本文将采用这观点构建青青稞酒的权益资本成本估算模型，对青青稞酒和山西汾酒的权益资本成本进行估算。

所罗门动态增长模型，具体表示如下：

$$P = D/K_s + P b \epsilon \quad (2)$$

公式（2）中， $P$ —为股价； $K_s$ —为普通股成本； $D$ —为每股股利； $b$ —为企业的留存收益率； $\epsilon = r/K_s$ ， $\epsilon > 1$ ， $r$  是企业的预期报酬率。该公式表明，普通股股价由股利与普通股成本决定的价值和由留存收益率与预期报酬率决定的价值组成。公式转化后，普通股资本成本为

$$K_s = D/P + b r \quad (3)$$

转化后的公式清楚地展现了股权成本与每股股利、股价、留存收益率以及企业预期报酬率之间的关系。从上式可以看出，影响我国企业普通股成本的因素主要有股价、每股现金股利、留存收益率、预期收益率等。

### C. 总资本成本估算模型构建

在考虑所得税的情况下，公司以各种资本在公司全部资本中所占的比重为权重，对各种资本的成本进行加权平均，计算出总成本，其计算公式为

$$WACC = (1-T) K_d * W_d + K_e * W_e \quad (4)$$

公式（4）中， $WACC$ -为资本总成本， $K_d$ —为债务成本， $K_e$ -为股权资本成本， $T$  代表所得税税率， $W_d$ -为债务资本占比， $W_e$ -权益资本占比。

## （2）青青稞酒集团的资本成本估算

### A. 债务资本成本估算

我们选择青青稞酒年报上的提供担保的收益率 5.2% 作为税前的短期借款成本，其他负债的成本为 0，具体见下表：

表 3.16 青青稞酒 2015-2019 年的债务资本成本一览表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
短期借款（万元）	0	18000	0	10000	10013.29
短期借款资本成本	0.00%	5.20%	0.00%	5.20%	5.20%
其他负债（万元）	38555.24	51827.38	36580.92	46265.64	34572.11
其他负债资本成本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：白酒企业年报数据及手工整体计算。

### B. 股权资本成本估算

对于普通股持有者来说，其持有的股票能在资本市场上流通自由，股票股价上升，实质上是由于资本市场对企业的未来发展有良好预期，认为企业能获得较高的收益，此时，普通股投资者通过售出股票，获得价差收益。因此，可以认为市场对企业的良好预期，也将带来较高的企业预期报酬率。

普通股价格  $P$  = 当年年末股票收盘价格，不考虑增发、派股、送股及转增等；

每股发放的现金股利  $D$  = 当年年度每股发放股利；

企业的留存收益率  $b$  = (当年的每股收益 - 每股现金股利) / 每股收益；

企业预期报酬率  $r$  = 下年年度每股收益 (当每股收益出现负数时，采用每股净资产数值)；

根据公式 (3)，计算的权益资本成本计算结果如下：

表 3.17 权益资本成本计算结果一览表

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
权益资	青青稞酒	21.85%	24.44%	22.46%	24.12%	24.31%
本成本	山西汾酒	16.29%	16.52%	17.24%	16.97%	16.51%

数据来源：青青稞酒、山西汾酒年报数据及手工整体计算。

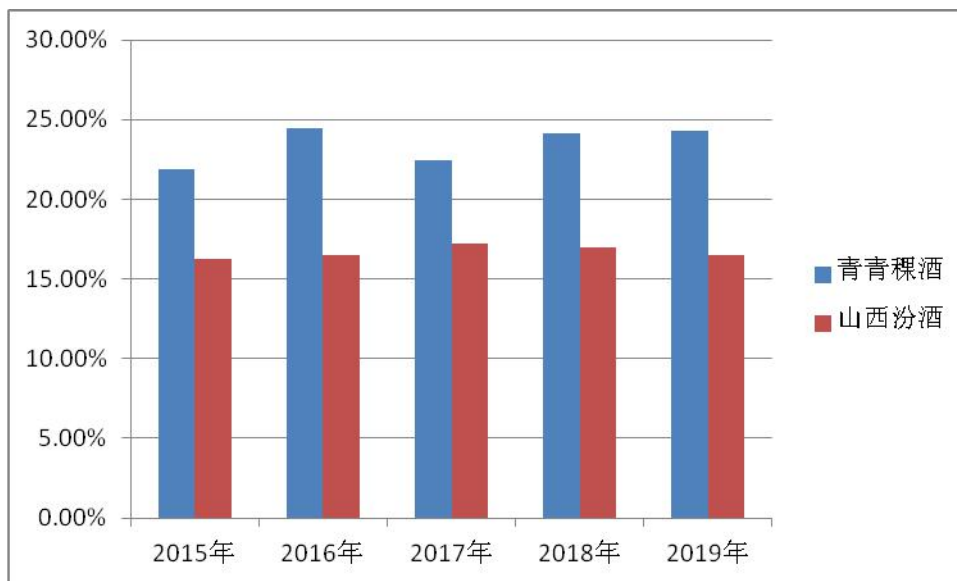


图 3.12 权益资本成本对比图

从上表、图中可以看出，青青稞酒的权益资本成本为 21.85%-24.31%，高于山西汾酒的权益资本成本值。

### C. 总资本成本估算

根据公式(4)，我们以短期借款、其他负债和所有者权益占比分别作为债权和股权的权重，来分别计算青青稞酒和标杆企业的总资本成本，结果如下表：

表 3.18 青青稞酒 2015-2019 年的总资本成本

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
短期借款占比	0.00%	5.69%	0.00%	3.40%	3.57%
债务资本成本	0.00%	5.20%	0.00%	5.20%	5.20%
所得税税率 T	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
所有者权益占比	85.84%	77.92%	86.27%	80.86%	84.12%
权益资本成本	21.85%	24.44%	22.46%	24.12%	24.31%
总资本成本	18.76%	19.27%	19.38%	19.64%	20.59%

数据来源：青青稞酒数据整理计算。

表 3.19 2015-2019 年山西汾酒的资本成本

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
短期借款占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
债务资本成本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所有者权益占比	67.03%	65.22%	59.72%	54.79%	47.45%
权益资本成本	16.29%	16.52%	17.24%	16.97%	16.51%
总资本成本	10.92%	10.77%	10.30%	9.30%	7.83%

数据来源：山西汾酒数据整理计算。

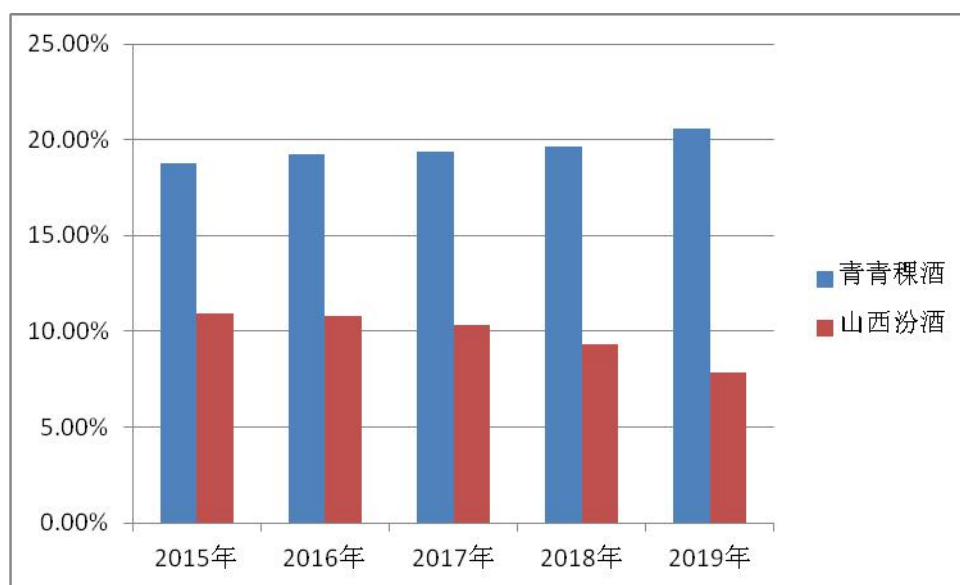


图 3.13 总资本成本对比图

根据上表的计算结果可知，2015-2019年青青稞酒的总资本成本在18.76%-20.59%之间，个别年份高于山西汾酒的总资本成本值，正是由于山西汾酒的低成本债务资金较多，降低了总的资本成本，这与MM理论相一致，即适当引入债务资本，由于税盾效应，能降低资本总成本。

### (3) 资本结构质量分析

资本成本在一定程度上反映了资本结构的质量。根据上文的计算结果可知，2015-2019年，青青稞酒的权益资本成本和资本总成本都高于山西汾酒的值，这与资本市场的预期相一致，说明青青稞酒的资本结构质量不良，会影响市值管理的最终效果。

## 4 青青稞酒资本结构存在问题及对市值管理的影响

第三章对通过对青青稞酒的经营状况、市值管理现状和资本结构现状进行横向和纵向分析后，我们认为青青稞酒的资本结构尚以下存在问题，且本论题认为这些问题是由外部环境和内部环境因素共同造成的。

### 4.1 资本结构存在的问题表现

#### 4.1.1 资产负债率偏低

企业的资产负债率，因为行业因素和自身状况会有所不同，但一般认为资产负债率在 40%-60%的区间内是合理的，依据第三章分析可知，2015-2019 年青青稞酒的资本负债率在 13.73%-22.08% 之间，低于标杆企业的 32.97%-52.55%，也低于行业均值的 32.82%-40.82%，说明青青稞酒的资产负债率过低。

从债务类型看，青青稞酒的债务，主要有流动负债和非流动负债组成，具体构成见下表：

表 4.1 青青稞酒 2015-2019 年负债类型结构一览表 单位：万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
短期借款	0.00	18000.00	0.00	10000.00	10013.29
应付款项	21721.81	30375.96	20304.92	21424.25	12491.99
预收款项	2766.84	6296.47	1481.15	4327.22	3634.53
其他	11835.74	13155.47	12826.82	18138.28	16421.28
流动负债合计	36324.39	67827.9	34612.89	53889.75	42561.09
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期递延收益	2230.85	1999.49	1968.03	2375.89	2024.31
非流动负债合计	2230.85	1999.49	1968.03	2375.89	2024.31
负债合计	38555.24	69827.38	36580.92	56265.64	44585.4

数据来源：青青稞酒各年年报。

通过上表可知，2015-2019年青青稞酒的债务总量较少，类型也较为单一。流动负债方面：短期借款少，个别年份的短期借款是为全资子公司提供综合授信担保形成的，并不是母公司真正意义上的短期借款；2015年末，青青稞酒的应付款项金额和预收账款金额之和占负债总额比高达63.52%，虽然短期经营负债，在一定程度上可以有效降低企业的资金成本，但通过上文分析可知，过高的流动负债占比，将使公司面临着一定债务压力，应得到足够的重视；非流动负债方面：青青稞酒的非流动负债只有少量的长期递延收益，这是由于政府补助形成的，也没有真正意义上的非流动负债，说明，青青稞酒的负债结构不合理，债务类型和债务融资渠道较窄。

根据MM理论可知，在存在所得税的情况下，适当的引入债务资本可以降低企业的资本成本，青青稞酒过低的资产负债率虽然增强了偿债能力，但却增大了企业的资本成本，企业必须取得高于资本成本的报酬率，才能实现良性循环，这大大增加了企业的经营压力。另外，青青稞酒的营运资本远远大于债务规模，说明该公司日常经营所需的资金主要依赖长期资本实现，大量的长期资本滞留在公司内部，不仅占用了资本成本，还丧失了资金的机会收益，不利于公司的长远发展。

#### 4.1.2 流动负债占比偏高

根据生命周期理论，企业在不同成长时段会面临不同的资本需求，这就要求企业要科学安排长短期债务的比例，短期债务融资速度相对快、资本成本低、灵活性高；长期债务稳定性高、灵活性差、资本成本低。从青青稞酒的负债流动性结构和债务类型分析来看，公司历年流动负债占比均高于94%，与标杆公司和行业均值相持平，这是白酒行业的共性。但是根据实际情况，过高的流动负债占比虽然降低了企业的资本成本，却增加了流动负债的临时偿还压力，增大了财务风险，进而不可避免的阻碍公司的长远。

#### 4.1.3 股权集中度高

本论题分析归纳了2015-2019年青青稞酒的股东持股比例，发现股权集中度均在61.41%以上，高于行业均值，实际控制人处于绝对控股地位，容易产生

股权制衡度低的现象，进而在一定程度上影响公司的经营、投资和融资决策。根据控制权理论，股权适度集中，在一定程度上，能提高的企业运转效率和决策效率，以及经营理念的落实，但青青稞酒的股权过度集中时，持股比例低的投资者，无法在相关决策方面制衡第一大股东，对股东之间的相互制衡产生不利影响，还会影响企业治理，同时增大代理成本，给企业的经营造成负面影响。另外，当青青稞酒第一大股东利用其绝对控制权，对公司的经营、投资、筹资等活动进行控制不当时，可能损害利益相关者的利益，使公司的控制权损失远远大于控制权收益，不利于公司进行市值管理和资本结构优化。

#### 4.1.4 经营能力下降

企业的资本结构与企业的经营状况密切相关，上文通过采用横向和纵向的方法，对青青稞酒的经营状况，如偿债能力、盈利能力、运营能力、成长能力、现金流能力等分析后发现，除偿债能力外，企业的经营能力整体经营状况不良，经营能力有所下降，从而影响了企业内在价值的体现和资本结构的合理性，管理层应高度重视。

### 4.2 资本结构问题成因

关于资本结构不合理的成因，有多种因素，本论题从外部和内部两个角度来分析。

#### 4.2.1 外部因素

##### (1) 地域环境限制

青青稞酒位于青藏高原东北部青海省，青海省东西长约 1200 公里，南北宽 800 公里，面积为 72 万平方公里，与甘肃、四川、西藏、新疆接壤，这里海拔高、偏寒冷，人口密度和工业化程度相对较低，交通条件欠发达。近几年来，青海地区的交通条件虽然有所改善，但仍然与东部及中部地区差异较大。从下图 19 家白酒上市企业的地域分布图可以看出，大部分白酒企业位于交通比较发达的东部、中部地区，青海省的交通条件，无疑增大了青青稞酒的交通运输成本，限制了企业的发展，且因为青青稞酒的主要销售市场是青海省内，省内经

济状况和消费水平都是有限的，这些都是青青稞酒经营状况不佳影响因素，反过来在一定程度上影响了资本结构，不利于进行市值管理。

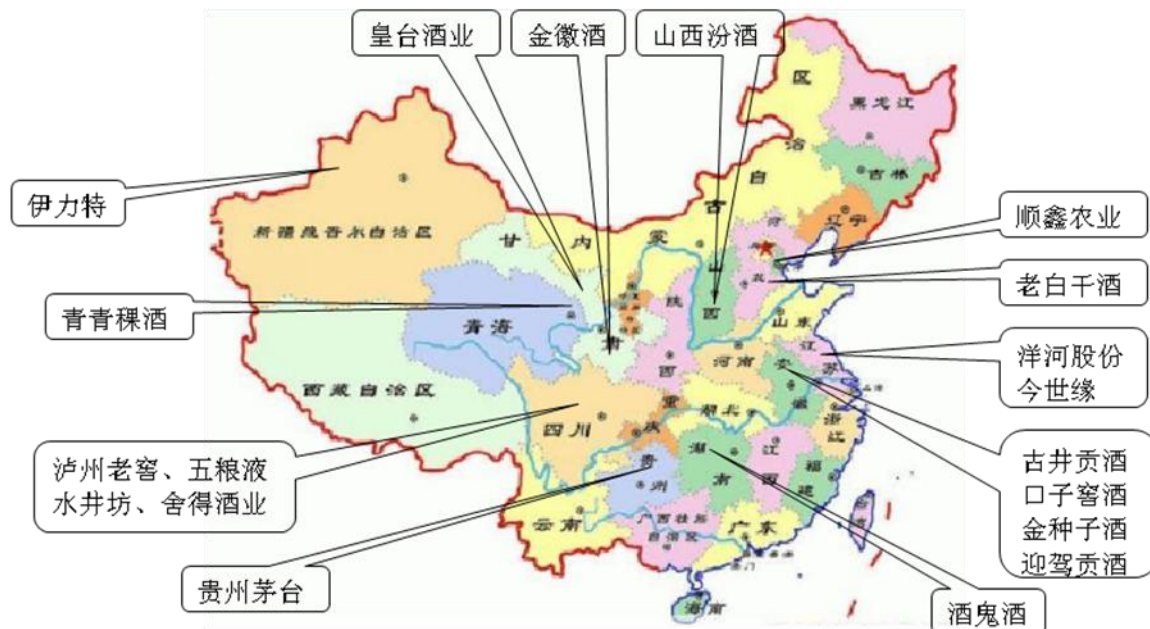


图 4.1 白酒上市企业的地域分布图

(2) 经济环境限制

青海省地处我国的西部地区，经济发展水平与全国平均水平差异较大。截止 2020 年底，全国共有上市公司 4242 家，青海省 11 家，占比仅为 0.3%，较之全国上市公司，青海地区的上市公司，无论数量还是竞争力上仍处于落后地位与弱势水平，这与青海地区与资本市场的对接还不完善不无关系。另外，中美贸易争端是中美经济关系中的重要问题，自 2003 年来，中美贸易争端一直不断，特别是 2017 年以来，国际经济环境发生大变化，与美国拥有商业往来的企业，其经营环境会随国际经济环境的变幻而发生变化。青青稞酒拥有的全资子公司 KNC 的发展也将面临经营环境的不确定性，经营风险进一步加大。

4.2.2 内部因素

(1) 风险管理理念不强

风险管理是企业财务管理和市值管理不可或缺的重要部分，但从实际来看，



青青稞酒并未在企业内部设立风险控制部门，来进行风险管理，例如通过一些可以量化的指标对其资本结构进行分析与决策。风险管理的缺失，导致资本结构管理意识淡薄和投融资分险预警机制缺失，导致企业不能随时因经营市场的变化和资本市场的变动，对资本结构做出科学的调整，让企业得到资本市场的认可，也不能及时识别企业存在的潜在风险，从而影响企业在复杂的资本市场中的市场竞争力，不利于公司在竞争角逐中改善经营业绩和进行市值管理。

## **(2) 投融资活动效益不佳**

投融资活动是企业的重要组成部分，投融资活动的效益，直接影响企业市值管理的效果和企业的生存与发展。通过上文三大活动的现金流量分析可知，投资活动方面：青青稞酒自上市以来，加大的投资力度，大力拓宽销售渠道建设，先后成立了多家销售公司，收购了中酒时代公司，通过中酒网电子商务平台开启了线上+线下的销售模式，同时，进军了进口葡萄酒和威士忌市场，实施了多元化战略，但大部分投资项目并没有取得预期的收益，投资具有盲目性；融资活动方面，大部分时间的融资活动产生的现金净流量为负债，这说明青青稞酒的融资活动也并没有取得预期的收益，反而为融资活动付出了高昂的代价，筹资活动效益不佳，企业无法通过资本收益提高 EVA，进而影响企业内在价值的提升。

## **(3) 市值管理理念不强**

在现代的企业管理中，管理层不仅要做好企业生产经营活动的管理，还要及时做好市值管理，让市场价值充分地体现出企业的内在价值。从以上章节的分析可知，青青稞酒在白酒行业发展势头良好的形势下，股价持续下滑，一度跌破了发行价，市场价值缩水严重，也使得资本结构长期处于不合理的状态，但其管理层却未拿出行之有效的市值管理方法，试图确保企业的内在价值被体现出来，得到资本市场的认可，暴露了管理层市值管理理念不强的弊端。

## **4.3 资本结构对市值管理的影响分析**

由中国上市公司市值管理评价体系图可知，上市公司的价值创造由价值创造能力和价值创造成长两个指标进行衡量，价值实现由总市值和市场增加值两个指标来衡量，价值与市值的相对关联度则是通过上市公司的价值创造与价值

实现在全部上市公司中的排名差异来的。本部分首先用第二章中提及经济增加值模型和上市公司市值管理评价体系,对案例公司青青稞酒 2015 年到 2019 年的经济增加值及其相关指标进行测算,由此反映青青稞酒近五年的市值与企业价值,分析其发展态势,并将 EVA 值应用于市值管理评价体系中。但根据案例公司的实际情况,本文对该体系进行一些修改:由于无法完全获取青青稞酒的价值创造和价值实现的在全部上市公司中的排名情况,因此,去除了价值关联度指标,直接对市值管理评价体系中的相关指标进行测算,通过数值的变化对市值管理表现进行比较。

### 4.3.1 价值创造分析

市值管理的核心在于价值创造,主要是在能够提升内在价值的各个环节采取有效的措施,实现上市公司内在价值的持续增长,推动市值的最大化。

#### (1) 价值创造路径

青青稞酒主要坚持产品品质化路线,专注加强产品建设,同时辅以多元化产品开发,充分发挥主营业务优势,其在内在价值创造上主要体现在主营业务提升方面,目前的主要目标是“围绕一个目标,筑牢两个体系,构建一个平台”。

“一个目标”指的是打造青稞酒高端产品目标,该目标主要是公司持续推进产品瘦身计划,重新梳理五大品牌的不同市场定位和产品结构,对青稞酒产品进行进一步研发,着力打造以天佑德为核心的多品牌协同发展,进一步提高企业的知名度。

“两个体系”包括营销体系和人才体系。营销体系方面,公司以消费者为中心,以核心社会关系培育为抓手,以数字化运营为工具,转变消费者数字化运营,进行全面覆盖市场推广、公关推广、媒介策划、贵宾接待回厂游及新零售业务推广,加大产品宣传及销售力度;人才体系方面,公司致力于打造高素质、职业化的团队,规范人才培育机制,重视技术研发人员的培养,成立了天佑德大学,并与江南大学合作成立“江南大学-天佑德青稞酒国际酿酒生物技术综合研究所”,采取校企合作模式,开展在产学研与科技创新方面的合作,依靠高校人才资源,帮助企业展开科技创新和人才培养,实现校企合作的双赢与可持续发展。同时,公司积极与第 78 批中国博士后科技服务团对接,建立“一对

一”、“一对群”的合作帮扶关系，持续发挥服务团专家和博士后团队的力量，通过技术创新，促进公司健全青稞酒绿色质量标准体系，推动产业振兴，为公司高品质产品的发展提供智力支撑，并不断完善人力资源管理体系，加强员工职业素质提升，实现企业与员工共同成长。

“一个平台”即数字化信息系统平台，公司在现有信息化系统实施的基础上，配合公司的发展战略开始公司的数字化建设，首先是构建公司的数字化中台，整合 ERP 系统、云图渠道管理系统、云码消费者动销系统、OA 费控系统、WMS 物流仓储管理系统、e-HR 系统、专卖店零售及会员系统等各个系统的业务数据，实现数据钻取模型设计和运营分析建模，完成公司运营数据展示部署，然后整合公司各大公众号的粉丝信息、专卖店的会员信息、旅游特通会员信息、团购定制的会员信息到统一会员运营平台，完成公司数字化营销 SCRM 客户关系管理系统架构蓝图方案和业务中台实现方案设计，实现积分中心、会员中心、活动中心、商品中心、订单中心、优惠券中心等各个能力中心的业务中台化，为后续的数字化营销及消费者数字化运营奠定基础。

## (2) 价值创造效果

对于上市公司来说，价值创造可以反映上市公司的企业竞争力和未来成长性，因此上市公司需要从根本上认识到价值创造对于市值管理的重要性，尤其是对企业自身经营发展的重要性。本文从价值创造的绩效入手，通过分析企业价值创造能力和价值创造成长性来评价企业的价值创造水平。

### A. 价值创造能力

对于上市公司来说，价值创造的能力意味着能够带来多少价值，需要花费多少时间来创造这些价值，这些价值能够给企业带来多少盈利，本文将从这三个方面来评估企业的价值创造能力。带来价值的多少即价值创造量，用 EVA 指标衡量；花费多少时间创造价值即价值创造效率，用 EVA 率衡量；企业的盈利能力则通过 ROM、ROE 和 EPS 衡量。

表 4.1 2015-2019 年价值创造能力指标一览表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
EVA	青青稞酒	11106.34	7897.39	-24540.73	-2793.68	-11286.23
	山西汾酒	34253.31	40687.11	74072.04	124789.77	167571.14

项目		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
资本效率 (EVA率)	青青稞酒	5.37%	3.37%	-9.99%	-1.18%	-4.57%
	山西汾酒	9.54%	9.69%	15.88%	21.90%	24.54%
	行业均值	6.94%	3.71%	-2.02%	-5.25%	20.61%
主营业务收 益率 ROM	青青稞酒	21.96%	20.52%	-5.15%	12.25%	4.63%
	山西汾酒	18.70%	21.10%	22.94%	23.20%	23.93%
净资产收 益率 ROE	青青稞酒	9.95%	8.76%	-4.13%	4.35%	0.91%
	山西汾酒	12.85%	13.75%	19.74%	25.86%	28.56%
每股收 益 EPS	青青稞酒	0.50	0.47	-0.22	0.23	0.05
	山西汾酒	0.63	0.74	1.16	1.80	2.36

数据来源：国泰君安数据库。

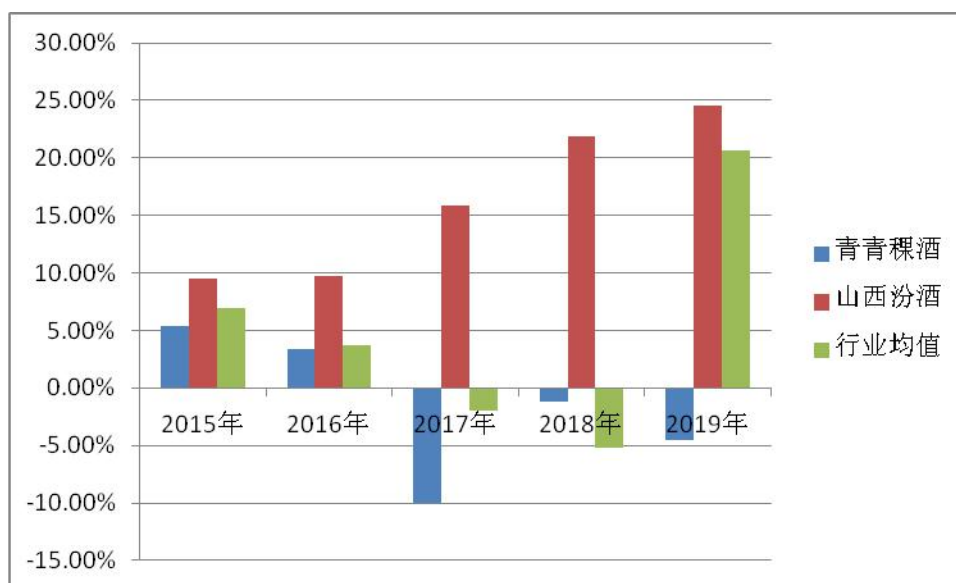


图 4.2 资本效率 (EVA 率) 对比图

从整体来看，与山西汾酒相比，2015-2019年青青稞酒的EVA整体呈下降趋势，2017-2019年连续三年出现了负值，ROM、ROE和EPS整体也成下降趋势，价值创造能力不容乐观，而山西汾酒的EVA、ROM、ROE和EPS一直稳定增长，创造总量远超青青稞酒，说明，在价值创造方面，山西汾酒有值得学习与借鉴的经验；EVA率能够反映了资产投资的质量和资产结构的合理性，有助于指导上市公司优化资产结构和选择投资方向，从上表、图可以看出，青青稞酒的EVA率远低于山西汾酒的EVA率，除了2018年外，EVA率也远低于行业均值，甚至在2017-2019年连续三年出现了负值，这也充分暴露了青青稞酒

资本结构的不合理性，因此本文认为青青稞酒的价值创造能力相对较弱。

### B. 价值创造成长性

评价价值创造成长性的指标有 EVA 增长率、EVA 率增长率、ROM 增长率、ROM 增长率和 EPS 增长率等。具体结果见下表：

表 4.2 2015-2019 年价值创造成长性指标一览表

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
EVA 增长率	青青稞酒	/	-28.89%	-410.74%	-88.62%	-303.99%
	山西汾酒	/	18.78%	82.05%	68.47%	34.28%
EVA 率增长率	青青稞酒	/	-37.24%	-396.44%	-88.19%	-287.29%
	山西汾酒	/	1.57%	63.88%	37.91%	12.05%
ROM 增长率	青青稞酒	/	-6.57%	-125.10%	-337.97%	-62.23%
	山西汾酒	/	12.85%	8.68%	1.16%	3.15%
ROE 增长率	青青稞酒	/	-11.98%	-147.20%	-205.35%	-79.09%
	山西汾酒	/	6.98%	43.54%	31.00%	10.47%
EPS 增长率	青青稞酒	/	-7.35%	-146.81%	-203.41%	-78.81%
	山西汾酒	/	18.41%	56.51%	55.34%	30.79%

数据来源：国泰君安数据库。

从价值创造的成长性指标来看，青青稞酒和山西汾酒没有表现出明显的规律，但青青稞酒的价值创造成长性指标均为负值，且个别年份 ROM、ROE 和 EPS 的下降幅度远超过 EVA 的下降幅度，波动较大，这说明青青稞酒的价值创造成长性较弱，一方面，这可能是青青稞酒在多元化上的运作的分散了本应该分到主营业务上的资源造成，另一方面，说明青青稞酒在市值管理方面明显存在弱势的原因造成。

## 4.3.2 价值实现分析

### (1) 价值实现路径

积极推动分散股权方案。在资本市场上，股票的价格受到资本结构的影响，资本结构的变动传递着企业的内部信息，投资者会根据资本结构的变动做出选择，推动企业股价的波动，因此企业进行资本结构管理的重要性不言而喻。资本结构管理包括调整债务权益比率、优化债务结构和优化股权结构，其中优化

股权结构是资本结构优化中必不可少的部分，青青稞酒已经连续多年进行股权结构优化，陆续多年进行分散股权，第一大股东的持股比例从 2011 年的 65% 降为 2019 年的 61.41%，在一定程度上降低了股权集中度。

加大品牌建设，提升核心竞争力。青青稞酒拥有悠久的酿造历史、独特的酿造原料、天然无污染的酿造环境、传统的酿造工艺及品类品牌优势等五大优势所组成的核心竞争力，以及白酒工匠、国家级白酒评委、国家级品酒师等人才优势，其产品在国际、国内屡获大奖，核心竞争力高，近年来青青稞酒坚守青稞酒信仰，坚持以青稞白酒为核心业务，聚焦“天佑德”核心战略品牌，推进产品“精简化”，逐步将国之德打造为公司主形象产品，提升品牌形象，并积极加大青稞酒新品类酒的研发力度，优化产品结构，提升自身的核心竞争力。同时，青青稞酒持续加大运营渠道开放化和数字化，探索创新营销模式，充分利用互联网数字化工具，实现对终端从业者和核心消费者的数字化管理，加强核心渠道的精耕细作，提升多渠道协同和管控能力，实现渠道管理升级和营销能力突破。

未来，青青稞酒将着力推进瘦身计划，推进青稞酒品质提升，打造高端优质产品，并对在售老产品进行优化，以达到降本增效的目的，同时，公司将全面贯彻“营重于销、市场聚焦、强化激励、深化管理”经营方针，继续深化营销模式，构建数字化运营体系，发力直播和城市合伙人模式，在上海、四川、山西等地积极拓展，加强供应链能力建设，并且通过线上线下融合的新零售模式赋能直营店和合伙人，聚焦直营店运营，提升盈利能力，并探索推进云店全员分销及异业商城合作模式，实现消费者数字化运营，提升企业内部实力。

积极履行社会责任，树立企业形象。作为青海省以酒业为主的上市企业，青青稞酒在发展的过程中一直重视履行社会责任，始终秉承“贡献社会、服务客户、回报股东、造福员工”的发展宗旨，热心参与助学、扶贫、济困、支援灾区、志愿服务等公益活动，赢得了社会的高度评价和广泛赞誉。从 2015 年起，相继发起“天佑德教育基金”、举办“爱心助力”大型公益活动，资助贫困学校、贫困学生和困难群众，开展“天佑德爱心助力·百人百万筑学路”，并向天佑德教育基金、中国拉萨 SOS 儿童村、青海贫困地区及学校捐赠款、捐物，还积极参与精准扶贫专项活动，改善偏远地区贫困村民和的物质文化生活条件，帮助困难群众脱贫致富，树立了青青稞酒良好的企业形象。

## (2) 价值实现效果

价值实现是市值管理中的最后一步，企业的价值需要通过价值实现体现出来。在我国的资本市场上，普遍存在着上市公司的股价被高估或者低估的情况，使得企业的内在价值和市场价值相分离，而价值实现是为了帮助企业的内在价值获得资本市场的认可，因此，本文从总市值和市场增加值两个角度分析青青稞酒的价值实现程度。

### A. 总市值

本文从市值的规模（市值）、市值成长性（市值增长率）、市值效率（托宾 Q 值）三个角度来评价总市值。青青稞酒的总市值情况见下表：

表 4.3 2015-2019 年总市值相关指标一览表

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
市值（亿）	青青稞酒	102.69	86.63	68.49	48.20	48.20
	山西汾酒	168.03	218.17	496.95	305.64	782.18
市值增长率	青青稞酒	/	-15.64%	-20.94%	-29.63%	0.00%
	山西汾酒	/	29.84%	127.78%	-38.50%	155.92%
托宾 Q 值	青青稞酒	3.77	2.74	2.57	1.64	1.72
	山西汾酒	2.51	2.94	5.56	2.58	4.87

数据来源：各年报数据及手工计算。

从市值的规模来看，青青稞酒的市值不断缩小，整体呈缩水趋势，市值规模远小于山西汾酒；从市值成长性上看，青青稞酒的市值增长率逐年下降，山西汾酒的市值增长率除了个别年份，整体呈增长趋势，即青青稞酒的市值成长性远低于山西汾酒，青青稞酒需采取措施，提高市值成长性；市值效率方面，托宾 Q 值反映了市值与资产重置成本（总资产）的比值，体现了单位资产创造市值的成果，从上表可以看出，青青稞酒与山西汾酒的托宾 Q 值都大于 1，且自 2016 年来山西汾酒的托宾 Q 值一直都要高于青青稞酒，因此可以认为山西汾酒单位资本创造的价值比青青稞酒的更多。

### B. 市场增加值

市场增加值代表的是企业累计为股东创造的财富，市场增加值越大，企业为股东创造的财富越多。本文采用市场增加值规模、市场增加值增长率和市场

增加值率三个指标来评价青青稞酒的市场增加值，具体见下表：

表 4.4 2015-2019 年市场增加值相关指标一览表

项 目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
市场增加 值（亿）	青青稞酒	75.46	55.00	41.85	18.80	20.12
	山西汾酒	100.96	144.00	407.55	187.35	621.50
市场增加 值增长率	青青稞酒	/	-27.12%	-23.90%	-55.08%	7.05%
	山西汾酒	/	42.63%	183.01%	-54.03%	231.74%
市场增 加值率	青青稞酒	277.13%	173.90%	157.14%	63.95%	71.69%
	山西汾酒	150.54%	194.15%	455.88%	158.38%	386.80%

数据来源：各年报数据手工计算。

从上表可以看出，青青稞酒的市场增加值整体呈下降趋势，在 2019 年稍有增加，市场增加值率也为正值，而山西汾酒的市场增加值除个别年份外，整体呈增加趋势，且 2019 年市场增加值增长率涨幅达到了 231%，另外，青青稞酒市场增加效率明显低于山西汾酒。

综上，通过价值创造和价值实现两个角度分析可知，青青稞酒的市值管理明显弱于标杆企业山西汾酒，资本结构的不合理影响了市值管理的最终效果，青青稞酒需从价值创造和价值实现两个角度分别采取措施，提高企业价值，反过来影响资本结构，使资本结构处于一个合理的变动区间，达到企业价值最大化的目的。



## 5 市值管理视角下青青稞酒资本结构优化建议

从上述的分析中可以发现，青青稞酒的市值管理存在许多不足之处，间接导致了资本结构的不合理，而其市场价值连续下跌，也给青青稞酒的管理层上了一课，强调了市值管理的重要性。本文在市值管理视角下针对资本结构出现的问题，提出以下优化资本结构的建议：

### 5.1 拓宽融资渠道

根据优序融资理论，企业进行融资的选择顺序为首先是内源融资、然后是债券融资、最后是股权融资，适当的债务规模可以帮助企业降低资本成本。本文的案例企业青青稞酒上市将近十年，只进行过一次外部股权融资，企业在不断扩张时，未发行过债券，长期借款为零，并结合第三章的数据分析，得知青青稞酒近五年的资产负债率处于 13%-22% 的区间，相比行业资产负债率 25%-36%，青青稞酒的资本负债率处于一个比较低的水平上，借款占总资产的比例过低，这表明青青稞酒过度依赖长期资本进行经营。根据 MM 理论，在存在所得税的情况下，适当的引入债务资本，有利于降低企业的资本成本，代理成本理论也认为，债务资本适度的资本结构会增加企业价值，可见，公司债务比例应控制在一定范围内。虽然，低的资产负债率增强了企业的偿债能力，但青青稞酒属于重资产型企业，财务困境成本相对小，企业所得税税率也不低，有必要结合自身发展，并对融资渠道进行拓展，尤其是拓宽债务融资渠道，例如通过一些方式适当地增加债务资本的比例，进行债务利息地摊，还可以延迟低息甚至是无息经营负债的还款期限、向银行进行短期和长期借款、发行票据等方式，加强吸收债务资本的能力，以调整资本结构，使得资本成本减小，这对充分发挥企业财务杠杆的作用和实现公司价值最大化都大有裨益。在优化资本结构时，企业应当特别注意优化负债结构，尤其是长短期债务的比例关系及还款期限，预防突发的财务危机，同时还要防范给企业带来一定的信用风险。

此外，公司拓宽融资渠道，优化资本结构，还相当于一种信号传递工具，向资本市场传递着公司的价值信息，进而起到影响公司价值的作用。

## 5.2 优化负债结构

企业的负债，虽然可以降低企业的资本成本，调整资本结构，使之处于一个合理的范围内，从而实现企业的价值最大化，但是，数额过多的债务，会使资本结构的稳健性降低，偿还压力增大，带来一定程度的财务风险。上文对青青稞酒负债结构分析后发现，企业的资产负债率一直保持在低水平，其偿还债务的能力较强，在债务的结构比例中，流动负债的占比较高，有一定的财务风险。因此，青青稞酒优化债务结构和增大资产负债率值时，应注重增大非流动负债的占比，保持稳定的负债结构，这样既保障了企业日常经营资金的需求，又降低短期偿债的压力和资本成本，用长期负债和权益资本使资本结构更具稳定性和合理性，同时，还要注意控制总负债的数额，以免债务过大，造成企业很大的偿还压力和较高的财务风险。

## 5.3 降低股权集中度

股权适度集中，在一定程度上可以促进企业的快速运转，但股权过于集中，不利于财务杠杆作用的发挥，同时还容易出现“终极股东对小股东的隧道挖掘”公司治理问题，将对公司的发展产生不利影响，危害不可小觑，青青稞酒应该采取一些措施，如吸引战略投资者、回购股票等，充分地使股权集中度有所降低，使股东之间形成制衡平衡。

### 5.3.1 吸引战略投资者

青青稞酒可以吸引全新的合作者，尤其是战略投资者，促进大股东股权的转让，使持股比例有所下降，防止出现大股东侵害小股东权益的现象，同时，战略投资者具有专业的投资经验，能对企业的风险作出预估，使得企业可以提前采取一些措施，来化解或者规避风险。另外，吸引战略投资者，还能释放一些利好的信息，如专业机构看好青青稞酒的发展、公司的股价被市场低估等价值信息，进而带动公司股价的波动。

### 5.3.2 实施股票回购

由信号传递理论可知，不同的资本结构和企业行为，会传递不同的企业信息

价值,企业采取市值管理的手段回购股票,用于用于激励企业员工或实施员工持股计划,一方面,释放了公司价值没有完全通过市场价值体现出来,在一定程度上可以起到提升市场价值的作用,另一方面,根据相关信息显示,近年来公司薪酬体系方面虽然设立了季度奖金、年度奖金、单项奖金,但并未提议设立股权激励计划,也未发放股票股利,将回购的股票用于实施员工的股权激励计划和持股计划,使其薪酬与企业的绩效相关联,可以激发员工的活力和责任意识,汇聚他们的凝聚力和向心力,使他们能够更积极地投身于公司建设与发展,也使得公司治理更加完善,反过来影响经营业绩,优化资本结构。

## 5.4 增强运营能力

资本结构优化是一项系统性的工程,其最终目标是实现企业价值最大化,核心是提高运营能力、创造更多的内部价值,从而得到资本市场的正确反馈,使市场价值能充分反映企业的内在价值。根据上文的分析得知,青青稞酒的运营能力整体较弱,也就是价值创造能力偏弱,管理层必须重视。同时,随着数字经济多次被写入政府报告,数字经济已然成为了经济发展的大趋势,青青稞酒应当借力数字经济,以提高企业市场价值为主要目标,增强运营能力,努力弥补权益资本丧失的机会收益,提升企业的内在价值。建议从以下方面做:

第一,强化经营管理理念。在现代的市场竞争中,企业面临的竞争压力不断增大,对管理层的要求也越来越高,管理层不但要具有处理专业技术问题的能力,还要具有一定的商业嗅觉,敏锐地发现企业经营环境的变化,能从容应对风险与挑战。青青稞酒针对实际情况,应当鼓励管理层参加专业培训,不断强化管理层的管理理念,提高运营能力。

第二,及时调整战略布局。随着互联网经济的不断发展,公司管理层关注到宏观经营环境发生变化时,应及时把握市场经济发展的大趋势,及时调整战略,以应对机遇与挑战。

第三,提高整合能力,拓宽销售渠道。公司虽然于2015年收购了电子商务平台—中酒网,开启了线上+线下的销售模式,但2019年电子商务平台业务的营业收入比重只占到总营业收入的5.28%,比重过低,公司管理层应加大对中酒网的整合力度,充分利用互联网平台,拓宽销售渠道,同时尝试借助新媒体传播形式,提高产品的知名度和认可度,提高销售和盈利能力,达到改善经营

业绩的目的。

第四，提高风险管理能力。我国资本市场发展相对较晚，资本市场的制度还不够完善，各方面的发展还不够健全，容易受到宏观环境的冲击，又加上全球疫情和政治环境的发展态势的不稳定性，提高了我国的宏观经营环境的易变性，企业作为市场经济的主体，需要敏锐的风险嗅觉，及时、有效发现企业存在的潜在风险，并根据外部环境的变化对自身作出调整，以化解和规避风险，因此青青稞酒应当设立专门的风险控制部门，聘用专业人员或者鼓励管理层参加专业培训，增加风险管理的知识，同时在公司内部建立风险预警机制和防范机制，提高企业的风险应对能力，规范化管理资本结构，从而保持经营活动的灵活性，以提高经营能力，增强市值管理效果。

## 6 研究结论与不足

### 6.1 研究结论

资本结构问题一直是实践领域关注的焦点,任何企业在发展的过程中都必然要面临融资方式的选择、资金期限结构搭配和资本结构管理的问题,从而形成不同的资本结构。在实际经营中,资本结构与企业经营绩效联系紧密,也是影响市值管理的要素之一,规范化的资本结构管理,能有效约束企业的治理行为,对于提高市值意义重大。

本文通过对青青稞酒的案例研究,来探究市值管理视角下资本结构的优化问题,最终研究结论为:首先,采用横向与纵向相结合的分析方法,对案例企业的经营状况和资本结构现状进行对比分析后发现,案例公司青青稞酒的资本结构存在资产负债率偏低、流动负债占比偏高、股权集中度偏高、经营能力下降等问题,造成这些问题的原因有外部因素和内部因素,其中外部因素有地域环境的限制、经济环境的限制,内部因素有风险管理理念不强、投资活动效益不佳、市值管理理念不强等;再次,分析了资本结构对市值管理的影响,发现案例公司市值管理的价值创造整体较弱,价值实现效果不佳,即资本结构的不合理影响了市值管理的最终效果;最后,在相关理论的指导下,基于市值管理视角,案例公司可以通过采取拓宽融资渠道、优化负债结构、降低股权集中度、增强运营能力等措施来优化资本结构,向市场传递企业信息,吸引更多的投资者了解企业的经营情况和发展潜力,提升市场与投资者对企业的信心,进而能带动股价的波动,提升企业的市场价值表现,促使管理层适时调整资本结构,使资本结构处于一个合理状态,进一步减小企业的资本成本,实现企业价值最大化的目标,帮助企业实现长远发展。

### 6.2 研究不足

本文在市值管理的视角下,对青青稞酒的资本结构优化问题进行了研究,但由于一些条件限制,本文还存在以下不足:

第一,本论题仅以青青稞酒为案例,针对其资本结构存在的问题进行优化研究,并不具有普遍适用性,且案例公司位于经济欠发达的西北地区,资本结

构优化中建议采取的措施受到一定的地域限制，并不能运用到资本市场上的所有企业；

第二，本论题在应用上市公司市值管理评价体系的指标时，由于无法完全获取青青稞酒的价值创造和价值实现在全部上市公司中的排名情况，去除了价值关联度指标，市值管理评价体系的应用不完整。

## 参考文献

- [1] Babara Lougee, James Wallace. The Corporate Social Responsibility Trend[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2008, 20(1).
- [2] Copeland Koller Tim, Murrin, Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies [J]. The Journal of Finance, 1991, 46(7):35-54.
- [3] De Angelo H, Masulis R W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation[J]. Journal of financial Economi CS, 1980, 8(1):3-29.
- [4] Fama E F and Mac Beth J. Risk return and equilibrium: empirical tests[J]. Journal of Political Economy, 1973, 71:607-654.
- [5] Graham, J. C .Harvey. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field [J]. Journal of Financial Economi CS, 2001, 60 : 187 - 243 .)
- [6] Graham J R, Harvey C R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field[J]. Journal of financial economi CS, 2001, 60(2):187-243.
- [7] Gomes Armando R. Going public without governance: Managerial reputation effects[J]. Journal of Finance, 2000, 55(2):615-646.
- [8] Jensen and Black. Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing [J]. Journal of Business, 1972.
- [9] Kim Byoung Gon. The effect of recapitalization on capital structure decision and corporate value in Korean Firms[J]. Journal of Korea Academia-Industrial cooperation Society, 2017.
- [10] Luzi Hai land Christian Lenz. International Differences in the Cost of Equity Capital : Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter ? [J]. Journal of Accounting Review, 2006, 144 (3) : 485 -531.
- [11] Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal, Capital Structure Decisions [J]. SSRN working paper, 2007.
- [12] Mccumber W R. Ownership Matters: The Capital Structure of Private Firms[J]. Botanical Gazette, 2015, 134(134):236-241.
- [13] Philosophov L V, Philosophov V L. Optimization of corporate capital structure A probabilistic Bayesian approach[J]. International Review of Financial Analysis, 1999, 8(99):199-214.
- [14] Roll R and Ross S. An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory

- [J].Journal of Finance,1988.
- [15] Titman and Wessels. The determinants of capita structure choice [J]. Journal of Finance, 1988,(43):1-19.
- [16]Tomasz Stec,Peggy Zwolinski.Using Values Management for Shifting Companies to Circular Economy[J].Procedia CIRP,2018,69.
- [17] Ross, S. The Determination of Financial Structure:The Incentive Signaling Approach[J].Bell Journal of Economi CS,1977,(8):156-187.
- [18] Shah K. The nature of information conveyed by pure capital structure changes[J]. Journal of Financial Economics,1994(36):89-126.
- [19] 白雪. 青青稞酒公司纳税筹划研究[J]. 农村经济与科技, 2019(12).
- [20] 操君,巫昊天. 股权结构对资本结构决策的影响—基于我国民营上市公司的实证检验[J]. 财会通讯,2014(3):43~47.
- [21] 曹红英,阳玉香.套利定价模型在我国证券市场的适用性[J]. 统计与决策,2005(5): 117-119.
- [22] 陈龙. SG 公司资本结构优化研究[D]. 西安理工大学,2017.
- [23] 陈立斌. 基于市值管理的投资者关系建设[J]. 吉林工商学院学报, 2015, 31(005):42-45.
- [24] 陈雁龙. 上市公司资本结构影响市值管理的实证研究[D]. 西北师范大学,2017.
- [25] 陈怡颖. 基于财务战略矩阵的青青稞酒财务战略优化研究[D]. 兰州财经大学,2019.
- [26] 陈柳钦. 西方后资本结构理论综述[J]. 天津商业大学学报, 2010(01):3-9.
- [27] 陈佳琦. GL 旅游公司资本结构优化研究[D]. 沈阳大学,2018.
- [28] 陈东清. EVA 在评估上市公司价值中的应用[D]. 厦门大学, 2014.
- [29] 陈亚蕊. 万科市值管理的优化研究[D]. 兰州财经大学,2018.
- [30] 邓长荣,马永开. 三因素模型在中国证券市场的实证研究[J]. 管理学报, 2005, 2(5):591.
- [31] 董州. 上市公司股权再融资方式的选择决策研究[D]. 复旦大学, 2014.
- [32] 杜野. 贵州茅台股份公司资本结构优化研究[D]. 吉林大学,2016.
- [33] 冯根福,吴林江,刘世彦. 我国上市公司资本结构形成的影响因素分析[J]. 经济学家, 2000 .



- [34] 郭文尧. 房地产上市公司资本结构与绩效关系的实证研究[D]. 吉林财经大学, 2010.
- [35] 韩松岭. 中国上市公司股权资本成本的估算研究[D]. 西安工程大学, 2015.
- [36] 何煦. 权益资本成本估计模型的最优选择[D]. 西南财经大学, 2008.
- [37] 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, 2000.
- [38] 胡文博. 上市公司资本结构动态调整的区域差异及优化策略研究[D]. 华东理工大学, 2012.
- [39] 胡洁. 山西汾酒资本结构优化研究[D]. 河北大学, 2020.
- [40] 黄璐. 我国 A 股房地产上市公司市值管理效果的实证研究[D]. 浙江财经大学, 2016.
- [41] 黄少安, 张岗. 2001. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究, 2001, 11.
- [42] 霍晓萍, 任艺. 企业股权资本成本的估算与分析: 2000~2016[J]. 财会通讯, 2019.
- [43] 贾小玫, 段雯瑾, 夏冷. 权衡理论和优序融资理论模型与实证[J]. 统计与决策, 2017, 3(11): 173-176.
- [44] 贾晓君. T 环保公司资本结构优化研究[D]. 湖南大学, 2018.
- [45] 姜付秀, 黄继承. CEO 财务经历与资本结构决策[J]. 会计研究, 2013, 000(005): 27-34.
- [46] 金琼. 股权结构、董事会特征与市值管理的实证研究[D]. 安徽财经大学, 2015.
- [47] 李媛. 泰禾集团资本结构优化研究[D]. 西安石油大学, 2019.
- [48] 李三杰. 上市商业银行资本结构与经营绩效的关系研究—基于我国股份制商业银行数据的实证研究[J]. 金融经济, 2016(20): 82-84.
- [49] 李曜, 丛菲菲. 产业竞争下的民企资本结构选择[J]. 会计研究, 2015 (4): 47-55. 420(03): 50-52.
- [50] 李婧. 基于哈佛分析框架下山西汾酒财务分析及价值评估[D]. 内蒙古农业大学, 2018.
- [51] 李薰, 刘佳. 公司治理与资本结构[J]. 合作经济与科技, 2005(18): 12-13.
- [52] 连宏日. 中国医药公司资本结构影响因素及动态调整研究[D]. 清华大学,

- 2007.
- [53] 廖士光,杨朝军. 中国上市公司股权融资偏好与融资成本研究[J].上海立信会计学院学报, 2005, 19(3):34-40.
- [54] 廖敏霞. 我国上市公司资本结构优化分析[J]. 企业经济,2010, (5):172-174.
- [55] 刘欣欣. 我国企业融资成本的估算与控制研究[D]. 河北大学,2012.
- [56] 刘放. 中国上市公司资本成本的估算及应用[D]. 财政部财政科学研究所,2010.
- [57] 罗斯. 公司理财[M]. 机械工业出版社,2017.
- [58] 马辉,金浩. 资本结构和公司价值关系的理论综述[J]. 工业技术经济, 2007, 6(12):44-47.
- [59] 麦勇,胡文博,于东升. 上市公司资本结构调整速度的区域差异及其影响因素分析-基于 2000-2009 年沪深 A 股上市公司样本的研究[J]. 金融研究,2011,21(7):201-204.
- [60] 牛瑞花,丁晓莉. 关于中国白酒企业上市融资的对策建议[J]. 新西部旬刊, 2012(7):51-52.
- [61] 裴霞. 上市公司权益资本成本的测度与分析[D]. 中国财政科学研究院, 2017.
- [62] 沈洪波. 市场分割、跨境上市与预期资金成本[J]. 金融研究,2007(2):146-155.
- [63] 沈东亮.融资优序理论与我国上市公司融资偏好[J].商业文化,2010,(11): 147.
- [64] 施光耀,刘国芳,梁彦军. 中国上市公司市值管理评价研究[J]. 管理学报, 2008(1):78-87.
- [65] 施东晖. 上海股票市场风险性实证研究[J]. 经济研究,1996(10):44-48.
- [66] 宋歌. 鸿博股份资本结构分析与优化研究[D]. 北京印刷学院, 2019.
- [67] 宋文萍. 我国中小企业高融资成本的结构成因及对策研究[D]. 华东师范大学,2015.
- [68] 苏冬蔚,曾海舰. 宏观因素与公司资本结构变动[J]. 经济研究,2009,(12):52-53.
- [69] 苏可. 我国上市公司市值管理效果比较研究[D]. 广西大学,2019.
- [70] 孙银行,盖利亚. 基于市值偏离价值的市值管理方案研究[J]. 企业科技与发展, 2020, 468(10):164-166.

- [71] 孙笑. 基于财务决策视角的企业内在价值评价方法研究[D]. 吉林大学,2013.
- [72] 孙谦,石松. 管理者个人偏好对企业资本结构的影响[J]. 商业研究, 2015(10):136-140.
- [73] 童年成. 上市公司资本结构影响因素分析[J]. 商业研究, 2010(10):142-146.
- [74] 童光荣,胡耀亭,肖作平. 行业特征与资本结构研究[J]. 经济管理, 2005, 000(008):85-91.
- [75] 王艺霖.上市公司内控缺陷披露及对资本成本影响的研究[D].吉林大学, 2014.
- [76] 王怡昀. 我国创业板上市公司市值管理的研究[D]. 江西财经大学, 2019.
- [77] 王宏. 白酒制造企业资本结构优化研究—以 J 公司为例[J]. 辽宁经济,2019,
- [78] 王树彬. 浅析 A 股上市公司市值管理—以 X 公司为例[J]. 商, 2016(03):166-166.
- [79] 王丹迪. 市值管理视角下的投资者关系管理研究[D]. 山东财经大学,2017.
- [80] 吴修乾. 我国上市公司权益资本成本与财务绩效关系的实证研究[D]. 西北农林科技大学, 2012.
- [81] 吴博. 上市公司权益资本成本影响因素研究[D]. 西南大学,2015.
- [82] 肖作平. 资本结构影响因素和双向效应动态模型—来自中国上市公司面板数据的证据[J]. 会计研究,2004.
- [83] 谢风华. 市值管理 [M]. 北京大学出版社,2008.
- [84] 徐光德. MM 理论的成就与不足[J]. 经营管理者,2010,(16):50-51.
- [85] 鄢亚晴. 我国房地产上市公司资本结构优化问题研究[D]. 河北经贸大学, 2014.
- [86] 颜秀娟. 基于 EVA 的白酒行业企业价值评估研究[D]. 中国财政科学研究院, 2018.
- [87] 袁卫秋. 动态权衡理论与啄食顺序理论的实证检验[J]. 数量经济技术经济研究,2004, (2):148-153.
- [88] 曾小平. H 公司资本结构优化研究[D]. 湖南大学, 2018.
- [89] 左冬申. 云南城投资本结构优化研究[D]. 云南财经大学,2018.
- [90] 张颖,石泓. 独立董事制度、股权制衡与资本结构优化[J]. 会计之友旬刊,2013(1): 113-115.

- [91] 张晶迪. 乐视网市值管理应用研究[D]. 安徽财经大学,2016.
- [92] 张维迎,吴有昌. 公司融资结构的契约理论: 一个综述[J]. 改革, 1995(04): 109-116+52.
- [93] 张燕. 上市公司资本结构与融资行为研究[J]. 财会通讯:学术版, 2006(11):31-32.
- [94] 张宝春. 资产定价模型与套利定价模型的应用比较[J]. 湖北财经高等专科学校学报, 2005, 017(001):47-50.
- [95] 张博. 基于 EVA-BSC 法的青青稞酒业绩评价体系构建研究[D]. 兰州财经大学,2019.
- [96] 张敏芳. 上市公司资本结构对市值管理影响的实证研究[D]. 中南大学, 2013.
- [97] 赵岩. 格力电器资本结构问题研究[D]. 东北石油大学,2019.
- [98] 邹颖,汪平,张丽敏. 中国上市公司资本成本的理性估算与国际比较[J].世界  
经济文汇, 2017, 000(001):1-25.

## 致 谢

在兰州财经大学的三年硕士研究生生活即将结束，感谢一直努力着的自己，通过三年的学习，我的专业知识水平得到提升；感谢家人对我的默默支持，给予了学费的资助，让我能继续踏实、安心地学习；感谢导师们和同学们对我的引导与鼓励，使我的研究生活过得踏实又充满乐趣。

本论文是在导师胡凯教授和郭春光会计师的悉心指导下完成的。虽然说顺利撰写完成了学位论文，但过程也是一波三折，从最初的拟定题目到撰写提纲、构思写作内容，到开题答辩修改论文题目，再到后期的撰写论文和多次调整题目，让我深刻体会到了什么是“书到用时方恨少”，由于自己的本科专业是工科类，完全与会计专业不挂钩，基础知识的欠缺，多次让我感到崩溃，后来在导师们的耐心引导下，我才顺利完成了论文的撰写，这个过程是艰难的，但又是欣慰的，自己没有放弃自己。在以后的工作和学习中，我将继续努力，不断加强学习，不负自己。