

分类号 F23/824
U D C _____

密级 _____
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 泸州老窖资本结构优化研究——
基于最优资本结构静态模型

研究生姓名: 尚瑞华

指导教师姓名、职称: 袁有赋 副教授 刁玉柱 教授

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: 2022年6月1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： 尚瑞华 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2022.6.7

导师(校外)签名： 于桂 签字日期： 2022.6.7

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： 尚瑞华 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2022.6.7

导师(校外)签名： 于桂 签字日期： 2022.6.7

Research on the Optimization of Capital Structure Luzhou Laojiao----Based on the Static Model of Optimal Capital Structure

Candidate : Shang Ruihua

Supervisor: Yuan Youfu Diao Yuzhu

摘 要

白酒行业作为中国传统经济发展的一个重要行业,行业龙头国资控股特点显著,通过近年来的深层次调控,市场热议程度进一步加深,其运营情况不断复苏,我国又陆续颁布了许多促进酒类企业发展的法规,这给酒类产业提供了全新的机会和挑战。本文试图以企业价值最大化为终极目标,用案例研究、比较研究和理论与实证相结合的方法,选取泸州老窖这一具有显著国资控股特点的白酒行业头部企业进行研究,探索在大数据时代,传统行业中国有上市公司通过优化资本结构稳步推进公司重大战略落地,实现企业价值最大化的可行性方案。

本文对泸州老窖 2013 年-2020 年的财务数据进行纵向分析,同时利用比较分析法,选择茅台、五粮液和洋河股份三家公司进行横向对比,发现泸州老窖资本结构存在资产负债率略高、负债结构不合理、股权集中度高、融资渠道单一、财务杠杆利用不充分等国有上市公司资本结构方面存在的明显问题,进而展开问题及成因分析。针对上述问题,在实现企业价值最大化目标的企业静态管理优化目标基础上,将综合考虑内部和外部影响因素及其变化的可能性,确定最优资本结构范围。在静态模型最优的基础上,加入财务弹性考量,确定最优资本结构水平范围的下限,即为 15%的静态最优资产负债率,为了确定更加符合现实的最优资本结构范围上限,本文结合影响泸州老窖资本结构内外部因素进行动态优化分析,采用熵权法确定相应权重,以行业前三企业财务数据为参考,加入对公司发展战略的考量,确定泸州老窖最优资本结构浮动区间为[15%, 28.7%]。

根据所剖析出来的还有待改进发展的地方,提出适合我国国情的泸州老窖资本结构优化建议,如:优化企业组织和人才结构、拓展融资方式、优化负债结构、调整股权结构、增强风险控制能力等。期望通过对泸州老窖资本结构优化的研究,对其实现企业价值最大化有一定借鉴意义。

关键词: 资本结构 动态优化 泸州老窖

Abstract

Liquor-making industry as an important industry of Chinese traditional economic development, industry leading state-owned asset holding characteristics significantly, through deep level control in recent years, the market hot degree deepens, the operation recovery, China has enacted many laws and regulations, to promote the development of liquor enterprise that provides new opportunities and challenges to wine industry. This article attempts take the enterprise value maximization as the ultimate goal, with a case study, comparative study, and the combination of theory and empirical methods, selection of luzhou laojiao (a kind of daqu liquor), a significant assets holding the characteristics of the head of liquor-making industry enterprises to carry out research and exploration in the era of big data, traditional industry by optimizing the capital structure of listed companies in China steadily push forward the company major strategic ground, The feasibility plan of realizing enterprise value maximization.

This paper conducts longitudinal analysis on the financial data of Luzhou Laojiao From 2013 to 2020. Meanwhile, comparative analysis is used to select Maotai, Wuliangye and Yanghe For horizontal comparison. It is found that the capital structure of Luzhou Laojiao has some obvious problems in the capital structure of state-owned listed

companies, such as slightly higher asset-liability ratio, unreasonable debt structure, high degree of ownership concentration, single financing method and insufficient financial leverage. Meanwhile, the causes of the problems are analyzed. In view of the above problems, on the basis of the enterprise static management optimization goal of maximizing enterprise value, the internal and external influencing factors and the possibility of change will be comprehensively considered to determine the optimal capital structure range. When calculating the static model of optimal capital structure, on the basis of joint financial flexibility, determine the lower limit of the optimal capital structure level, namely static optimal asset-liability ratio is 15%, in order to determine the optimal capital structure more in line with the reality of upper limit, based on both internal and external factors influence the Luzhou Laojiao (a kind of daqu liquor) capital structure dynamic optimization analysis, The entropy weight method was adopted to determine the corresponding weight, the financial data of the top three enterprises in the industry was taken as reference, and the consideration of the company's development strategy was added to determine the optimal floating range of the capital structure of Luzhou Laojiao as [15%, 28.7%].

According to the analyzed areas that still need to be improved and developed, suggestions for optimizing the capital structure of Luzhou Laojiao are put forward that are suitable for China's national conditions,

such as optimizing the enterprise organization and talent structure, expanding financing methods, optimizing the debt structure, adjusting the equity structure and enhancing the risk control ability. It is expected that the study on capital structure optimization of Luzhou Laojiao Will have certain reference significance for its realization of enterprise value maximization.

Key words: Capital structure ;Dynamic optimization; Luzhou Laojiao

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景和意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容与方法.....	2
1.2.1 研究内容.....	2
1.2.2 研究方法.....	3
2 相关理论研究综述	4
2.1 相关概念.....	4
2.1.1 资本结构优化.....	4
2.1.2 最优资本结构静态模型.....	4
2.1.3 最优资本结构动态模型.....	5
2.2 国内外研究现状.....	5
2.2.1 国外研究现状.....	5
2.2.2 国内研究现状.....	7
2.2.3 文献述评.....	9
3 泸州老窖资本结构现状分析	10
3.1 泸州老窖概况.....	10
3.1.1 基本概况.....	10
3.1.2 生产经营状况.....	11
3.1.3 企业发展战略.....	12
3.2 泸州老窖资本结构纵向分析.....	13
3.2.1 资本结构总体分析.....	13
3.2.2 负债结构分析.....	15
3.2.3 股权结构分析.....	17

3.2.4 财务杠杆分析.....	18
3.2.5 融资结构分析.....	20
3.3 泸州老窖资本结构横向对比分析.....	20
3.3.1 对比公司的选取.....	20
3.3.2 资本结构总体分析.....	21
3.3.3 负债结构分析.....	21
3.3.4 股权结构分析.....	22
3.3.5 财务杠杆分析.....	22
4 泸州老窖资本结构存在的问题及成因.....	23
4.1 资本结构存在的问题.....	23
4.1.1 资产负债率偏高.....	23
4.1.2 融资渠道单一.....	23
4.1.3 负债结构不合理.....	23
4.1.4 股权集中度高.....	24
4.1.5 财务杠杆利用不充分.....	24
4.2 资本结构问题成因.....	24
4.2.1 宏观环境方面.....	25
4.2.2 资本市场方面.....	27
4.2.3 企业自身因素.....	28
5 泸州老窖资本结构优化设计.....	30
5.1 资本结构优化的目标与原则.....	30
5.1.1 资本结构优化的目标.....	30
5.1.2 资本结构优化的原则.....	30
5.2 泸州老窖资本结构静态优化.....	31
5.2.1 模型选择.....	31
5.2.2 数据代入.....	31
5.2.3 分析小结.....	32
5.3 泸州老窖资本结构的动态优化.....	32
5.3.1 资本结构外部影响因素优化.....	33

5.3.2 资本结构内部影响因素优化.....	36
5.4 最佳资本结构区间的确定.....	39
5.5 资本结构优化实施方法.....	44
5.5.1 优化组织和人才结构.....	44
5.5.2 拓宽融资渠道.....	44
5.5.3 优化负债结构.....	45
5.5.4 调整股权结构.....	47
5.5.5 增强企业风险控制能力.....	48
6 结论与展望.....	49
6.1 研究结论.....	49
6.2 研究展望.....	49
参考文献.....	51
后记.....	55

1 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

资本结构与企业发展密切相关，主要表现为企业的资本构成情况，企业通过不断调整、搭配资金来源，实现最低成本、最低风险、最高收益的目标，是现代企业管理中越来越重要的领域之一。目前国内理论研究中，资本结构优化研究卓有成效，但与国外理论而言，还有待进一步完善，随着股票市场监管制度不断健全，上海、深圳两家证券交易所的成立，使得股票板块不断扩大，进一步拓展适合不同类型企业的融资板块，逐步向世界先进市场靠近，资本市场逐步成为破解企业融资难问题的重要选择，随之而来，资本结构优化问题也引起了学术界和实业界的关注和思考。

白酒作为我国传统行业，在经济的发展过程中，起到了促进经济增长、吸纳就业和加快贸易往来的作用，但随着互联网时代的发展，白酒行业也受到了一定程度的冲击，企业应该努力寻找新的发展方向。白酒行业 2013 年进入瓶颈期，2016 年之后国内经济逐步恢复，白酒市场开始回稳，白酒行业积极进行资本结构配置优化，不断深入助力品牌建设，营业收入呈现同比增长，全年销售收入达到 6032 亿元，同年消费需求持续放量，销售利润冲至 727 亿元。

目前，我国白酒企业资本结构依旧存在一些问题，比如负债结构不平衡，第一大股东占比较大，融资方式较少，一定程度上推高了白酒企业的融资成本，影响企业的良好健康发展。虽然泸州老窖处于国内白酒行业的领先者，但其高端市场份额仅占 6%，主要通过限制产量提高价格，以获取更高的利润。在中高端市场中，有古井贡酒、郎酒、汾酒等，但总体处于领先地位，由于企业数量较大，中高端市场的竞争比高端市场更加激烈。由于不同香型企业之间相互影响，产品的同质化程度日趋加剧，行业间的竞争加剧，市场竞争促进了企业融资手段的创新和资本结构的变化。因此在白酒行业不断向好的环境下，如何通过优化资本结构适应市场变化，规避发展中存在的风险，是企业迈向发展新阶段的重要话题。

1.1.2 研究意义

连年来国际贸易保护主义不断延展，资本市场不稳定，世界经济发展不确定因素增大，给国内经济带来了许多未知因素，白酒行业与 GDP 发展、国民收入水平密切相关，一定程度上限制白酒产业发展。泸州老窖于 1994 年 5 月 9 日获证监会核准上市，上市以来前后两次发行股票，使公司总股本增加至 14.65 亿股，两次公开发行人公司债券，募集资金总额近 70 亿元。从股本的变更上来看，公司较少有配股、发行债转股的行为，很明显泸州老窖的筹资手段过于单一，此外也没有利用好融资手段来经营公司。

白酒行业融资方式单一，加上白酒利润的降低，给白酒行业的可持续发展形成了较大的障碍。在中国经济持续增长的情况下，白酒企业要想获得竞争优势，必然需要在越来越复杂的经营环境中，进行资本结构优化。泸州老窖作为中国白酒行业中的“领先者”，资本结构对于企业发展的重要性不言而喻，可以说泸州老窖的发展对于中国白酒行业有着很好的借鉴意义。本文将试图通过对典型案例企业的选取，采用有价值的财务数据，从负债结构、股本结构等方面进行了探讨，总结其资本结构有待改进的地方，提出优化的建议，更好的助力泸州老窖的发展。通过泸州老窖资本结构的优化研究，以期也为国有上市公司提供资本结构优化方案参考。

1.2 研究内容与方法

1.2.1 研究内容

第一章介绍本文研究背景及研究意义，其次阐述研究内容和研究方法。

第二章进行相关概念的界定，同时梳理该理论的国内外研究现状。

第三章概述泸州老窖公司经营情况，重点分析泸州老窖资本结构现状，对其进行横向分析和纵向分析，究其发展与同行业领先企业的差距。

第四章是由第三章内容分析总结企业资本结构问题之所在，并追本溯源其产生的原因。

第五章在前文的分析下，从静态和动态两个方面，先通过最优资本结构静态模型计算出静态资产负债率，确定最优区间下限，在此基础上分析影响泸州老窖资本结构的内外部因素，通过熵权法予以相应权重比例，结合行业领先企业平均

资产负债率进行动态优化，确定最优区间上限，并从五个方面尝试提出相关可行性优化建议。

第六章是本文的结论与展望，明确不足之处。

1.2.2 研究方法

1. 案例分析法

通过对资料、数据的收集，选取泸州老窖作为案例公司进行分析，以资本结构这一角度对泸州老窖当前资本结构现状进行分析，通过总结出的问题，选取与企业发展相符的优化模式，进行相关研究。

2. 比较研究法

本文从横向和纵向两个维度，将泸州老窖和自己、以及同行业优秀企业财务数据指标做比较，主动查找差距，为该公司未来的运营管理提供了方向。

3. 理论与实证相结合分析法

本文主要运用最优资本结构静态模型，计算出泸州老窖当前利润水平下的最优资产负债率，取均值确定最优区间下限；以此为基础根据熵权法的运用方式，考虑其对资产负债率的影响程度，将资本结构内外部影响因素予以量化，参考行业领先企业资产负债率水平进一步调整最优区间上限，找出泸州老窖的动态资本结构最优区间，确定适合其发展的资产负债率区间。

2 相关理论研究综述

2.1 相关概念

2.1.1 资本结构优化

依据当前资本结构的基本理论和有关案例分析,综合体现出企业中存在最优资本结构。本文所述最优资本结构是指企业在稳定发展阶段,综合考虑宏观经济环境、市场竞争烈度、企业经营状况等多角度因素进行资本结构动态优化调整的结果,尽可能实现企业资本成本最低及企业价值最大化的目标。

资本结构优化是指基于最优资本结构目标的企业资本结构动态调整,通过综合分析企业战略及内外部市场环境因素,调整融资、筹资等方案促使企业资本成本、财务杠杆、财务风险、企业价值等达到最优化的运作过程。企业外部环境与内部环境时时刻刻都在变化,最优资本结构与其同频变动,资本结构的优化过程也随之动态变化。除确定影响因素外,适用一定的动态举措,力求实现资本结构最优,有效调整优化过程,提高研究价值。

2.1.2 最优资本结构静态模型

1998年孟建波和罗林在《最佳资本结构的定量研究》中首次提出最优资本结构方程,该方程以四个假设为前提:一是案例研究企业需为上市公司,企业资本结构仅限于债权和股权两种组合构成。二是上市公司股票的价值与负债占比无相关性。三是普通股的市场价值需用公司内部营运资本的价值确定,公司发行债券的市场价值需要由现有借款债务资本的价值确定。四要在充分的资本市场上进行资金的自由流通,买入一定数量的股票和债券。上述模型未考虑企业外部环境影响因素,是仅从企业自身角度提出的资本结构优化方案。等式如下:

$$\ln E = \frac{Z+I}{E} + \frac{Z+I+E}{V} * \frac{100*b}{1-b}$$

公式解释, V 为总资产, E 为税前利润总额, I 为利息支出, Z 为固定资产折旧, b 为最佳负债比率,也称为最优资产负债率。

上述模型对负债、利息、固定资产折旧等各方面影响因素进行了综合分析,具有较高的实践价值。负债与财务费用正相关,引发利润总额下调。根据上述公式,资产收益率与最优资产负债率正相关,负债是企业发展的重要引擎;固定资

产折旧与最优资产负债率负相关，负债要基于企业资产规模量力而行。

2.1.3 最优资本结构动态模型

动态资本结构模型的研究还处于萌芽阶段，现有主流观点为：（1）企业内外部环境因素的共同作用是最优资本结构的决定性因素；（2）资本结构调整会引动企业内部多种基础的变动，调整速度必须缓步向前；（3）公司资本结构的变化受内外部环境的同向影响。

动态优化模型强调资本结构可以看做一个动态参数，依据企业内外部环境变化同步调整。企业内外部环境是不断变化的，只基于企业内部定向指标的静态优化模型存在一定局限性，动态模型旨在静态模型的基础上进行完善，将企业动态外部环境因素加入其中，分析划定一个浮动区间，资本结构只要满足区间范围就视为企业资本结构调整有效，能够满足更真实市场环境下的资本结构调整需要。

资本结构动、静理论是本文研究优化泸州老窖资本结构的出发点，同时在研究中兼顾国资控股企业与一般上市公司的不同点，具体问题具体分析，灵活挖掘动态资本结构的应用前景。

2.2 国内外研究现状

2.2.1 国外研究现状

作为财务会计发展史中的重要理论之一，资本结构理论至今已经走过近 70 年的发展过程，国外资本结构理论主要指 1952 年 Modigliani 和 Miller 提出的 MM 定理的资本结构理论，所以目前研究成果相对于国内来说比较成熟，具体表现在以下几个方面：

1. 资本结构影响因素研究

A. A. Bevan; J. Danbolt（2004）通过对 1991 年-1997 年期间英国 1054 家公司资本结构影响因素的研究，结果发现大公司比小公司有更高的长期和短期债务水平，盈利能力与杠杆水平负相关，尽管盈利公司倾向于有更多的短期银行贷款及盈利较少的公司，而有形性对银行短期借款水平以及所有长期债务要素产生积极影响。Son Seung Tae; Lee Yoon Goo（2007）以资本结构理论为切入点，利用 244 家纳斯达克公司的产品面板数据，研究了资本结构动态调整决定因素。Luís Pacheco; Fernando Tavares（2015）以 43 家葡萄牙酒店为案例，基于权衡理论

来检视 2004 至 2014 年间的资本结构决定因素,除了总负债,作者扩展分析短期和长期负债之间的差异,分析影响中小酒店企业资本结构的重要因素包括获利能力、资产专用性、企业规模、资金流动性和财务风险。

Emina Resić, Jasmina Mangafi (2015) 通过对 2003 年—2012 年非金融企业的财务状况的分析,得出企业负债越多,盈利能力越高。S.Chadha, A.Sharma (2015) 由印度制造业企业实证分析指出,公司盈利能力与成长能力是资本结构的重要因素。Mazila Md-Yusuf (2017) 在 2005 年至 2014 年之间,对 18 家中小企业合规公司进行了调查。认为资本结构被债务比例所取代。本研究使用的决定性因素是企业年龄、企业资产的重要性、企业流动性、企业创利能力、企业增长率和企业税收。研究表明,资产负债率、增长率和纳税有正关联,年龄、流动性、创造利润的能力与负债率有负关系。

2. 资本结构与公司价值的研究

Robichek (1966) 企业通过负债撬动财务杠杆获得收益,达到企业价值增值的目的。Titman 和韦塞尔斯 (1988) 采用因素分析法推测论证出各种影响资本结构的因素,发现交易成本深刻影响着资本结构,相较而言规模较小的公司大量使用短期负债几率较大。Heshmatie (2001) 企业最优资本结构长期被成长能力、资产规模、获利能力等因素左右。Armen Hovakimian (2001) 对比美国上市制造行业中 469 家公司的资本结构数据发现,公司获利能力与负债意愿呈反向变动关系。Shinichi Nishioka 和 Naohiko Baba (2004) 汇总分析 20 世纪 90 年代多家企业数据发现,企业管理能力对企业资本结构影响深远。

Baker 和 Wurgler (2002)、Flannery 和 Rangan (2006) 提出企业资本结构动态优化与可持续健康发展殊途同归,最终目的都是为了实现企业价值最大化。Marek (2014) 认为现金流变动情况对最优资本结构调整区间施加较大影响力。Rolens E.H. Riwu Manu (2019) 得出企业管理能力与资本结构、获利能力、公司价值等都有较大相关性。Carlos Omar Trejo-Pech 等 (2021) 采用部分调整的资本结构模型来考察墨西哥上市公司的资本结构调整行为,当公司受到冲击而脱离目标时,它的杠杆恢复得越快,公司的价值就越高。此外,考察经济状态对企业资本结构的影响发现,墨西哥公司的杠杆比率是反周期的,在良好的经济状态下以

更快的速度减少杠杆，这是通过相对于国家的 GDP、风险溢价和通货膨胀的股票交易所市值来衡量的。

3. 资本结构优化的研究

Titman 和 Tsyplakov (2007) 认为调整到最优资本结构可预期的财务成本大小是能否实现最优资本结构及较合理的调整速度的决定因素。Donkor 和 Duffey (2013) 在对最优资本结构和投资项目财务风险控制的研究中发现, 企业为了最大化降低财务风险, 银行贷款成为融资第一选择, 财务风险降到最低, 利用不同账期的银行借款实现最佳融资组合。如果考虑到其他各种债务融资组合, 最终目标应该是尽量降低上市企业融资项目成本。Jaroslav Jaroš; Vlastimil Melichar; Libor Svadlenka (2015) 评估加权平均资本成本是优化调整资本结构的底线基准。

为了更准确地估算资本成本, 使用了四种模型计算它们, 根据它们对特定公司的解释能力分配权重。Sajjad Faiza (2018) 认为信用评级对资本结构的影响呈倒 U 型, 维持良好的信用评级可以适度提高企业的财务杠杆。Martellini Lione (2018) 认为通过优化负债内部构成形式能够实现企业价值增值。Philosophov LU 和 Philosophov VL (2019) 通过对企业面临的内外部环境影响因素量化计算, 得出影响企业发展的积极或消极因素概率, 作为资本结构优化调整的方法。

2. 2. 2 国内研究现状

国内学者对资本结构的研究相对缓慢和滞后, 改革开放以来市场经济不断发展, 资本结构不合理的问题也愈发凸显, 在此情况下, 我国学者开始重视对资本结构优化的研究, 目前普遍从西方理论的基础上出发来研究我国企业资本结构存在的问题, 缺乏与具体国情相结合的实践研究。因此, 探索国内国有上市公司资本结构所存在的问题, 应当与我国国情相联系, 不能仅依靠固有的理论思维, 尝试多维度、多角度的进行论述资本结构的相关问题。

1. 资本结构与企业价值的研究

蒋金森 (2006) 提出资本结构在理论意义上可以通过充分利用财务杠杆、增加负债比例对企业行为和获得绩效产生作用, 甚至改变企业的市面价值。兰功成, 戴耀华 (2006) 对反映当前上市公司整体经营管理能力的主要财务指标数据进行综合分析后研究发现, 上市公司运营管理能力与对资本结构变化具有反向作用。冷薇薇, 陈向明 (2013) 认为非债务性税盾与企业资本结构的相关性不大, 相比

而言短期偿债能力与企业资本结构具有负相关。李佳姗等(2015)认为企业规模、成长能力与资产负债率正向变动,获利能力与总体负债水平负相关趋势明显,可担保的资产价值和税率对企业资本结构优化具有积极作用。冯瑶瑶(2015)通过对比研究最优资本结构的评价方法,认为企业价值最大化为最佳评价方案。

李洋等(2015)以资产负债率为资本结构变量,以相关财务指标为企业价值变量,采用实证分析法对两者进行相关分析,发现资产负债率与企业价值呈线性关系。罗雪婷、王永德(2018)在上市公司中提取2011-2015年期间100家制造业作为研究样本数据,采用多元回归分析方法及曲线拟合辅助研究,探讨企业资本结构与企业价值之间的关系,认为资本结构与企业价值正向相关,其相关性具有区间驱动效应。陈少华等(2013)基于市场化差异视角,通过对A股上市公司样本分析,得出资本结构优化调整受债务成本正相关关系。

2. 资本结构影响因素的研究

资本结构影响因素分析中,有关外部环境影响因素分析方面,陆正飞、辛宇(1998)第一个使用多元线性回归的方法,从不同行业对上市公司进行分类,提出了一系列影响公司资本结构的因素。现有研究在对资本结构的概念分析当中,王娟、杨凤林(2002)则进一步加入对外部环境的考量,基于货币政策影响力、资本市场环境和微观经济环境,寻找更多影响上市公司资本结构的因素。原毅军,孙晓华(2006)继续扩展研究外部环境与资本结构的相关性,指出国民经济增长速度与资产负债率同向变动、通货膨胀率与资产负债率反向变动。章细贞(2010)也从不同角度丰富资本结构受外部环境变化而变化的观点,他发现产品市场、环境动态变化、竞争强度同资本结构同向变化,且资本结构通常与企业经营活动费用有明显动态相关关系。

有关内部环境影响因素分析方面,张程等(2010)通过对比2005年至2008年大中小型上市公司资产负债率情况,发现不同股权性质的上市公司会对其资本结构产生影响,其中大型上市公司使用规模效应产生的债务融资方式更容易,中小型上市公司则因其公司经营管理能力一定程度上影响其获得较高融资额度。麦勇、王晓燕,周君(2017)实证研究也进一步表明,企业财政支出、税率和银行贷款利率等内部环境影响因素与资产负债率相关性明显,财政支出及银行贷款利率与资本结构反向相关,税率与资本结构同向相关。

3. 资本结构优化的研究

在资本结构优化理论主要有静、动两方面，具有递进性。静态研究方面，孟建波，罗林（1998）首次提出企业价值最大化前提下的资产负债率为最优，在一系列假设条件的基础上构建了最佳资本结构模型，通过数学运算得出最佳资本结构方程，具有较强的量化分析实践意义，但本质上是一个静态参数，留有进一步研究的空间。李狄楠，邵铁柱（2003）则对上述方程进一步拓展，在确定静态最优的基础上，坚持资本结构优化的指导目标，将内外部因素和可操作性加以考虑，将最优资本结构调整为一个变量范围。

随着资本结构理论研究不断深入，在动态研究方面，刘莹（2011）从动态视角出发，通过动态模型论证公司的资本结构和内外部环境要素的相互影响，并阐明了资本结构动态优化基本内涵。卢均丽（2013）在资本结构动态调整的时机选择上提出，企业成本及市场环境不断变化，企业经营管理者很难实时调整企业资本结构，因此她提出建立一个基于目标区间的资本结构警示系统的必要性，当企业当前实际资本结构超过目标区间，监督者才对其进行改变。调整方案方面，毛育晖，杨艳（2014）认为基于企业目前所处的环境及对未来宏微观经营环境变动或经营战略调整的预测，企业在经营过程中优化资本结构需要找到适合自身财务状况的融资比例和负债期限，并进行有效的动态调整，以促进企业持续向好发展。

2.2.3 文献述评

随着现代企业和国内金融市场的不断发展，资本结构理论的实践意义逐渐凸显，尤其以静态最优资本结构模型为范例，为我们提供了有较高实践性的定量分析模型，是资本结构优化研究中具有现实可操作性的代表方案。国内外学者在资本结构影响因素方向，基础理论研究成果显著，主流观点认为以宏观经济运行状态、行业发展水平为代表的外部环境，以公司获利能力、股权结构为代表的内部环境是影响资本结构的主要动因。但是现有理论研究主要倾力于资本结构静态优化模型，无论是立足于资本结构影响因素研究，亦或是对资本结构静态优化的扩展研究都缺乏适合我国国情的具体考量，更在资本结构动态优化方向缺乏切实可行的操作方案。本文基于最优资本结构静态模型，继续扩展完善适合国有企业的模型方案，同时探索资本结构动态调整所需的机构设置及建设思路。

3 泸州老窖资本结构现状分析

3.1 泸州老窖概况

泸州老窖创建于 1950 年，被誉为“浓香型白酒鼻祖”，作为中国领先白酒企业，其先后融合了 36 家泸州当地古老酿酒作坊群，古老工艺传承，延续发展至今。2012 年-2014 年行业陷入低迷阶段，泸州老窖错判行业形式，未能做出正确的战略判断，使得公司品牌力受到严重削弱，后期产能扩张布局滞后，泸州老窖被迫退出“行业前三”的位置。2016 年以来，随着竞争不断加剧，行业整体发展缓慢的趋势，泸州老窖坚持推进“大品牌”“大扩张”的体系，力求促进企业的健康快速发展。但高端白酒品牌中，茅台、五粮液对泸州老窖的冲击较大，因此，2016 年起泸州老窖进行为期五年的技改项目，优化资本结构，提高高端酒的产能，不断根据市场环境的变化调整自身的经营战略，目标力争重回白酒行业前三。

公司位于四川省泸州市，于 1994 年 5 月 9 日在深圳证交所上市，股票代码 000568，首次发行 2188 万股进行融资，持股价为 1.28 亿，现由泸州市国资委控股。自上市融资以来，2006 年 11 月 10 日共发行 3000 万股股票给 10 位特定投资人，筹集资金 3.66 亿元。于 2017 年 8 月 23 日非公开发行普通股(A 股) 6250 万股，募集资金达 30 亿元，前两次筹资资金后公司总股本增加为 14.65 亿股；再加上公司在 2019 年 8 月、2020 年 3 月两次发行债券融资总额为 39.8 亿元，共计近 70 亿元。作为中国白酒行业的龙头企业之一，泸州老窖在销售额和利润方面名列行业前列。

3.1.1 基本概况

1. 组织结构

泸州老窖公司在企业管理模式、业务特点以及职能划分的各因素影响下，依据相关要成立组织结构，设股东大会（截至 2020 年底共有股东 13.32 万人）、董事会、监事会、管理层。其母公司为泸州老窖集团有限责任公司，实际控制人是泸州市国资委，下设有关子公司和分公司，其组织架构如图 3.1 所示：

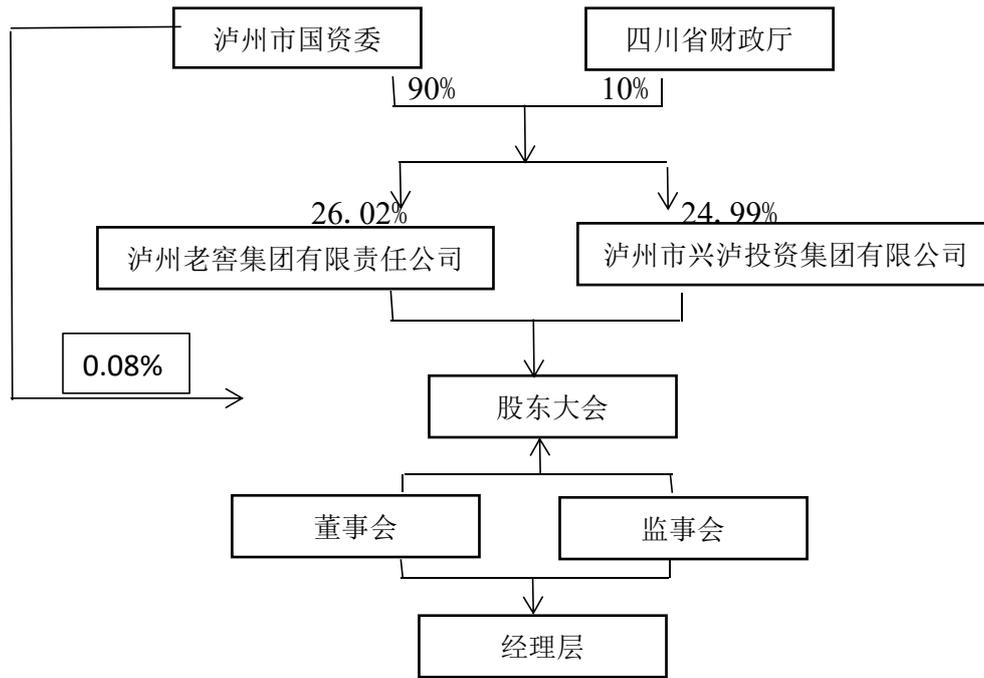


图 3.1 泸州老窖组织结构图

2. 员工状况

现有员工共 3330 人，其中生产人员占 31.64%，销售人员为 21.41%，技术人员 13.92%，行政人员 11.89%，财务人员仅 2.4%。教育程度以本科和大专学历为主，高中及以下学历次之，研究生及以上学历占比最少。如图 3. 2/3. 3:

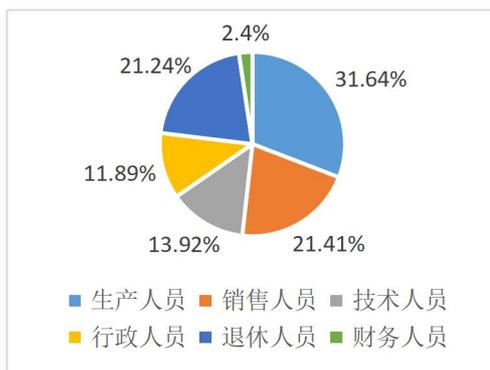


图 3.2 泸州老窖员工构成

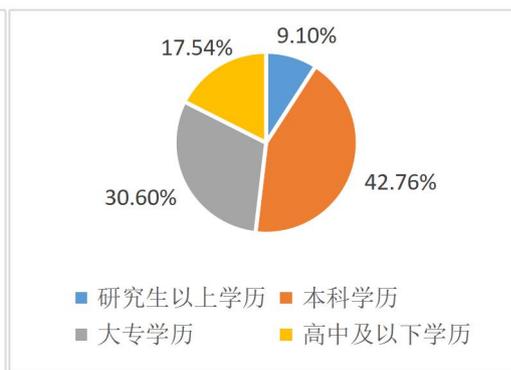


图 3.3 泸州老窖员工受教育程度

3.1.2 生产经营状况

泸州老窖是主要从事以粮食为原材料的酒类产品，集生产、供应、销售全产业链发展，白酒质量各项水平处于白酒行业前列，特色产出为品牌“国窖 1573”、“泸州特曲”等白酒产品。企业经营状况变动情况如表 3. 1:

表 3.1 泸州老窖 2013 年-2020 年经营状况分析

单位：亿元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	104.31	53.53	69	83.04	103.95	130.55	158.17	166.53
增减变动	-9.73%	-48.68%	28.90%	20.35%	25.18%	25.59%	21.16%	5.29%
营业成本	44.87	28.05	34.9	31.2	29.18	29.34	30.65	28.23
增减变动	13.02%	-37.49%	24.42%	-10.60%	-6.47%	0.55%	4.46%	-7.90%
毛利率	56.98%	47.60%	49.40%	62.43%	71.93%	77.53%	80.62%	83.04%
增减变动	-8.67%	-9.38%	1.80%	13.03%	9.50%	5.60%	3.09%	2.42%

数据来源：根据案例企业年报整理

从表 3.1 可以看出 2013 年到 2020 年泸州老窖的营业收入总体呈现上升趋势，2013 年和 2014 年连续两年营业收入下降，主要归因于以下三方面。

首先，2013 年国家出台限制白酒消费的相关政策，白酒作为公款消费的高支出部分受到很大的限制，白酒行业的企业主营业务收入出现了严重下滑，开始进入消费市场低迷阶段；其次，由于人们健康意识的提高，“少喝酒，喝好酒”的观念得到了普遍的认同，这也是白酒行业生产量整体出现下滑的原因；最后，随着大数据的发展，网络线上营销竞争日益激烈，O2O、B2C 模式的网络营销竞争进入白热化状态，泸州老窖积极与酒仙网合作，开拓了电商企业的巨大潜力，让产品更加符合大众需求。

2015-2019 年营业收入保持平稳发展，2020 年受新冠肺炎疫情影响加之全球化和反全球化的影响，白酒行业在经济不稳定、人口增长、行业竞争、疫情冲击“四层叠加”的环境中艰难前行，使得营业收入增长放缓。营业成本除 2014 年有大幅度降低外，基本保持稳定发展；毛利率在 2013 年、2014 年两年均出现了明显的降低，可以看出国家政策的出台对企业发展的影响之大，从 2015 年开始基本保持在稳定水平，未来发展趋势良好。

3.1.3 企业发展战略

“十三五”以来，公司坚定贯彻“一二三四五”发展战略，取得了一系列重大突破：销售业绩屡创历史新高、公司名酒价值强势回归、固态酿造产能跨越式提升、人才队伍配齐配强、重点工程有力推进，奠定企业未来可持续发展的有利基础。按照“扬优势、补短板、提质量、壮实力”的发展理念，公司制订“十四五”战略规划：“136”战略。

坚持一个发展目标：坚定重回中国白酒行业“前三”目标。坚持三大发展方针：一是以品牌为导向，大力提高中国名酒品牌价值。二是以品质为基础，努力建设世界名酒核心产地。三是以“文化铸魂”为核心，全力打造“中华酒文化圣地”。建设“六位一体”泸州老窖：1. 建设品牌泸州老窖，向品牌创新方向发展，带领企业走年轻化、国际化的步伐。2. 建设品质泸州老窖，稳定中国白酒品鉴标准的酒品形象，成为中国白酒质量标准制定者。3. 建设文化泸州老窖，塑造集长江码头文化、白酒洞藏文化、巴蜀地方文化、非遗工匠文化于一体的白酒文化名片。4. 建设创新泸州老窖，以科技创新和营销创新加快产品创新，激发市场扩张活力。5. 建设数智泸州老窖，提升优质产能，控制运营成本，成为智能化技术革命领军企业和创新升级示范企业。6. 建设和谐泸州老窖，营造契合国家战略、利于行业可持续发展的良好内外部环境，引领白酒产业生态绿色一体化发展。

3.2 泸州老窖资本结构纵向分析

本篇论文以泸州老窖 2013 年-2020 年 8 年财务数据为基础，从资本结构、负债结构、股权结构、财务杠杆和融资结构五个方面进行纵向研究，以时间脉络为指引，把握泸州老窖的发展趋势、公司战略与资本结构之间的内在联系，为之后资本结构调整对策提供可行性基础。

3.2.1 资本结构总体分析

1. 资产结构

资产结构是企业筹集资本后进行资源配置和使用资金的分布结构，含有流动与非流动资产构成比例，以及各类资产内部细分构成比例。我们选取长短期资产中具有较大影响的指标进行衡量，具体情况如表 3.2 所示：

表 3.2 泸州老窖 2013 年-2020 年长短期资产额 单位：亿元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
固定资产	11.1	10.9	11.2	11.8	11.3	10.3	15.2	68.9
长期资产								
无形资产	2.6	2.51	2.4	2.4	2.3	2.3	3.3	26.6
在建工程	2.5	2.9	1.8	1.8	15.7	30	72.6	20.1
存货	24.2	28.3	28.6	24.9	28.1	32.3	36.4	47
流动资产								
货币资金	53.5	47.1	35.5	47.7	84.5	93.7	97.5	116.3
应收票据	30	14.6	22.7	19.5	25	23.9	23.9	32.1

数据来源：根据案例企业年报整理所得

由上表可知，长期资产占据全部资产的 15%-40%，固定资产占据长期资产的 60%且在 2013 年-2019 年间稳定发展，2020 年出现飞跃式增加，在建工程也在 2017-2020 年间发生的巨大的变化，这都是由于公司在 2016 年底启动了酿酒工程技改项目，而使得在建工程在 2017-2019 年间发生巨大上升，进而 2020 年转化为固定资产所导致的。无形资产比重相对较小，从 2013 年-2018 年有小幅度降低，主要归因于泸州老窖对无形资产未进行统一有效管理，大量的人才跳槽，加上人才流失从而引发策略问题，导致企业销售业绩不理想，多方面原因致使无形资产低；而在 2020 年突增，说明随着知识经济时代的发展，泸州老窖在不断注重技术创新，提升创新能力，掌握自主知识产权，并改变了公司管理策略，对其进行了控制，无形资产有所改善获得增加。

短期资产结构比例在不断下降，但仍然高于 60%，短期资产主要有存货、货币资金和应收票据，这三部分覆盖近 70%的短期资产，以货币资金为最多，平均结构水平为 60%左右。充足的资金、较少的存货表明泸州老窖货币资金非常充分，有能力迅速展开各种经营投资，同时大量的货币资金也表明企业在投融资过程中没有充分利用资金，导致闲置资金堆积，不利于企业的长远发展。白酒行业存货的结构比例相对较稳定，保持在 25%左右的水平，这取决于鲜明的白酒产品特点，其生产工艺中的酿酒和发酵期较长，高档白酒也不例外，因此产能过多的企业仍存在大量的材料没有消耗，处于供大于求的阶段。应收票据比重占 15%左右，均为银行承兑汇票，其产生的风险较小。综上分析可以知道，泸州老窖主要以短期资产为主，长期资产稳步增加，资产结构逐步趋向合理。

2. 资产负债率

企业通过举债获取的财务杠杆保持营运活动的现金流，通过支付债务利息实现避税效果，保持最优的资产负债率能最大化实现企业价值，是企业发展之路上的重要引擎。泸州老窖资产负债率具体情况如图 3.4 所示：

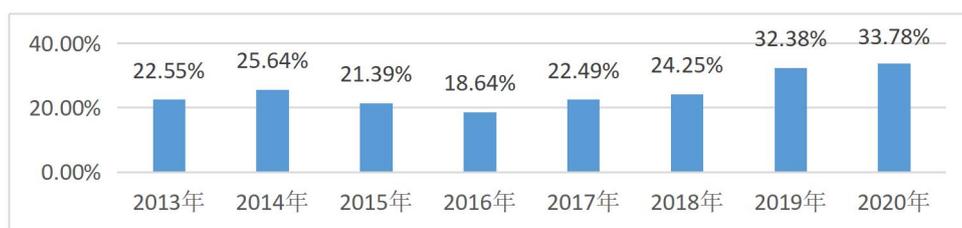


图 3.4 泸州老窖 2013-2020 年资产负债率

从泸州老窖近 8 年来的资产负债率看，总体上是增长的，2015-2016 年由于负债降低较多，使其资产负债率下降了 7%，说明泸州老窖采用了较保守的财务战略，保持财务风险较低水平，近两年由于利润发生大幅度下降，从而改变财务策略。2017 年起处于稳定发展时期，资产负债率持续上升，2019 年、2020 年增加幅度较大，这主要得益于泸州老窖重回“行业前三”的战略，促使企业资产和负债稳步上升。

3. 产权比率

产权比率作为反映企业长期偿债能力的可行性指标，具有鲜明的行业特点，能较好的反映企业的财务风险与发展阶段。泸州老窖产权比率如图 3.5 所示：



图 3.5 泸州老窖 2013-2020 年产权比率

通过观察泸州老窖的产权比率变动情况可以看出，2013-2016 年期间，股权结构总体上呈现出下降的态势，尽管所有者权益和债务水平都有所提高，但因为负债增长速度低于所有者权益，因此产权比例有所降低。2017 年-2020 年平稳上升，较 2013 年增加了 20%，主要得益于公司扩大产能、开拓市场的战略引导，因此采用增加负债的方法，使得负债增长速度快于所有者权益，促使产权比率上升。

一般来说，较低的产权比例是负债偿还的基础保障，产权比率小于 1，所有者偿还债务能力较强，资本结构良性调整空间较大。从图 3.5 可以看出泸州老窖的产权比率是在 1 左右，股东注资充足，有利保障了债权人权益。

3.2.2 负债结构分析

负债结构的构成，反映了企业风险偏好及发展所处周期，同时体现出企业的财务管理能力。负债经营有利有弊，一可以使企业保持合理的现金流，实现资金

的高速运转，提高市场竞争力，获取财务杠杆效益；但另一方面，较高的负债水平依赖于企业的经营管理水平，容易增加企业财务风险，制约企业的长久发展。所以平衡好流动负债和非流动负债的占比是相当重要的，我国上市公司大多会优先选用流动负债来进行融资，使得长期负债一直处于较低的水平，泸州老窖具体情况如图 3.6 所示：



图 3.6 泸州老窖 2013-2020 年负债结构比例

由上表可知，流动负债占比在 2013-2018 年间处于绝对主导地位，长期负债占比只有 3%左右，说明泸州老窖主要依靠流动负债进行生产经营，未充分有效的利用长期负债，只在 2015、2016 年有过小幅度的增加，这主要是因为公司想要增加资金利用率，因此大量使用银行承兑汇票，加上公司的产品预定数大量增加，增加了大量的预收账款，使得应付票据的上涨。而在 2019-2020 年流动负债占比发生了一定程度的降低，同时长期负债占比提升，这是由于 2019 年、2020 年发行债券所增加的，这说明泸州老窖不仅依靠流动负债进行融资，开始尝试其他融资方式，债务结构得到优化，正在逐步趋向合理。泸州老窖通过优化债务结构，提升长期负债的比例，有利于稳定企业的发展，同时减轻短期还贷压力，降低公司财务风险。

根据使用功能，负债分为商业信用、自发性负债、借款性负债以及其它负债。商业信用负债指的是以公司信贷为保证的应付账款、应付票据等长期账款而形成的负债。自发性负债是指未支付的成本和费用开支，如应付职工薪酬、应交税费等。借款性负债是指通过金融机构达成一定协议进行借款的形式产生的负债。其它负债主要是递延所得税负债、递延收益，因金额较小合并表述。如表 3.3：

表 3.3 泸州老窖 2013 年-2020 年负债结构

单位：%

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
商业信用	73.66	79.22	67.68	55.83	60.72	52.84	43.92	37.24
自发性负债	24.98	19.49	28.33	41.15	37.57	45.96	28.55	28.25
借款性负债	0	0	0	0	0	0	26.6	33.71
其他	1.36	1.29	3.99	3.02	1.71	1.2	0.93	0.8

数据来源：2013 年-2020 年泸州老窖年报

由上表可知，近几年泸州老窖负债的主要采用方式是商业信用，但近八年来该部分所占比重在不断下降，2015-2018 年自发性负债所占比重有了较明显的增长，2019 年、2020 年发行债券，说明企业开始不断尝试不同的融资渠道，一方面可以利用自己较好的信用基础进行融资，另一方面使用不同融资方式，充分利用债券，促使企业的对于资本市场利用更加充分。

3.2.3 股权结构分析

1. 股本结构

股本结构与企业性质密切相关，国资为主控股的企业被称为国有企业，相较于民间资本更具有政策导向性，服务于国内整体经济大局，在提出国有企业资本结构调整方案时必须考虑到政策性导向因素。具体情况如表 3.4 所示：

表 3.4 泸州老窖 2013-2020 年前五大股东持股比例

单位：%

股东顺序	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
1	21.39	25.72	26.61	28.11	26.02	26.02	26.02	26.02
2	20.11	23.67	23.67	26.10	24.99	24.99	24.99	24.99
3	11.85	4.01	4.01	1.77	1.74	3.27	2.75	2.31
4	1.60	1.36	2.91	1.49	1.62	2.31	2.31	2.25
5	1.35	1.07	1.81	1.25	1.43	1.69	1.46	2.04

数据来源：网易财经

从表 3.4 可以看出，泸州老窖股本结构相对稳定，第一大股东持股比例没有太大变化，2014 年起第二股东持股比有小幅增加，第三大股东的持股减少，主要原因是泸州国资委将其股权转让给了老窖集团，但第一二大股东实际控股股东均为老窖集团，实际控制人为泸州市国资委，处于主导地位，这说明泸州老窖

股权较为集中，内部人控制企业，股东之间难以相关制衡，由于个人股东处于相对弱势的地位，无法保证小股东利益，对企业经营决策不具有重大影响，同时也对企业管理层监督和约束作用有限。

2. 权益结构

权益结构决定企业利润分配和控制权分布，是资本结构调整方案可行性的重要因素。通过研究企业权益结构及其变化情况，更有利于优化公司资本结构。泸州老窖权益结构具体情况如表 3.5 所示：

表 3.5 泸州老窖 2013-2020 年权益结构情况

单位：%

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
股本	13.19	14.32	13.53	12.60	9.57	8.55	7.49	6.32
资本公积	6.10	6.66	6.29	5.86	23.14	21.70	19.04	16.06
其他综合收益	-0.02	0.14	2.19	1.59	1.11	0.81	0.99	0.80
盈余公积	13.19	14.32	13.53	12.60	9.57	8.55	7.49	6.32
未分配利润	66.89	63.74	63.63	66.50	55.69	59.46	64.23	70.04
少数股东权益	0.65	0.82	0.83	0.85	0.92	0.93	0.76	0.46

数据来源：根据案例企业年报整理

由上表 3.5 可看出，泸州老窖权益资本中未分配利润占到了绝对比例，呈现波动式上升，基本保持在 65%左右，其次为股本和盈余公积，所占比重基本相同，且呈现同频下降变动的态势，从 2013 年至 2020 年减少了 7%，资本公积比重在逐年上升，其他综合收益与少数股东权益所占比例较小且变动不大，可忽略不计。由于未分配利润不具有实际分配能力，其太高说明资金缺乏流动性，存在较多的应收项目，使得现金流量存量较少，公司的资金流动性差，缺乏偿债能力，财务风险较高。用于留存在企业的资金很多，说明企业要有很大的资金流才能流转，如果资金流一旦短缺就会造成损失，使得财务状况恶化。

3.2.4 财务杠杆分析

财务杠杆是分析自有资金与借入资金的比例是否合理的一个工具，通过债务经营起到节税的作用，增加企业股东资本的附加利润，需要注意的是杠杆效益增加的同时风险也在加大。具体情况如图 3.7 所示：

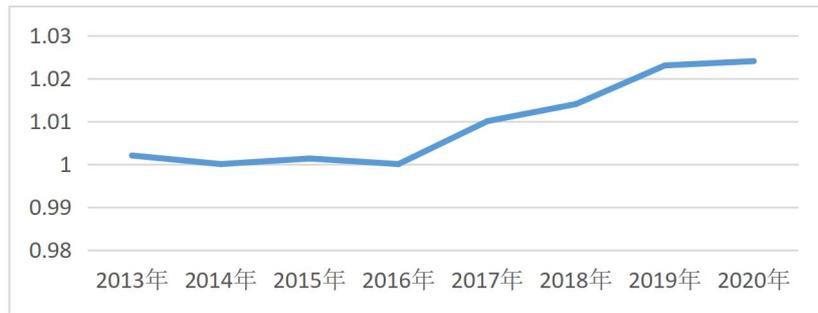


图 3.7 泸州老窖 2013-2020 年财务杠杆系数

由图 3.7 可以看出泸州老窖除了 2014 年和 2016 年的财务杠杆系数为 1，其他年份均大于 1，有少量的利息支出，可以看出商业信用产生的负债依然占据大头，使得借款性负债较少，没有充分运用财务杠杆，存在零杠杆经营。为了更加具体分析企业财务杠杆情况，考虑到零杠杆经营与企业现金流量密切相关，因此对其进行深入分析，见表 3.6 所示：

表 3.6 泸州老窖 2013 年-2020 年现金流量净额汇总表 单位：亿元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动	12.27	13.07	1.536	27.50	37.04	42.98	48.42	49.16
投资活动	-2.41	-1.43	-1.13	-2.37	-14.07	-14.65	-45.51	-21.74
筹资活动	-25.76	-18.25	-11.91	-12.33	13.26	-19.17	0.93	-9.17
现金等价物	-15.93	-6.62	-11.5	12.8	36.23	9.17	3.863	18.16

数据来源：网易财经

首先，泸州老窖 2013 年-2020 年经营活动现金流量总体呈增长态势，除 2015 年出现下降，主要是未到期应收票据增加和预收账款减少较多共同影响所致。其次，投资活动现金流长期为负，近几年有较强的波动，主要是因为行业普遍实施技改项目后，泸州老窖在 2016 年底进行酿酒工程技改项目，虽然投资进度较行业滞后，但是其投资规模较大。技改项目的实施使得在建工程项目增多，泸州老窖近 5 年在建工程投资预算总额近 74 亿元，2019 年泸州老窖在建工程开始不断转固定资产。2020 年筹资活动现金流下降，是因为公司发行债券募集资金规模较同期减少，2013 年-2020 年现金净流量呈现波动式变化，此外 2013 年-2015 年期间由于派息和投资活动过多导致现金净流量减少。

3.2.5 融资结构分析

内源融资是企业的第一融资选择，优势在于最大监督降低了财务费用，不用支付高昂的利息费用，降低了集团财务风险。内源融资虽好，但对企业经营状况有较高要求，对留存收益反映敏感，不是所有企业都有足够的内部资金保障融资目标的达成，这时外源融资成为企业融资的重要补充，通过合理融资搭配也能够起到以最低融资成本，实现最大融资成果的效果。由于各年度融资总和皆为100%，因此考虑其变动比以说明问题，具体情况如表3.7所示：

表 3.7 泸州老窖 2013-2020 年融资变动比 单位：%

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
内源融资	0	-3.78	4.99	3.77	-14.14	2.49	1.03	9.06
外源融资								
债务融资	0	3.02	-5.5	-3.17	2.4	-0.53	2.95	-7
股权融资	0	0.75	0.52	-0.6	11.27	-1.98	-3.98	-2.06

数据来源：东方财富网

由上表可知，泸州老窖融资变动较频繁，内源融资处于虽有小幅度波动但比例相对稳定态势，它以商业信用为主体，具有成本低、速度快、低风险的特点，为公司的资本积累提供了保证。也有少部分债券融资，但比例不高，未采用长短期借款的方式，融资渠道过少，股权融资2017年出现小幅度增长，说明泸州老窖根据自己的发展需求，在不断调整融资方式，以降低融资成本。

3.3 泸州老窖资本结构横向对比分析

通过纵向研究，我们从泸州老窖内部入手剖析公司在日常经营、公司战略、财务管理等方面的现状，与此同时还需要继续通过横向对比研究，了解白酒行业的行业状况，综合分析泸州老窖的资本结构，便于进一步研究其优化方案。虽然泸州老窖处于白酒行业的领先者，但是由于没有及时根据市场的变化，进行相应的资本结构和战略方面的变更，以至于被迫退出“行业前三”的位置，说明其与同行业竞争对手仍然存在有明显的差距，所以选取同行业竞争对手的资本结构做一个对比，学习竞争对手的方式，调整自身在资本结构方面的不足。

3.3.1 对比公司的选取

为了更加有效分析泸州老窖资本结构有待改进的部分，多维度考虑企业规

模、品牌特性、市场占比和利润水平等因素，本文选择了贵州茅台、五粮液、洋河股份三大白酒公司作为对比公司，从东方财富网下载三家公司 2020 年年报，从资产结构、负债结构、股本结构和财务杠杆四方面，与 3 家同行业竞争对手进行资本结构横向分析。具体情况表 3.8 所示：

表 3.8 2020 年泸州老窖与竞争对手资本结构对比表

	泸州老窖	贵州茅台	五粮液	洋河股份
资产负债率%	33.78%	21.40%	22.95%	28.58%
产权比率%	51%	27.23%	29.49%	38.10%
流动负债占比%	65.51%	99.99%	99.02%	95.20%
非流动负债占比%	34.49%	0.01%	0.98%	4.80%
股权集中度	51.02%	54%	34.43%	34.16%
财务杠杆系数	1.024	1	1.055	1.002

数据来源：根据案例企业年报整理

3.3.2 资本结构总体分析

从表 3.8 可以看出泸州老窖资产负债率高于其他三家企业，产权比例、流动负债与非流动负债占比均与行业领先企业存在差距，说明泸州老窖资本结构正在波动调整期，后文中我们将继续研究公司相关战略，提出切实可行的调整方案。

3.3.3 负债结构分析

由表 3.8 可知 3 家企业的流动负债占比较高，均在 95%以上，仅泸州老窖流动负债占比处于相对较低的水平，泸州老窖在长短期负债之间的配置较其他企业有明显的优势，这一趋势是有利于企业长久良性发展的，应当在后续发展中予以保持。贵州茅台的流动负债比例高达 99.99%，其原因是它市场占有率高、盈利水平高、经营管理能力强，使得贵州茅台能够承受高比例的流动负债所可能产生的财务风险。泸州老窖流动负债占比近两年有所下降，主要得因于对外发行债券，使得长期负债的占比有所提升，财务风险较其他企业也较小，企业应对市场的剧烈变化，压力会小一些。

非流动负债占比与流动负债占比构成 1，那么流动负债率高自然会导致非流动负债率低。除泸州老窖外，其余三家企业的非流动负债占比均低于 5%，泸州老窖的非流动负债占比处于相对合适的水平，说明泸州老窖拓宽融资渠道，通过

发行债券获取资金，但是债券的发行也只是个别年份，以及没有长短期借款，说明它的负债结构依旧是不够合理的，还有优化的空间。

3.3.4 股权结构分析

当前国内上市公司已基本实现全流通，为解决股权分置制度与资本市场不相适应的问题，泸州老窖在 2005 年 10 月进行了股权分置改革，在 2012 年解禁限售股后也已实现全流通。从表 3.8 可以看出白酒行业股权较集中，股权集中度最高的为贵州茅台，泸州老窖次之，都在 50% 以上，其他头部企业也常年保持 30% 的股权集中度。泸州老窖集中股权占据 51% 左右，是因为第一持股企业与其第二持股企业均由泸州老窖集团有限责任公司控制，泸州市国资委是其实际控制人，持股比例达到 51%，股权较集中，不利于企业其他股东发挥制衡作用，容易对企业其他股东利益造成损伤。

3.3.5 财务杠杆分析

财务杠杆本质上是利息费用等融资成本，同等负债水平下可能表现出较大的财务杠杆波动，融资方式的配置不同，会形成截然不同的结果。通过分析企业财务杠杆系数大小，权衡好财务杠杆收益和财务风险，才能更加有效实现企业资本结构的优化。从 3.8 可知，四家公司的财务杠杆系数在 1 左右波动，除贵州茅台外都略高于 1，说明有一定的利息支出，但也可以看到，财务杠杆系数较低是白酒企业的普遍情况，但未必所有的白酒企业都应为如此水平，仍需要具体企业具体分析，总体来看白酒企业财务杠杆利用不够充分。

4 泸州老窖资本结构存在的问题及成因

4.1 资本结构存在的问题

依据上述分析,通过泸州老窖自身对比以及与行业内领先企业资本结构横向比较,可以看出白酒行业存在负债结构不合理、融资方式单一的共性问题。下面在前文基础上,总结泸州老窖资本结构还存在的问题。

4.1.1 资产负债率偏高

2020年泸州老窖资产负债率为33.78%,与样本其他3家白酒行业领先企业相比略高,泸州老窖作为中高端白酒的领先者,其产品经常用于公务宴请,它的资产负债率是在2016年开始增加的,在2016年之前处于下降状态,这主要是因为2013年的“禁酒令”使得2014年、2015年白酒行业销售收入增加速度放慢,存货积压,利润降低,企业无需通过增加负债来筹集资金,所以负债总额较其他年份较少,2016年开始实行酿酒工程技改项目,企业需要通过不同手段不断筹集资金,因而负债有所增加,如何充分利用负债的节税作用,提升公司价值,使企业价值最大化是企业应该考虑的问题。

4.1.2 融资渠道单一

泸州老窖债务融资基本以流动负债为主,其中自发性负债比例在逐渐增加,长期负债处于低位,近两年由于企业战略影响,公司发行了债券,其他融资方式均未涉及,主要原因是泸州老窖资金储备量较大,日常交易对资金的依赖性很大,需要良好的运营和管理,单一的融资模式存在着很大的局限性,一旦经营状况不佳,届时没有足够的资金后盾对重短期资金紧张压力。当前泸州老窖处于发展扩张阶段,无论是企业价值回归战略还是基于市场竞争更新生产工艺的要求,需要充足的资金作为后备力量,不同的融资方式对于提升企业良好运行具有重要作用。

4.1.3 负债结构不合理

泸州老窖流动负债占比在2019年以前比较稳定,保持在95%以上,2019年、2020年由于发行了债券,使得非流动负债占比出现增加,但与合理比例50%相比还有调整空间。短期负债占比较高会给泸州老窖经营不善时带来高财务风险,从泸州老窖来看,由于2013年禁酒令的发布,使得企业积累大量存货,销量下降,

短期偿债能力锐减，对企业未来经营活动产生很大影响。而非流动负债则能让公司在短期内用来还贷，使企业将资本投入到长期投资项目中，比如：投入固定资产，这是符合泸州老窖酿酒工程技改项目的长期发展战略。由于长短期负债对风险影响不同，因此泸州老窖在进行负债结构调整时，应注重对财务风险的控制，以降低财务风险，实现高收益。近两年泸州老窖已经注意到高短期负债占比给企业带来的风险，不断调整非流动负债的规模并提高其占比，有一定程度的效果。

4.1.4 股权集中度高

白酒上市公司为国有控股企业，地区国资委为其上市后的第一大股东。目前来看各白酒企业股票基本实现全流通，泸州老窖于 2012 年也实现了全流通，股权分散的优势是可以使社会投资者有机会购买公司股票，而泸州老窖第一大股东就拥有 51% 的股份，显然股权集中度高，依然拥有公司的绝对控制权。大股东一股独大的特性，使其拥有绝对话语权，容易形成“一言堂”效应，导致小股东的声音无足轻重，长此以往对企业发展不利，容易产生经营风险与财务风险，不能科学合理的进行战略决策。泸州老窖主要以债务融资为主，近两年股权融资有所增加，但是配股、增发等其他方式并没有充分利用，最大的原因就是国家是公司的实际控制人，公司的利润属于财政收入，如果股权分散很容易导致国有资产流失。

4.1.5 财务杠杆利用不充分

企业财务杠杆系数跟随公司利息支出变化而变动，两者具有正相关，作为衡量企业财务风险的有效工具，其财务杠杆系数越高，企业财务风险愈高。泸州老窖财务杠杆系数超过 1，比五粮液低同时高于茅台和洋河股份公司，说明泸州老窖有利息的支出，主要是因为 2019 年、2020 年发行债券所产生的，而白酒行业其他企业均为 1，这表明白酒企业的资金使用效率较低，负债节税效果不佳，净资产收益率无法得到有效提升，虽然这样财务风险比较低，但是不利于公司的规模发展和企业战略的实施。

4.2 资本结构问题成因

通过对泸州老窖与同行业白酒企业的资本结构进行对比分析，在上述分析中我们可以看出泸州老窖资本结构中存在资产负债率较高、融资渠道单一、股权集中度高、负债结构不合理、财务杠杆作用不充分等问题，这为优化泸州老窖资本

结构指明了方向。1994年泸州老窖公司取得上市，在近20多年的发展中，公司经历了一次上市、四次增发的融资行为，未使用其他融资方式。这也一定程度上积累了泸州老窖资本结构方面所存在的问题，并且受到宏观环境、资本市场和企业自身的影响，本节将就这些问题成因进行分析。

4.2.1 宏观环境方面

1. 政治环境

白酒行业受政策影响较大，伴随着高端白酒一路狂飙的势态，大量社会资本进入市场炒作，股市泡沫严重，贵州茅台一度成为国内第一大股东。2013年国务院召开了工作会议，明确了要对“三公消费”进行严格的控制，禁止使用公款购买高档酒，致使多数社会资本抽逃出市场，短短两个月，让曾经“虚高”的酒价回落，市场上无数高端白酒随势大跌，直接导致高档白酒销量骤降，销售收入下降。此外2020年新冠肺炎席卷全球，为抗击疫情，政府出台多项限制人员流动政策，文娱、餐饮行业一度沉寂，白酒市场需求衰退，造成产品堆积，成本上升，销量低迷，短期内市场需求量还未全面释放。

2. 经济环境

目前经济形势处于稳定发展时期，GDP增速保持低速增长，随着宏观经济继续下滑，存在通货紧缩的风险，为保障我国证券市场平稳发展，降低公司融资成本，促进实体经济发展，中央人民银行出台了一系列宽松的货币政策。同时政府增加了货币供应量，以减轻对货币的需求，让公司能够更加轻松地获得贷款，泸州老窖2020年拥有资产350亿元，116.25亿元货币资金，具有充足的现金流量，对泸州老窖的融资限制不大，在货币供应量充足的环境下，其资产负债率与货币供应呈负相关，所以反倒会进行低负债。

2012年后央行为了缓解资本市场资金流通不足的问题，不断根据国家形势和政策调整利息。当企业债务收益超过支出成本时，公司会果断选择负债，这就是财务杠杆作用。对比分析表明，财务杠杆与税前利率之间存在负相关，与利率呈现正相关。2013年-2020年泸州老窖财务报表显示，其税前利润率基本维持在47%，因此随着国家利率的降低，其财务杠杆系数也在不断增大，这与泸州老窖近八年的财务杠杆系数变化是不一致的。

3. 社会文化环境

当前白酒行业消费人群规模逐渐萎缩，受“塑化剂”事件及诸如假酒事件的影响，人们更加注重食品安全，在全球化、信息化的趋势下，互联网改变了消费者们的观念，大家强调消费安全和健康，也使得 80. 90 后一代成为了绿色健康消费品的忠实消费者，传统白酒企业如何适应消费群体改变是其目前所面临的巨大挑战。同时由于我国居民收入的逐渐增加，也提升了居民的消费水平，也将释放部分潜在消费人群，对冲老龄化、新观念带来的市场萎缩压力，更是下个 10 年中国白酒消费的新增长点。如图 4.1 所示：



图 4.1 2013 年-2020 年中国城镇化率 (%)

此外，中国酒类文化历史悠久，主要以浓香型为主，但酱香型白酒的热度受市场影响居高不下，一些业界人士预测，未来酱酒可能取代浓香型白酒地位，从而引发新一轮香型替代热潮。统计数据表明，目前国内酱香型白酒生产总量大约 60 万吨，较上年同期增加了 9%，占白酒行业的 8%左右。如图 4.2 所示，而泸州老窖酒以浓香型白酒为主，这也意味着它的产量将受到冲击，这对泸州老窖来说是不利的，因当根据市场变化及时的进行调整和应对。

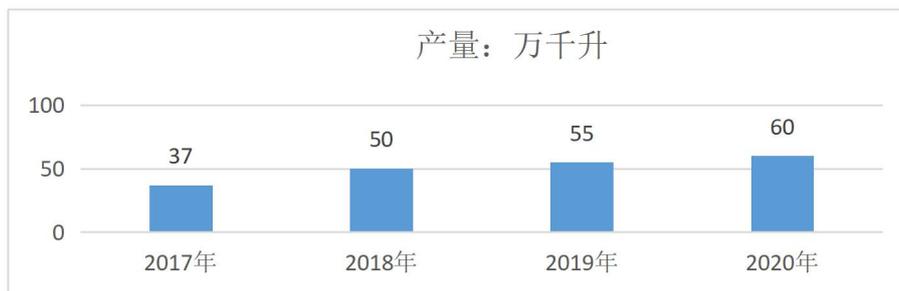


图 4.2 2017 年-2020 年中国酱香型白酒产量

4. 技术环境

伴随着科学技术的发展，传统工艺融合现代化技术，驱动白酒行业科学发展

的新趋势，先进机械设备引入酿酒行业，减小了人工的劳动强度，生产控制更加精准，产能不断释放，助力白酒产业跨越式发展。自 2003 年以来白酒企业开始逐步建立技术壁垒，专利申请数量增加趋势明显，各大头部企业依据规模优势和品牌营销，不断摊薄边际生产成本，提高行业准入门槛。在此期间，泸州老窖也积极推进酿酒工程技改项目的建设，用以提升酿酒生产水平和采供环节效率；通过网络技术和大数据的应用，实现生产、仓储、配送等模块的有效运行；持续探索智能化酿造技术的基础研究，实现科技创新，支持行业长远发展。

4.2.2 资本市场方面

1. 行业现状

白酒行业目前处于成熟期，现阶段白酒企业整体利润相对稳定，持有充足资金，投资活动少，但发展较慢，质量和技术更新不到位，头部企业开头显露，中小企业市场萎缩，消费主体趋于年轻，竞争更加激烈，供大于需的市场现状依旧存在于部分企业，中低端市场产品同质化现象严重，白酒市场通过价格战进行竞争。泸州老窖近三年的账面资金总额为 93.67 亿元、97.54 亿元和 116.2 亿元，占总资产的 41.45%、33.73%、33.2%。低成本融资是企业首选方式，当无法满足资金需要时，则采取下一种融资模式，在企业融资方式中内部融资成本最低，股权融资成本最高。2020 年泸州老窖现金流量表显示现金流量净额合计为 18.25 亿元，泸州老窖拥有货币资金 116.2 亿元，用内部融资可以满足其需求，且泸州老窖的财务费用长期为负值，说明其为充分利用现有的货币资金。

2. 市场竞争

当前各白酒企业不断强化产品、品牌和市场等方面，各白酒代表性品牌发展趋势和竞争形式逐渐形成，市场竞争日趋激烈。在充分市场竞争环境下，生产成本透明度不断提升，同质产品价格趋于一致，营销战略逐步走到台前，各类风险控制变得越来越重要。对泸州老窖而言，高端白酒的市场份额主要集中在贵州茅台和五粮液两家企业手中，而未来中高端白酒将进入爆发增长期，所以泸州老窖在中高端白酒领域有希望成为龙头企业，而中高端白酒市场利润率最高，市场拼杀已进入白热化，为了巩固发展中高端白酒市场的竞争地位，价格战一触即发，此时公司保持较低的财务杠杆，更有利于抵抗其他同类白酒企业的竞争，加之泸州老窖并不是资本密集型企业，公司管理层为了控制风险，降低财务杠杆，在保

证公司战略实现的前提下，更倾向于通过内源性融资来满足自身的资金需求。

4.2.3 企业自身因素

1. 公司治理

从公司治理的角度来看，公司治理结构是通过债务和股权来反映的，泸州老窖如何处理公司治理情况将对资本结构的选择产生重要作用。第一大股东泸州老窖集团有限责任公司持有 51.01% 股份，超过了同行业平均值 40.56%，对该公司绝对控股。如表 4.1 所示：可以看出公司的前五大股东中，国有法人股的占比近 55%，前两大股东实际上均受泸州国资委控制，从国家持股的比例来看仍然是国有企业，虽然老窖集团和兴泸集团各持股一部分，但其实际控制者为泸州国资委，所以在一定程度上其他股东无法进行制衡，使得公司过于保守，不敢负债，这也是国有企业的一贯问题，因为害怕股权融资使公司股权被稀释，而公司的管理层持股，则担心负债会增加企业财务风险，从而影响到企业的利润。同时股东和管理层可以通过分红来获取更多利益，所以他们不愿意提高负债比例，增加企业财务风险，这使得公司未有效利用融资优势，提高企业股权收益。

表 4.1 泸州老窖前五大股东持股情况

五大股东	持有比例
泸州老窖集团有限责任公司	26.02%
泸州市兴泸投资集团有限公司	24.99%
中国证券金融股份有限公司	2.31%
香港中央结算有限公司	2.25%
中国银行股份有限公司—招商中证白酒指数分级证	2.04%

数据来源：东方财富网

2. 管理层行为

管理层受企业所有者委托代理管理公司，管理层以高效管理企业的能力取得相应的薪酬水平，代理成本由此产生，本质上是将人力资源换算成生产资料，进行投入产出比的评价。管理层是否高效履行管理职能，实现企业价值最大化是代理理论研究的重点，大量文献表明，分派给管理层部分股份，可以有效避免管理层与股东之间的冲突，一定程度上实现二者的利益绑定，由于企业举债会增加企业财务风险及经营风险，这时管理层会降低举债发展的意愿。

白酒行业是高毛利的行业,泸州老窖 2020 年通过营业收入实现净利润 59.59 亿,净利润率 35.79%,由于公司有较强的盈利性,公司管理层容易盲目自信,认为公司的经营状况良好,忽略了公司资本结构存在的问题,而只有资金流动性出现问题,公司管理层才会重视,而在较高盈利的情况下,资本结构问题会被高利润掩盖。自泸州老窖上市以来,公司除发行债券外无其他融资行为,可以看出公司管理层对负债态度消极,泸州老窖是国有控股公司,受地方政府的支持,同时有着营业成本低,营业收入高的特点,这一系列的有利条件更让管理层满足于现状,而不愿冒风险来提高负债,扩大公司规模或投资其他项目来提高公司收益。

3. 资产专用性

企业资产在金融市场上要按其用途分类评估,专业用途越强的资产估值越低,主要包括专用地皮、实物资产、专有技术、特有设备等,这些资产是生产线特有的组成部分,往往无法在市面上及时变现,对齐价值的评估也会因购买方用途而波动,不是稳定的变现资产。泸州老窖作为白酒生产企业,拥有大量专用性资产,其中以存货、生产车间和机器设备为主要资产,在泸州老窖的资产中占有 38.84%。目前国内白酒市场已经步入成熟阶段,受新冠疫情和经济下滑的冲击,泸州老窖要想保持目前的市场竞争地位就要持续不断的对专用性资产进行投入,但同时也会减少企业现金流量,减弱偿债能力,增加企业财务风险。从外部来看,金融机构在评估生产专用设备资产抵押物时,考虑到其设备行业特有属性,出于维护自身权益的需要,通常会采取提高利息,加强对企业的经营活动监控等措施以减低坏账风险。

5 泸州老窖资本结构优化设计

通过对前面泸州老窖资本结构现状的分析,得到了泸州老窖资本结构存在的问题和原因,为其资本结构调整及优化明确了方向。本章将利用静态与动态相结合的方法,就优化泸州老窖资本结构展开进一步详细的论述。

5.1 资本结构优化的目标与原则

5.1.1 资本结构优化的目标

企业资本结构优化目标主要有三种,即企业利润最大化、股东财富最大化和企业价值最大化。以财务管理目标为基础,完全顾及了管理层、投资者和债权人他们三者的利益,最大限度使公司价值达到最优,在资本结构调整中受到的阻力最小,最大可能达成优化目标,同时保持了一定的公司财务规模和弹性,有利于公司的长远健康发展。

之所以确定企业价值最大化为目标,原因有三:第一,可以通过企业未来可获得的收益,有效进行投资选择,进行筹措资金。第二,它综合考虑了多方利益相关者,不只是强调单一方财富的增加,要从长远角度考虑企业价值最大化,注重通过长期发展获取利润。其三,适用于资本规模较大的上市公司,同时具有很好的风险控制能力,不以短期盈利作为标准,有利于企业的长期发展。因此泸州老窖资本结构优化的目标是将企业价值最大化。

5.1.2 资本结构优化的原则

通过借鉴现有资本结构理论,针对泸州老窖资本结构调整按照以下原则开展:

1. 资本成本最低

在资本结构最优时,加权资本成本最小,同时企业价值最大,资本结构中债务结构研究的正是企业筹措资金的方式和路径问题。

2. 筹资时机适宜原则

把握恰当的筹集资金的时机,能够最大可能降低企业的财务风险,由于账期的不同,不同的筹资时机直接影响企业的偿还日期,避免在企业未来现金流较窄区间偿还贷款,可以保证企业有更强的财务韧性,提高资金使用效率。同时对于通过变现的金融产品进行筹资时,筹资时机就显得更为重要,如何在满足企业资金需求的最大期限内,在金融市场上高位抛售股票、债券直接影响到筹集资金的

多少，是资本结构优化调整过程中需要关注的重点。

3. 最优筹资组织原则

资本结构具备整体性功能，每一个小版块发挥各自作用，最终实现一加一大于二的整体性效果。可以将它看作一个有机整体，每一版块的运作都至关重要，只有保证各部分有效衔接才能发挥最大功效。具体来说，泸州老窖在制定融资方案时，必须准确衡量、分析研究每种融资方式的可实施性，要在融资成本、偿还账期、偿还能力等多个方面综合判断后，最终确定最优的资本结构优化方案，同时提前做好风险预警方案，留足市场突发情况响应空间。

5.2 泸州老窖资本结构静态优化

5.2.1 模型选择

本文采用孟建波和罗林（1998）建立的最佳资本结构模型方程，以建立企业资本结构最优为推导原则，将建立的企业最佳资本结构的价值定义为投资者使建立的企业资本价值最大时的资产负债率，通过严格的数学推导和合理简化后，得出了企业最优资本的结构模型公式，如下：

$$\ln E = \frac{Z+I}{E} + \frac{Z+I+E}{V} * \frac{100 * b}{1-b}$$

其中 E 代表息税前利润，Z 代表公司固定资产折旧，I 代表公司利息支出（这里我们用财务费用代替）。V 代表公司资产总额，b 代表公司最佳资产负债率。

5.2.2 数据代入

泸州老窖 2013 年到 2020 年的财务数据如表 5.1 所示：

表 5.1 泸州老窖相关财务数据

单位：亿元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
税前利润 E	46.80	12.18	19.67	25.59	34.34	46.59	61.04	79.39
财务费用 I	-1.56	-0.9	-0.58	-0.59	-1.06	-2.15	-2.05	-1.32
资产总额 V	139.1	131.7	132.0	139.7	197.6	226.0	289.2	350.1
资产折旧 Z	1.3	1.45	1.56	1.5	1.6	1.55	1.56	2.87

数据来源：泸州老窖年度财务报表

将数据带入方程中，得出泸州老窖最优资产负债率 b ，与实际资产负债率进行比较如表 5.2 所示：

表 5.2 2013 年-2020 年泸州老窖实际资产负债表和最优资产负债率

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
实际资产负债率	22.55%	25.64%	21.39%	18.64%	22.49%	24.25%	32.38%	33.78%
最优资产负债率 b	10.32%	20.24%	15.78%	14.43%	16.64%	15.92%	16.40%	15.92%

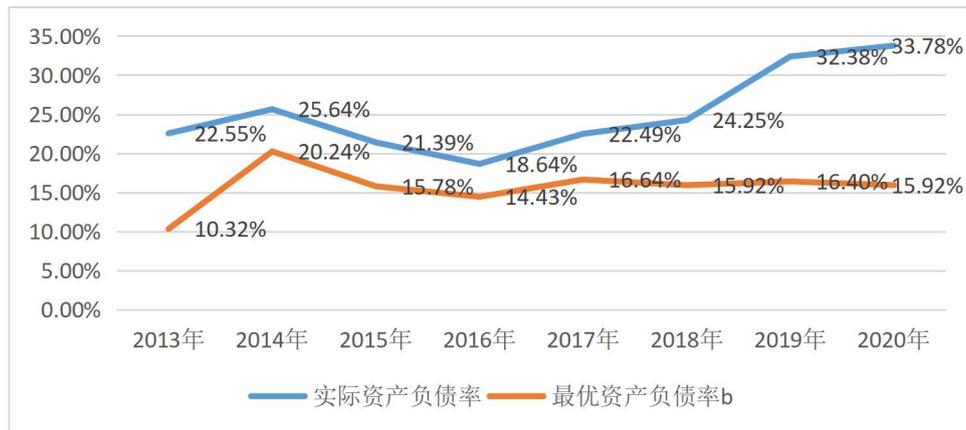


图 5.1 泸州老窖实际资产负债率与最优资产负债率

5.2.3 分析小结

根据图 5.1 显示，2013 年-2020 年泸州老窖实际资产负债率高于最优资产负债率，基本呈现先是同曲线方向变动，接着偏离最优水平，且差距越来越大。2013 年至 2016 年泸州老窖进入了发展瓶颈期，通过调整负债比例和融资方式，使其资本结构趋于最佳。2017 年白酒行业逐渐复苏，企业开始进行扩张战略，同时也导致资本结构偏离静态最优水平较远，由此可见静态资本结构不能结合内外部环境变化做出变化，有一定的局限性。综上所述，计算出的静态资本结构与外部环境变化不相适应，静态最优是基于理论假设的，但由于企业处在动态的环境中，现实中无法真实达到，因此结合企业外部环境因素，基于静态最优资产负债率，试图探究出动态优化的区间，最终实现企业价值最大化。

5.3 泸州老窖资本结构的动态优化

由于静态资本结构的优化假设条件太多，我们需要结合外部和企业内部的双

重环境影响，在静态基础上完善资本结构优化的可能性，因此提出动态资本结构优化。动态资本结构优化好处在于它扩大了调整范围，有效考虑企业内外部因素对最优资本结构影响的基础上，计算出一个最优资本结构区间，在此区间内任意资本值都可以称为最优资本结构，从而降低调整成本并加快资本结构优化速度，为资本结构优化调整提供方向，对资本结构的决策具有较高的技术贡献。

5.3.1 资本结构外部影响因素优化

1. 宏观环境

宏观环境也称企业外部环境，是企业判断市场环境的重要参考，企业资本结构应当根据外部环境变化进行及时有效调整，步调一致，在不同经济周期制定不同的战略方案，才能使企业长远可持续发展。

(1) GDP 增长速度

国内生产总值是衡量国家经济发展的重要指标。当 GDP 增速加快时，将迎来市场繁荣期，企业发展势头较好，市场购买力强劲，需求量旺盛，企业也可借机扩大规模快速发展，积极向外举债融资。当 GDP 增速下降时，市场逐渐低迷，融资环境收紧，企业对外融资较难实现，举债意愿下降。

由图 5.2 可知，近年来国内 GDP 长期稳定向好，GDP 增长率由速度优先向质量优先驱动，保证经济又好又快发展。2020 年受供给侧结构性改革步入深水区和新冠肺炎疫情影响，GDP 增长率仅为 2.5%，处于近几年中增长率水平最低，虽然 GDP 增速放缓，但从全球范围内看，中国依然是全球经济增长的重要引领者，宏观经济的逐步复苏使得 GDP 的增长对企业举债意愿起到刺激作用。

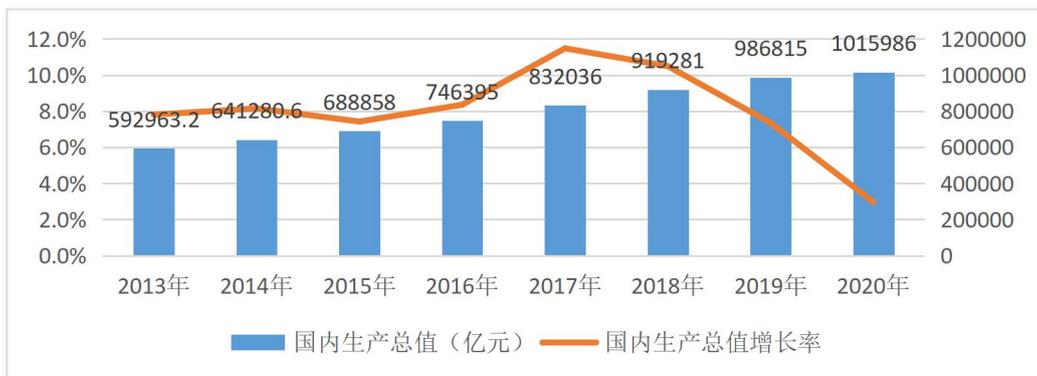


图 5.2 2013 年-2020 年国内生产总值变动表

（2）通货膨胀程度

如图 5.3 所示，通货膨胀率受居民消费价格指数影响，一般认为通货膨胀率上升，企业债务融资成本就会降低，促使企业有更强的债务融资意愿；反之，通货膨胀率下降，企业不得不支付价值更高的利息，融资成本的上升迫使企业降低债务融资的意愿。诚然，通货膨胀率受货币供应量，国际汇率等多种因素影响，具有复杂的变动性，但其在较长时间尺度上，可以大体作为判断经济发展状态的重要指标，较高或者较低都是经济环境异常的信号，稳定、适当的通货膨胀率是有主意提高就业，刺激消费，增强经济发展活力的。近年来，国内通货膨胀率一直处于稳定区间内，且房地产行业逐步回归正常增长速度，因此有助于企业进行融资，对负债起到刺激作用。



图 5.3 2013 年-2020 年居民消费指数和通货膨胀率

（3）货币基准利率

贷款基准利率是对融资环境起决定作用的风向标。贷款利率与公司债务融资成本呈正相关，贷款基准利率下调时，都会引动企业更倾向于债务融资，促进企业健康发展。为降低融资成本，2013 年起央行下调人民币存贷款基准利率，仅 2015 年就连续下调 5 次，2021 年一年期贷款基准利率维持在 4.35%，较低的负债融资成本对企业增加负债意愿起刺激作用。

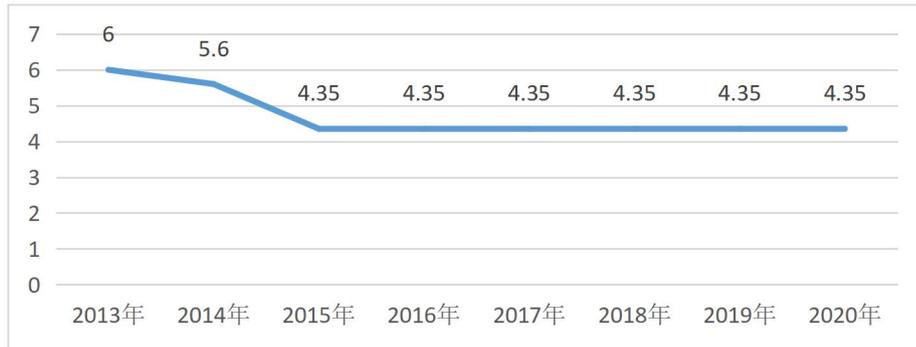


图 5.4 2013 年-2020 年一年期贷款利率

2. 金融市场

长期以来，国内金融市场在抑制政策主导下，未能发挥出金融市场的全部效能，企业融资难问题一直和告诉增长的国内经济不相适应。2021 年国内股市虽有复苏，但还处于发展缓慢，尚不成熟的震荡发展期，投机性投资依旧占据主要部分，同时结合泸州老窖资本结构现状，主要股权由国有资本控股，又因其行业特殊性，较难通过股权筹资的模式去筹资，因此现阶段金融市场环境下，负债融资成为首选，对企业扩大负债水平具有刺激作用。

3. 融资环境

融资环境主要受市场与政策影响进行波动变化，企业要及时掌握最新的国家经济政策、系统研判市场环境才能占得先机。近几年社会融资总规模增速放缓，伴随着中国国民经济增速下滑，企业利润不佳，国民消费需求不旺盛，地方政府财政支持较困难情况下，企业扩产发展受到负面阻力。根据最优融资顺序理论，市场低迷引起的信贷风险增高，会导致金融企业设置更多的放贷条件，增加企业获得贷款的难度，但出于权衡理论的考虑，企业在此期间也会保持较低的负债水平来度过市场寒冬。

尽管短期来看国内白酒市场还未完全复苏，但我们也应该看到 2020 年中国政府在全球新冠疫情大考中迅速稳定国内疫情，得益于基础工业较为完备的良好基础，中国逐步成为名副其实的世界工厂，为国内经济突出重围注入强心剂。2020 年底中国也以前所未有的气魄，实现了“全面建成小康社会”的历史性成就，2021 年 GDP 水平持续增加突破百万亿，房地产行业逐步趋于冷却，巨量资金重新回归股市，白酒作为日常消费品或许将迎来新的春天，目前来看这都为白酒行业的融资市场逐步向好提供了明确指引，对企业增加负债比例起到刺激作用。

4. 行业状况

白酒作为餐饮领域的消耗品，具有稳定的消费市场，是中式餐饮文化中的重要组成部分，其细分市场较多，按品类大致可划分为高、中、低三类，泸州老窖作为传统酒企，历史传承悠久，所有品类均有涉猎，但根据近年来企业战略的定位来看，主推高端白酒市场，旗下产品“国窖 1573”已是耳熟能详的高端白酒代名词之一。泸州老窖虽有一定品牌影响力，但高端白酒较易受到政策、居民可支配收入等因素的影响，呈现出短期内的需求量波动，进而传导到企业现金流的波动，最终影响企业资本结构的配置，再没有重大战略决策的情况下，市场需求量与资产负债率一般呈现出同向变动的趋势。

近年来，随着居民可支配收入不断提高，白酒市场逐步回暖，各大酒企纷纷开始加大投入，争取市场份额的占据。现阶段泸州老窖的主要市场还是集中在国内酒类金三角，相较于周边竞争对手贵州茅台、五粮液、郎酒等企业，从品牌、技术以及销售方面，都不具备明显的竞争优势，要想冲进“行业前三”，还需要在品牌、技术等方面有所创新，继续加大投入，提升产品竞争力，这对企业负债水平的提高具有刺激作用。

5.3.2 资本结构内部影响因素优化

1. 企业规模

企业规模是资本结构的显著影响因素，中小企业受限于自由资金不足，主营业务单一，可供抵押资产较少等因素影响，较难获取金融机构授信，往往不得不采用股权融资方案，但对于大型企业而言，资产规模较大，业务范围广泛，资金来源多元化，较易获得金融机构授信，需要融资时优先考虑债务融资方式，并能通过合理长短期负债规划最大限度降低财务成本。近几年来，泸州老窖伴随着扩张战略，2020 年资产总额达到 350.1 亿元，同比增长 17.4%，营业收入 166.5 亿元，同比增长 5.3%。虽然企业规模不会无限制的持续增长下去，但通过酒类行业同行业对比，泸州老窖应处于扩张发展期，且总资产规模对比行业龙头贵州茅台还有不小的差距，因此，现阶段泸州老窖企业规模的增长对企业负债意愿具有刺激作用。

2. 资产抵押性

资产作为抵押贷款的重要担保，是重资产行业发展进步的压舱石。白酒行业

是典型的重资产类企业，酿酒工艺所需时间跨度较长，产生大量半成品、成品作为存货资产，受储存年份影响，在金融市场具有较好的溢价能力，这为白酒行业提供了大量银行授信空间，支撑其拥有弹性较高的负债空间，是资本结构调整的有力基础条件。2020年泸州老窖应收账款151万元、存货46.96亿元、固定资产68.86亿元，总计占总资产33.09%。如表5.3所示，2013年至2020年，泸州老窖总资产呈现增长趋势，且近两年间发展势头迅猛，资金需求量较大，基于此在金融市场上可以获得更多的贷款额度，对企业负债意愿具有刺激作用。

表 5.3 2013 年-2020 年泸州老窖资产总额

单位：亿元

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
资产总额	139.1	131.7	132.0	139.7	197.6	226.0	289.2	350.1

数据来源：年报整理

3. 资产的流动性

资产流动性对资产负债率影响较大，通常情况下流动性越强，企业变现能力越强，可支配资金越充足，偿还债务能力也较强，企业会获得更多的银行授信，获得更高的举债能力，深刻影响着资本结构调整过程中的柔性尺度大小。本文选取流动比率、速动比率和现金比率作为衡量指标。一般认为流动比率在1.5-2之间，速动比率为1左右，现金比率120以上为佳，从表5.4可以看出：泸州老窖的流动比率和速动比率不在合理范围之内，整体处于较高水平，现金比率基本在正常范围上，基于泸州老窖资产的较好流动性，内部资金充足，一定程度会降低企业的融资意愿，对企业负债具有抑制作用。

表 5.4 泸州老窖 2013 年-2020 年数据

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
流动比率	3.41	2.98	3.45	3.93	3.27	2.86	2.4	2.57
速动比率	2.66	2.13	2.4	2.92	2.62	2.26	1.87	1.96
现金比率	172.8	150.9	130.4	193.4	193.5	173	143.7	150.1

数据来源：网易财经

4. 获利能力

获利能力具体表现为企业获取现金流的能力，对企业资本结构的配置起到决

定性作用，直接影响企业能够承受的财务风险大小，获利能力越强，留存收益就越高，可用于偿还债务的现金流就越多。优序融资理论阐明了基于融资成本最低的企业融资顺序，内部融资优先，其次为债务融资，最后选择股票融资，所以企业获利能力强，通过内部融资即能够满足企业需求，举债发展的情况就会少，负债水平较低，相反获利能力弱，企业的可利用资金不足，只能通过外源融资，则企业负债水平就会高。如表 5.5 所示，泸州老窖的盈利能力逐年增长，势头强劲，现金流充足，具有较高的偿债能力，但也因此会降低企业向外部筹资的意愿，对企业负债起到抑制作用。

表 5.5 泸州老窖 2013 年-2020 年盈利能力

单位：%

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
毛利率	56.98	47.60	49.40	62.43	71.93	77.53	80.62	83.04
销售净利率	33.91	18.23	22.47	23.48	25.03	26.89	29.35	35.78
资产收益率	32.53	9.06	14.33	17.48	16.86	20.55	23.92	26.03

数据来源：网易财经

5. 成长能力

企业处于发展阶段时，基于扩大企业规模，革新工艺，提升产能，抢占市场的战略推进，需要大量资金支持，依靠现有资金往往无法支撑巨大的资金需求，这时企业就需要提高资产负债率，吸收更多资金。融资渠道的选择中，股权融资易分散企业控制权，因此企业会优先考虑进行债务融资，这时资产负债率的高低决定了企业的发展速度。如表 5.6 所示，泸州老窖近年来发展势头良好，2015 年至 2020 年总资产增长率一直保持正增长，企业规模不断扩大，由此可知企业正处于扩张发展期，因此，对企业扩大负债比例具有刺激作用。

表 5.6 泸州老窖 2013-2020 年成长能力

单位：%

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售增长率	-9.74	-48.68	28.89	20.35	25.17	25.60	21.15	5.29
净资产增长率	8.87	-7.94	5.81	7.36	37.65	11.83	14.19	18.55
总资产增长率	-11.81	-4.10	0.08	3.74	44.48	14.42	27.94	21.06

数据来源：网易财经

综合分析以上影响企业最优资本结构的因素，将结果汇总如下，见表 5.7：

表 5.7 内外部影响因素的综合分析

资本结构影响因素		对负债的影响
外部影响因素	GDP 增长速度	刺激负债
	通货膨胀	刺激负债
	货币基准利率	刺激负债
	金融市场	刺激负债
	融资环境	刺激负债
	行业状况	刺激负债
内部影响因素	企业规模	刺激负债
	资产抵押性	刺激负债
	资产流动性	抑制负债
	获利能力	抑制负债
	成长能力	刺激负债

5.4 最佳资本结构区间的确定

通过对泸州老窖外部与内部对其影响因素的分析,了解各因素是如何影响目标公司的资本结构的,对我们为泸州老窖动态的资本结构优化奠定了基础。

动态资本结构优化是应综合考虑多种因素间的共同作用,而不能将不同影响因素割裂开单独判断,其中,GDP 增长速度及通货膨胀率若发生变动,则与之密切相关的居民消费指数也会同步变化,从而引起产品价格及销量的变动,进而影响到企业的获利能力及资产流动性,因此必须整体看待多种影响因素的变化,综合进行判断。本文选取泸州老窖 2013 年-2020 年年报数据为基础,选用熵权法进行归类及计算内外部相关因素的权重,进而依据权重占比结合综合分析,得出最佳资本结构区间。熵权法的优点在于可以排除主观因素干扰,具有良好的客观性评价。在运用熵权法进行权重赋值时,由于考虑到金融市场、融资环境和行业状况的影响也无法运用统一数据进行衡量,所以对以上三因素不进行赋值,只做综合判断使用。

采用熵权法计算各影响因素权重,具体过程如下:

第一,建立泸州老窖影响因素指标体系,见下表 5.8 所示,该公司指标评价体系包括三个层面:一级指标一个,即资本结构优化最终目标为企业价值最大化;二级指标有八个,分别是 GDP 增长速度、通货膨胀程度、货币基准利率、企业规模、资产抵押性、资产流动性、获利能力、成长能力;三级指标共有 12 个,选择分析企业资本结构时所用的财务指标。见表 5.8:

表 5.8 指标层次图

企业价值最大化	GDP 增长速度 W1	GDP 增长率 W11
	通货膨胀程度 W2	通胀率 W21
	货币基准利率 W3	一年期贷款利率 W31
	企业规模 W4	总资产 W41
	资产抵押性 W5	存货 W51
		固定资产 W52
	资产流动性 W6	流动比率 W61
		速动比率 W62
	获利能力 W7	净资产收益率 W71
		总资产净利率 W72
	成长能力 W8	营业收入增长率 W81
		净利润增长率 W82

第二，利用所选取影响因素的各年份及各评价指标数据，构建判断矩阵 R，见下表 5.9 所示：

表 5.9 泸州老窖 2013 年-2020 年指标

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP 增长速度 (%)	7.8	8.1	7.4	8.4	11.5	10.5	7.35	2.96
通胀率 (%)	2.6	2	1.4	2	1.6	2.2	2.9	2.5
一年期贷款利率	6	5.6	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
总资产 (亿)	139.1	131.7	132	139.7	197.6	226	289.2	350.1
存货 (亿)	24.15	28.3	28.6	24.9	28.12	32.3	36.41	46.96
固定资产 (亿)	11.1	10.9	11.2	11.8	11.3	10.3	15.2	68.87
流动比率	3.41	2.98	3.45	3.93	3.27	2.86	2.4	2.57
速动比率	2.66	2.13	2.4	2.92	2.62	2.26	1.87	1.96
净资产收益率 (%)	33.15	8.65	14.67	18.12	20.3	21.81	25.5	28.27
总资产净利率 (%)	24	7.21	11.76	14.57	15.43	16.57	18.02	18.64
营业收入增长率 (%)	-9.8	-48.7	28.9	25.03	20.44	25.7	21.13	5.25
净利润增长率 (%)	-22.12	-72.41	58.8	27.68	31.48	34.9	32.25	28.37

R 的计算方法及表现形式如下：

$$R = \begin{bmatrix} x_{11} & x_{12} & \dots & x_{1j} \\ x_{21} & x_{22} & \dots & x_{2j} \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ x_{i1} & x_{i2} & \dots & x_{ij} \end{bmatrix} \quad (m \times n)$$

式中 X_{ij}—第 j 个指标下第 i 年的评价价值；n—评价年份数；m—指标数。

其中：本文选取指标数 m 为 12，评价年份数 n 为 8。

把各年数据代入矩阵从而得到矩阵 R ：

7.8	2.6	6	139.1	24.15	11.1	3.41	2.66	33.15	24	-9.8	-22.12
8.1	1.92	5.6	131.7	28.3	10.9	2.98	2.13	8.65	7.21	-48.7	-72.41
7.4	1.4	4.35	132.0	28.6	11.2	3.45	2.4	14.67	11.76	28.9	58.8
8	2	4.35	139.7	24.9	11.8	3.93	2.92	18.12	14.57	25.03	27.68
11.5	1.6	4.35	197.6	28.12	11.3	3.27	2.62	20.3	15.43	20.44	31.48
10.5	2.2	4.35	226	32.3	10.3	2.86	2.26	21.81	16.57	25.7	34.9
7.35	2.9	4.35	289.2	36.41	15.2	2.4	1.87	25.5	18.02	21.13	32.25
2.96	2.5	4.35	350.1	46.96	68.87	2.57	1.96	28.27	18.64	5.25	28.37

正向指标数值标准化：

$$Y_{ij} = \frac{X_{ij} - \min\{X_{i1}, \dots, X_{in}\}}{\max\{X_{i1}, \dots, X_{in}\} - \min\{X_{i1}, \dots, X_{in}\}}$$

从而得到标准化的矩阵：

0.57	0.80	1.00	0.03	0.00	0.01	0.66	0.75	1.00	1.00	0.50	0.38
0.60	0.35	0.76	0.00	0.18	0.01	0.38	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00
0.52	0.00	0.00	0.00	0.20	0.02	0.69	0.50	0.25	0.27	1.00	1.00
0.59	0.40	0.00	0.04	0.03	0.03	1.00	1.00	0.39	0.44	0.95	0.76
1.00	0.13	0.00	0.30	0.17	0.02	0.57	0.71	0.48	0.49	0.89	0.79
0.88	0.53	0.00	0.43	0.36	0.00	0.30	0.37	0.54	0.56	0.96	0.82
0.51	1.00	0.00	0.72	0.54	0.08	0.00	0.00	0.69	0.64	0.90	0.80
0.00	0.73	0.00	1.00	1.00	1.00	0.11	0.09	0.80	0.68	0.70	0.77

第三，计算第 i 年份第 j 项指标比重 P_{ij} ，公式如下：

$$P_{ij} = \frac{X_{ij}}{\sum_{i=1}^n X}$$

第四，对判断矩阵的数据进行归一化处理，该矩阵内的各因素取值在 0 到 1 之间。计算第 j 项指标信息熵 E_j ：

$$E_j = -K \sum_i^n P_{ij} \ln(P_{ij})$$

其中：常数 $k=1/\ln(n)$ 。

利用上述公式计算，得到各项指标熵值为：

$$E1=0.92 \quad E2=0.87 \quad E3=0.33 \quad E4=0.68 \quad E5=0.78 \quad E6=0.30 \quad E7=0.87 \quad E8=0.85 \\ E9=0.90 \quad E10=0.90 \quad E11=0.93 \quad E12=0.92$$

第五，计算第 j 项指标差异系数 D_j ，公式如下：

$$D_j=1-E_j$$

利用上述公式计算，得到：

$$D1=0.08 \quad D2=0.13 \quad D3=0.67 \quad D4=0.32 \quad D5=0.22 \quad D6=0.70 \quad D7=0.13 \quad D8=0.15 \\ D9=0.10 \quad D10=0.10 \quad D11=0.07 \quad D12=0.08$$

第六，计算各指标权重 W_j ，公式如下：

$$W_j = \frac{D_j}{\sum_{j=1}^n D_j}$$

经过以上计算过程，得出泸州老窖资本结构影响因素的权重数值如下表 5.10 所示：

表 5.10 公司资本结构影响因素的权重

一级指标	二级指标	指标比重	三级指标	指标权重
企业价值最大化	GDP 增长速度	W1=0.03	GDP 增长率	W11=0.03
	通货膨胀程度	W2=0.05	通胀率	W21=0.05
	货币基准利率	w3=0.24	一年期贷款利率	w31=0.24
	企业规模	W4=0.12	总资产	W41=0.12
	资产抵押性	W5=0.33	存货	W51=0.08
			固定资产	W52=0.25
	资产流动性	W6=0.1	流动比率	W61=0.05
			速动比率	W62=0.05
	获利能力	W7=0.07	净资产收益率	W71=0.04
			总资产净利率	W72=0.03
	成长能力	W8=0.06	营业收入增长率	W81=0.03
			净利润增长率	W82=0.03

结合表 5.10 和表 5.7 中，分析公司资本结构各影响因素对负债的作用，我们可以得出对企业负债具有刺激作用的 GDP 增长速度、通货膨胀率、货币基准利

率、企业规模、资产抵押性、成长能力共 6 种因素影响比例为 83%，而对企业负债具有抑制作用的资产流动性、获利能力共 2 种因素影响比例为 17%，同时我们通过上文对影响因素的分析中可知，目前泸州老窖所处的融资环境和行业状况都对企业负债具有刺激作用，只有目前的金融市场环境可能对企业负债具有抑制作用。综合来看，当前泸州老窖资本结构影响因素中，内外部影响因素较大比重倾向于刺激企业负债比例的提高。因此，根据最优资本结构静态模型确定最优资本结构区间，将预计资产负债率向上进行调整。

选取 2013 年—2020 年静态最优资本结构均值 15.7%为最优区间下限的基础上，结合市场发展及企业战略因素给定 0.7%的财务弹性，调整确定资本结构最优区间的下限为 15%。如图 5.5 所示，2013 年-2020 年酒类行业前三企业资本结构均值为 25.7%，丁培嵘、郭鹏飞（2005）利用对数调整模型，对公司资本结构动态调整与行业平均水平的关系进行了分析，得出企业的资本结构向行业均值方向变动的结论。根据上述研究，资本结构最优区间上限应接近于行业平均水平。同时考虑到泸州老窖 2020 年财报列示的企业价值回归战略，需要大量资金更新生产工艺，为配合企业战略的实现，如表 5.11 所示，在流动比率不低于 2 的范围内，确定在行业均值 25.7%的基础上，给予企业相应的发展空间，确定上浮 3%作为资本结构最优区间的上限。

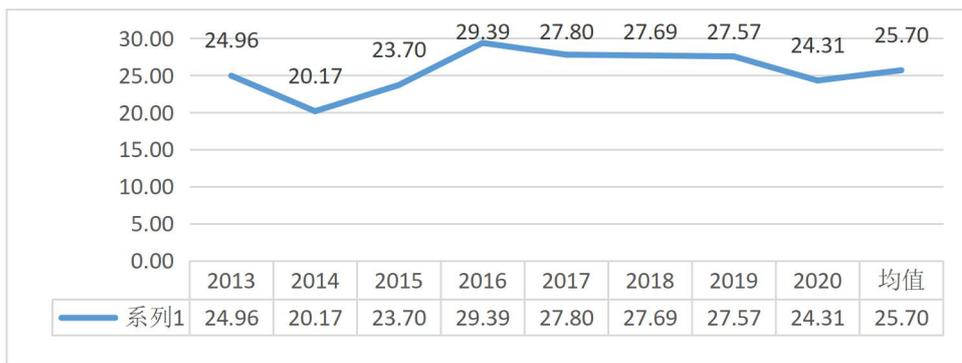


图 5.5 2013-2020 年酒类行业前三资产负债率均值

表 5.11 2013 年-2020 年行业可浮动上限比例

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	均值
实际流动资产	109.9	99.2	93.9	99.8	142.7	154.9	163.1	198.9	
预计流动负债	55.0	49.6	46.9	49.9	71.4	77.5	81.6	99.5	
预计资产负债率	39.8%	38.0%	36.4%	36.3%	36.5%	34.6%	37.1%	40.1%	37.3%

综上所述，动态最优资本结构区间确定为（15%，28.7%），在此区间内企业制定、执行的负债方案，满足考虑企业内外部环境多种因素影响、风险可控的资本结构动态调整需求。

5.5 资本结构优化实施方法

5.5.1 优化组织和人才结构

企业价值受资本结构水平影响，一定程度上对于企业股利分配、投融资活动具有引导性。考虑到涉及股东、债权人和管理层三方利益，管理层作为代股东管理公司的人员，有权行使经营管理权利，对经营活动具有决策性，因此资本结构问题不容忽视，它不仅是财务管理的内容，更与企业战略不可分割，只有把公司战略目标和资本结构有机结合起来，利用资本结构来保持公司的竞争优势，以满足企业所需资金，才能确保企业可持续发展。

1. 设立资本结构优化工作组

设立资本结构优化工作组在于协调分工，指派专人专干，提升工作效率，强调它与其他部门相互协作，避免因员工同时身兼数职，在两部门担任职务的窘境。同时也有助于强化各子公司之间的联系，在保证公平的前提下，兼顾各子公司的实际需求，避免造成“拆东墙，补西墙”不均衡发展模式。

2. 提升人才素质

加快企业发展速度离不开人才素质的提升，这是加强资本结构管理水平的必备要素。特别是企业财务人员的专业胜任能力要同步提升，需要培养一批具有集团整体观念的管理会计人员，摒弃原来单一、简单的财务系统细分会计核算观念，系统掌握资本结构调整所需关注的内外部环境数据，针对性引入大数据、人工智能算法相关技术人才，开发适用于泸州老窖的实时资本结构演算数据库。对有意愿从事管理会计的财务人员，可以在公司内部有针对性的开展培训，通过讲述有关会计方面的知识，在考核合格后进入相应的工作岗位。还可以从外部引进有关人才，充分发挥其自身的先进经验，从而提升公司资本结构的经营管理水平。

5.5.2 拓宽融资渠道

1. 成立集团内部财务公司

通过组建集团的财务公司来进行资金的集中管理，提高资金利用水平及效

率，优化资源配置，实现资本结构动态优化。设立内部财务公司的模式，具有广泛的业务范围、可灵活的满足拓展财务职能的设定，是目前实现资金集中管理，动态优化资本结构的理想模式。集团内的财务公司主要分为三个板块：监管层、业务层、成员层，且板块优先级一致，适合扁平化管理。公司核心业务可划分为两部分，一是风险评估管理职能，二是资产负债管理职能，业务系统内部相互协调配合，满足公司资金需求。特别在业务层，应当探索建立外部市场环境数据库，根据公司的内部财务状况和发展目标，应用大数据构建资本结构最优区间实时模型解决方案。同时大力发展人工智能算法，规划实时调整最优资本结构的路径，逐步将财务公司建设成服务于集团公司战略发展的智慧大脑。见图 5.6：

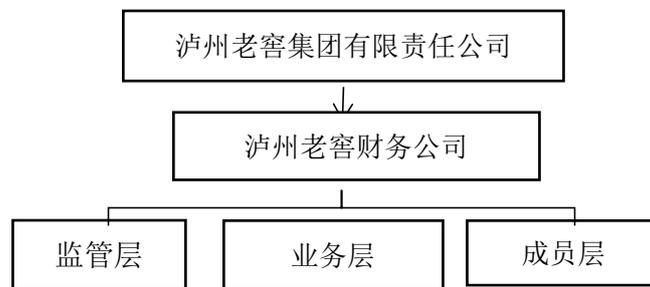


图 5.6 泸州老窖财务公司模拟架构图

2. 采用多元化融资工具

泸州老窖和其他国有上市公司一样，都较偏好股权融资，同时配股、发新股等其他融资行为均未涉及，所以可以尝试多元化融资模式来降低资产负债率，打开公司融资渠道。例如，发挥长期借款偿还周期较长优势，优化负债长短期配置；发行债券，这一行为泸州老窖近两年有所涉及，应当根据企业自身发展需求进行发行；设立投资信托基金，近年由于白酒行业回暖和高利润，使其更加值得投资；发新股、配股再融资，白酒行业表现为市场集中度低，地域性市场特征明显，可以尝试支付股权收购其他公司，满足自身部分融资需求，提高竞争力。

5.5.3 优化负债结构

1. 均衡负债比例

通过 4.1 资本结构存在问题的分析获悉，泸州老窖 2013 年-2020 年度流动负债占比较高，整体处于资产负债率偏高状态，因升级酿酒工艺项目融资需要，自发性负债水平有所提高，商业信用负债占比有所下降，借款性负债增加，资本结

构逐步趋向合理区间运动。

泸州老窖资本结构虽有逐步优化调整趋势，横向对比同行业也较健康，但随着酿酒工艺改造完成，生产成本明显下降，现金流进一步充盈，是否还能保持积极调整趋势，依旧值得探讨。为配合集团“价值回归”战略，随后年度应继续深入调整负债结构，强化自发性负债与借款性负债水平，具体可通过债权融资与长期借款等形式，合理布局负债结构，进一步降低融资成本。

目前来看，新冠肺炎席卷全球，消退趋势尚不明显，对国际国内市场环境造成中长期深刻影响，加之供给侧改革政策深化推进，国内 GDP 表现为增速放缓，粮食价格上涨，上游原材料供应商存货储量降低，单次原材料采购量上升，商业信用负债占比依旧处于高位。泸州老窖应缩短销售战略周期，及时预判市场变化，随现金流阶段性变化，积极降低商业信用负债比例，增加借款性负债比例，拉长止付周期，降低商业信用风险。

2. 适度负债规模

酒类企业行业特点鲜明，受古老工艺限制，工艺创新与产业升级较为缓慢，同时，市场需求对国内政策反应敏感，同行业一般处于低资产负债率状态。虽无法利用高负债率快速推动企业爆发式增长，但也应常年保持 20%-30%的资产负债率水平，逐步接近动态最优资本结构区间。在市场调整周期内，也因保持一定的负债水平，深挖品牌战略，积累商业口碑，厚积薄发。当市场上升期到来时，才能抓住战略发展窗口。目前，“价值回归”战略，已初见成效，预期市场受全球疫情影响逐步降低，资本结构调整速率也应随之加快。增大工艺创新研发投入，积极推进线上线下一体化销售，有效利用互联网模式扩大地区仓储能力，充抵季节性、区域性运输成本差异。

3. 提高负债使用效率

泸州老窖作为行业头部企业，现金流量十分健康，得益于其品牌建设及行业资金周转模式，具有较强的偿债能力。近年来，受深化生态改革政策及企业品牌价值回归战略的影响，泸州老窖加力投入升级改造生产工艺，资产负债率有所上升，短期来看资金利用效率有所提升。但长期对比发现，酒类头部企业普遍表现出现金流量健康，资产负债率偏低的状态，长期手握巨量现金流没有充分利用，从优化资本结构角度讲，泸州老窖还应积极探索资金利用模式，保持负债规模在

动态最优资本结构区间内，在财务风险可控的前提下，研究无息负债使用方案，有效利用负债，实现企业价值最大化。

泸州老窖主要发展生产销售酒类产品，尤其是在建工程和固定资产的建设期较长，借款较多会使财务风险加大。企业应以年度为单位定期进行资产清查、工程项目绩效审计等，划分优质资产与低效资产，及时对低效资产进行出售清理，一方面降低管理费用，另一方面可以回笼部分资金抵偿债务，进一步强化偿债能力。对于符合融资租赁条件的固定资产或共享资产，积极推行融资租赁方式进行资产配置，利用好融资租赁固定资产税前抵扣优势条件，进一步压缩有效资产负债率，提高负债使用效率。

5.5.4 调整股权结构

1. 兼顾各股东利益

泸州老窖股权集中，国资大比例控股，内部环境活力不足，为了达到优化股本结构目的，在保证国有股主体地位的不变的前提下，可由不同国有企业进行持股。国有股分别持有，对于提高股东积极性提供了可能性，有利于增强公司治理效率。目前泸州老窖国有股比例达到 51% 左右，相对占比较高，分持国有股，通过国家设立有关规定，使不同国有企业之间形成一定程度制约，保障非国有股的股东利益，加强公司的治理。此外，还可以进行员工持股、管理层股权激励，促使非国有股股东有所作为，从而选择具有实际经营才能的管理层对公司进行管理，让员工、管理层也可以一定程度参与公司经营活动，对资金管理有监督作用，有助于股本结构更加合理。

2. 引进机构战略投资者

目前，个人投资者是资本市场的主要投资对象，2020 年末泸州老窖的股东数量达到了 13.32 万人，比上年同期增长了 16.94%，但个人股东对公司的监督效果仍然是非常有限的。与个人投资者相比，引入机构投资者会带来科学有效的监督系统，本着资本发展盈利的原始目的，为了确保投资的安全性，都会实时评估企业的经营风险与内部管理状况等，与大、中小股东相互配合，起到制约作用。泸州老窖作为国资主控公司，可以通过合理的股份分割，引进机构战略投资者，利用其专业优势和先进管理经验，带给企业更多的现代企业管理模式，探索在其他行业已经开花结果的成功管理方案，多方面吸收不同股东的决策意见，有助于

制定更具市场化的经营策略。此外，利用机构战略投资者的相关资源，通过股权兼并重组，整合原料供应商与销售渠道商，建立行业内部循环生态，有效降低成本，发展独具特色的销售模式，不断提升企业抗风险能力，实现健康稳固的可持续发展。

5.5.5 增强企业风险控制能力

企业存在于复杂的市场环境中，受政策、行业、市场、资本、管理等内外部因素影响，要时刻面对各类机遇与挑战，如何在控制风险，把握机遇成为企业绕不开的核心问题，基于此，保持经营风险在可控范围内，树立防范财务风险的意识是非常必要的。2020年国家深化白酒行业结构性改革，不断出台环保、社会责任等方面政策，面对不断规范的行业环境，必将带动白酒行业大洗牌，虽有困难，但长期来看，泸州老窖在升级转型过程中也存在诸多机遇。

通过优化企业管理战略，推进内部管理规范化，降低公司经营风险。其次，不断健全组织架构，合理配置人员编制，完善绩效评价体系，树立科学经营管理理念，建立有效内部约束机制，发挥好管理层的监管效力。积极借鉴领先企业先进管理经验，利用好政策补贴与政策红利，稳定产品质量，增强企业技术创新，走节能减排的新型发展之路，实施品牌战略，拓展市场，增加市场份额。基于上述策略，其一可降低流动性风险；其二快速转变角色，主动适应市场变化，最快速度掌握主动权，实现市场风险有效控制与化解。

优化企业资本结构是一项全面、复杂的系统工程，受内外部多重因素的影响，直接关系到企业的战略方向，甚至生死存亡。最优资本结构一定是一个动态变化的整体，且不存在绝对的最优解，在制定优化策略时，需要从更多角度、更多维度去选取影响力最大的内外部因素进行分析。泸州老窖需要将优化资本结构的观念贯穿于企业经营全过程，将资本结构具体优化实施方法落到实处，强化资本结构优化意识并设立战略财务体系，在对公司管理进行深入分析的基础上，提出有针对性和可操作性的资本结构优化方案，提升优化效率，从而使企业在复杂变化的内外部环境中，从被动变为主动，从而达到可持续发展的目的。

6 结论与展望

6.1 研究结论

本文通过对泸州老窖资本结构进行研究，并与同行业前三企业进行对比分析，结果发现泸州老窖存在资产负债率略高、负债结构不合理、股权集中度高、债务融资方式单一、财务杠杆利用不充分的问题。根据第五章泸州老窖最优资本结构的研究结论，基于静态资本结构最优模型计算结果，对企业外部影响因素进行全面考虑，并结合可执行性和弹性原则，最后计算出泸州老窖资本结构最优区间应维持在[15%,28.7%]之间。

通过上述研究，泸州老窖资本结构优化应遵循流量与存量控制、注重公司治理以及有效与资产结构相结合的优化思路，具体的实施方法如下：

- 1.优化组织和人员管理，提高管理人员和财务人员素质，引入大数据、人工智能专业人才，重视数据大脑建设，强调内部决策优化，激发员工主动性。

- 2.拓宽融资渠道，通过建立内部财务公司，为其提供更多样化的平台和较好的优势，采用多元化融资工具，优化泸州老窖资本结构。

- 3.优化负债结构，合理规划流动负债与非流动负债的比例，配合企业战略决策实时调整，精确测算还款周期，避免造成资金闲置，利用效率低下的情况，同时也要合理预判财务风险，留足偿债空间。

- 4.调整股权结构，探讨引入外部战略投资力量的可行性，协同国有股各持一角，相互制衡。保持股权激励机制不断深化落实，与管理者共担风险，共享红利。但与此同时，要特别注意对外部资金保持谨慎态度，谨防机构投资者目的不纯，蚕食分化国有资本。

- 5.增强风险控制能力，时刻关注企业发展过程中所面临的挑战和机遇，内部优化和外部优化双管齐下，加强外部金融风险防控，注重企业自身可能遇到的经营风险，掌握主导权，积极化解各种风险。

6.2 研究展望

本篇论文对泸州老窖资本结构进行了具体研究和分析，但尚有不足之处。一是本文只选取同行业三家头部企业进行分析，数量较少，不能对案例企业进行较全面研究。二是无法有效获取泸州老窖内部数据，选取数据样本量较少，所以无

法进行系统而又全面的研究。三是目前关于资本结构的研究大多位于理论层面，而我国的研究也多受研究者偏好影响，一定程度上也会引导我的研究方向，未来还需要更多角度，更深层次的实践探讨。

动态资本结构的研究尚处在开局阶段，理论与实际的尚存在较远距离，且资本结构调整与企业战略决策息息相关，期待在今后的研究过程中能够看到更多企业的实践案例，不断完善动态资本结构研究的海底冰山。

参考文献

- [1]A. A. Bevan,J. Danbolt. Testing for inconsistencies in the estimation of UK capital structure determinants[J]. Applied Financial Economics,2004,14(1):52~56.
- [2]Alexander A. Robichek,Stewart C. Myers. Problems in the Theory of Optimal Capital Structure[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,1966,1(2):9~11
- [3]Armen Hovakimian,Tim Opler,Sheridan Titman. The Debt-Equity Choice[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2001,36(1):86~94.
- [4]Carlos Omar Trejo-Pech,NyoNyo A. Kyaw,Wei He. Capital structure adjustment behavior of listed firms on the Mexican stock exchange[J]. Journal of Economics and Finance,2021,15(2):25~26.
- [5]Donkor E.A,Duffey M.Optimal Capital Structure and Financial Risk of Project Finance Investments:A Simulation Optimization Model with Chance Constraints[J],The Engineering Economist, 2013,58(1):19~34.
- [6]Emina Resić,Jasmina Mangafić,Tunjo.Statistical Analysis of Causality between Capital Structure and Firm Profitability: Evidence from Bosnia and Herzegovina [J]. Croatian Review of Economic,Business and Social Statistics,2015,4(1):1~11.
- [7]Flannery M,Rangan K.Partial adjustment toward target capital structures[J]. Journal of Financial Economics,2006,79(3):469~506.
- [8]Jaroslav Jaroš,Vlastimil Melichar,Libor Svadlenka. WACC as the Minimization Criterion of Liability Management in a Company Capital Structure Optimization[J]. Advanced Engineering Forum,2015,4(1):61~75.
- [9]Heshmati A. The dynamics of capital structure: Evidence from Swedish micro and small firms [J].Research in Banking and Finance,2001,2(1): 199-241.
- [10]Luís Pacheco,Fernando Tavares. Capital structure determinants of hospitality sector SMEs[J]. Tourism Economics,2017,23(1):45~60.
- [11]Marek Zinecker. Macroeconomic Forces and Corporate Capital Structure [J].Procedia-Social and Behavioral Sciences,2014,10(1):152~166.
- [12]Mazila Md-Yusuf. Capital Structure Determinants of SME Shariah Compliant

Companies[P]. Proceedings of the International Conference on Business and Management Research (ICBMR 2017),2017;7(3):108~139.

[13]Philosophov LU,Philosophov VL. Optimization of Corporate Capital Structure A Probabilistic Bayesian Approach[J].International Review of Financial Analysis,2019,8(99):199~214.

[14]Rolens E.H. Riwu Manu,Taher Alhabsji,Sri Mangesti Rahayu,Nila Firdausi Nuzula. The Effect of Corporate Governance on Profitability, Capital Structure and Corporate Value[J]. Research Journal of Finance and Accounting,2019,10(8):12~41.

[15]S.Chadha,.A.Sharma.Determinants of capital structure:an empirical evaluation from India[J].Journal of Advances in Management Research, 2015,12(1): 3~14.

[16]SHERIDAN TITMAN,ROBERTO WESSELS. The Determinants of Capital Structure Choice[J]. The Journal of Finance,1988,43(1):102~115.

[17]Shinichi Nishioka ,Naohiko Baba.Dynamic Capital Structure of Japanese Firms [J],Bank of Japan Working Paper Series No.4-16,November 2004,6(5):77~92.

[18]Son Seung Tae, Lee Yoon Goo. Determinants of Capital Structure in KOSDAQ Firms[J]. The Korean Journal of Financial Management,2007,24(1):34~74.

[19]Titman Sheridan,Tsyplakov Sergey. A Dynamic Model of Optimal Capital Structure[J]. Review of Finance,2007,11(3):43~60.

[20]陈少华, 陈菡, 陈爱华. 债务资本成本与资本结构动态调整——基于市场化程度差异视角[J]. 审计与经济研究, 2013, 28(06):44-53.

[21]丁培嵘, 郭鹏飞. 基于行业均值的公司资本结构动态调整[J]. 系统工程理论方法应用, 2005(10):454-457.

[22]冯瑶瑶. 谈公司价值与最优资本结构[J]. 经济研究导刊, 2015(16):17-18.

[23]贺海毅. 我国房地产上市公司资本结构分析与优化思考[J]. 财会月刊, 2011(18):21-23.

[24]蒋金森. 资本结构对企业价值影响因素分析[J]. 中国市场, 2006(36):32-33.

[25]兰功成, 戴耀华. 基于主成分分析法下的资本结构影响因素研究——以我国房地产上市公司为例[J]. 金融与经济, 2006(09):27-29.

- [26]冷薇薇,陈向明.我国房地产上市公司资本结构影响因素的实证分析[J].地方财政研究,2013(01):71-75.
- [27]李狄楠,邵铁柱.现代企业资本结构的动态优化[J].中国经贸导刊,2003(22):28-29.
- [28]李佳姗,张建波,于胜楠.我国房地产上市公司资本结构的影响因素研究[J].东岳论丛,2015,36(05):134-138.
- [29]李洋,王丹,彭晨宸.资本结构与上市公司价值的关联性[J].财会月刊,2015(12):7-11.
- [30]林建潮.熵权法确定评价指标权重在 Excel 中的实现[J].中国医院统计,2020,27(04):362-364.
- [31]刘莹.企业资本结构的动态优化研究[J].中国集体经济,2011(22):66.
- [32]卢均丽.动态优化理论在企业筹资战略中的应用研究[J].财会通讯,2013(35):9-11.
- [33]陆正飞,辛宇.上市公司资本结构主要影响因素之实证研究[J].会计研究,1998(8):36-39.
- [34]陆正飞,叶康涛.中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗?[J].经济研究,2004(04):50-59.
- [35]罗雪婷,王永德.EVA 视角下上市公司资本结构与公司价值相关性研究[J].财会通讯,2018(17):41-44.
- [36]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(07):196-206.
- [37]毛育晖,杨艳.动态资本结构理论研究回顾与展望[J].会计之友,2014(21):11-15.
- [38]孟建波,罗琳.企业最佳资本结构的定量研究[J].广东金融,1998(1):4-5.
- [39]王娟,杨凤林.中国上市公司资本结构影响因素的最新研究[J].国际金融研究,2002(08):45-52.
- [40]王晓燕,周昺君.新常态下我国房地产企业资本结构特点及发展建议[J].企业改革与管理.2017(17):43.

- [41]文宏. 融资偏好与融资效率——对我国上市公司的实证研究[J]. 当代经济科学, 1999(06):38-43.
- [42]吴华强, 才国伟, 徐信忠. 宏观经济周期对企业外部融资的影响研究[J]. 金融研究, 2015(08):109-123.
- [43]吴荣胜, 肖虹. 企业资产专用性对资本结构的影响分析[J]. 经济与管理研究, 2010(5):29-32.
- [44]徐跃桐, 魏怡方. 三只松鼠公司资本结构优化分析[J]. 中国集体经济, 2021(07):79-80.
- [45]闫增辉, 杨丽丽. 双向资金占用下终极控制人与资本结构[J]. 经济与管理研究, 2015, 36(04):128-135.
- [46]杨艳. 上市公司融资行为取向及其治理效应研究[D]. 湖南大学, 2007.
- [47]游茂鑫. 天士力融资方式和资本结构研究[J]. 经济研究导刊, 2020(32):97-98.
- [48]原毅军, 孙晓华. 宏观经济要素与企业资本结构的动态优化[J]. 经济与管理研究, 2006(05):39-42.
- [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]张程, 李文雯, 张振新. 公司规模与资产负债率:来自上市公司的证据[J]. 财经问题研究, 2010(11):43-49.
- [51]章细贞. 外部环境、资产专用性与资本结构决策——基于联立方程系统的实证分析[J]. 财贸研究, 2010, 21(01):139-147.
- [52]张婷, 黄本笑. 熵权系数法在资本结构优化中的应用[J]. 理论月刊, 2004(03):67-68.
- [53]赵晨雪, 赵洪进. 上市房地产企业资本结构影响因素实证研究[J]. 经济研究导刊, 2018(31):3-4+8.

后 记

行文至此，即将结束 3 年的研究生生活，求学之路二十余年，这或许是最后为数不多的校园生活，这条路走了很长也很久，可那些或精彩或平常的时光，皆是我生命中最珍贵的回忆。研究生三年，疫情两年半，战疫不易，愿疫情早日散去，我们重回那些没有疫情的日子，祖国山河无恙！

桃李不言，下自成蹊。感谢导师袁有赋老师及校外导师刁玉柱老师对我论文所给予的指导，有幸成为您的弟子，论文从无到有，离不开老师们对我学业、生活各方面的鼓励和教导，您们严谨认真的学术态度时刻感染着我，也将在未来时刻警醒我更好的工作。

春晖寸草，山高海深。感谢父母对我学业的支持和鼓励，你们是我最强大的后盾，未来我将不断努力前行，成为你们的支柱！

岁月虽浅，时光亦在。感谢我的朋友同学在生活中给予我的帮助，有幸与你们相遇，让我的研究生生活丰富多彩，离别在即，纵有不舍仍心存感激。愿我们出走半生，归来仍是少年。

三生有幸，感恩相遇。感谢我的男朋友给我无限的包容和体贴，接纳我的负面情绪，困惑迷茫时给我鼓励，因为有你，每一刻都变得浪漫。

最后感谢平凡且努力的自己，回过头看看你已经走过了最难熬的时候，那也不过如此，告别过去，奔赴未来，继续发光发亮吧！是结束，亦是开始！