

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 _____ 苏泊尔资本结构优化研究 _____

研究生姓名: _____ 沈斌雯 _____

指导教师姓名、职称: _____ 李培根 教授 于曙光 会计师 _____

学科、专业名称: _____ 会计硕士 _____

研究方向: _____ 注册会计师 _____

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： 沈斌雯 签字日期： 2022.6.9

导师签名： 李屹根 签字日期： 2022.6.15

导师(校外)签名： 李屹根 签字日期： 2022.6.20

关于论文使用授权的说明

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

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 沈斌雯 签字日期： 2022.6.9

导师签名： 李屹根 签字日期： 2022.6.15

导师(校外)签名： 李屹根 签字日期： 2022.6.20

A Research on the Optimization of Capital Structure of SUPOR

Candidate : Shen Binwen

Supervisor : Li Peigen Yu Shuguang

摘 要

在企业经营管理及未来发展中,投融资研究首当其冲成为企业考虑的主要方向,对企业资本结构进行优化研究就不可避免的成为企业发展道路上的重要一步。资本结构即企业不同资本的构成及其比例关系,主要以公司股权和债权的占比为主,通过股权和债券获取资金造成的资本成本、使用价值和资金风险等因素都会对企业资本结构产生不同的作用。因此,企业应该根据自身所处的经济环境、行业背景、生命周期、经营状况和最终控股股东等情况综合考虑选择合理的方式进行资本结构优化,在现在的基础上不断治理公司经营水平、提升企业经营收益、帮助企业实现财务目标即价值最大化、巩固并增强其行业地位。目前从整体来看,小家电行业的发展受到宏观经济、行业政策以及社会需求的有利推动,然而整体绩效结果却并不理想,造成这个结果的原因有很多,本文主要是从其资本结构出发,对小家电公司资本结构的优化成为函待解决的首要问题。

因此本文基于国内外资本结构优化研究,以浙江苏泊尔股份有限公司(简称苏泊尔)为研究对象,苏泊尔公司是传统小家电行业中的领军企业,有着一流的生产制造水平和资本的协助,在小家电行业有着举足轻重的地位,对小家电行业产生的作用也是有权威性的。本文通过分析苏泊尔 2016 年至 2020 年的资本结构现状以及经营情况,发现苏泊尔主要采用留存收益进行内源融资,负债方面发现苏泊尔多年来的有息负债为零,取而代之的是商业信用融资,不利于其财务杠杆实现利益最大的效果。与其他企业因为高负债进行资本结构优化不同,本文苏泊尔则是负债规格偏小,流动负债占比过度。为了解决以上问题,本文通过将静态的最优资本结构模型与动态优化方法相结合的方式,判断并检验了浙江苏泊尔股份有限公司的最优预期资本结构区间为(44.62%, 53.65%),并提出了对浙江苏泊尔股份有限公司资本结构的优化对策,包括提高企业债务投资水平、优化公司资产结构、优化公司股权结构和拓宽企业融资途径,以及相应地保障措施。

关键词: 资本成本 有息负债 资本结构优化 苏泊尔

Abstract

In the business administration and future growth of enterprises, investment and financing research has become the first and foremost direction for enterprises to consider, and the optimization research of enterprise capital structure has inevitably become an major pace on the way of enterprise development. Capital structure is the composition of different capital and its proportional relationship, mainly based on the proportion of different ways, the fare of capital, the value of use and capital risk caused by the acquisition of funds through equity and bonds will have different effects on the capital framework of enterprises. Accordingly, enterprises should choose reasonable ways and means to optimize their capital structure based on their own economic environment, industry background, life cycle, operating conditions and ultimate controlling shareholders, etc., so as to continuously govern the company's operation level, enhance its operating income, help it achieve its financial goals, value maximization, and consolidate and strengthen its industry position on the present basis. At present, the development of the small home appliance industry as a whole is respectably driven by macroeconomic, industry policies and social demands, however, the overall performance results are not satisfactory, and there are many reasons for this result.

Therefore, this paper is based on domestic and international capital structure optimization research and takes Zhejiang Supor Corporation (SUPOR), a leading company in the traditional small home appliance industry, with first-class manufacturing and capital assistance, as the authoritative role in the small home appliance industry. By analyzing the current status of SUPOR's capital structure and its operations from 2016 to 2020, this paper finds that SUPOR mainly uses retained earnings for endogenous financing and its liabilities are found to have zero interest-bearing debt for many years, replaced by commercial credit financing, which is not in line with modern capital structure theory and is not conducive to its financial leverage to achieve maximum benefit . Unlike other companies that optimize their capital structure because of high debt, in this paper SUPOR has small debt specifications and many degrees of current liabilities. In order to solve the above problems, this paper judged and tested the optimal expected capital structure interval of (44.62%,53.65%) for Zhejiang Supor Corporation by combining the static optimal predictive capital structure model with the dynamic optimization method, and gave countermeasures to optimize the capital structure of Zhejiang Supor Corporation including improving the level of corporate debt investment, optimizing the company's asset structure, optimizing the company's equity structure and broadening the corporate financing channels, and corresponding safeguards are proposed.

Key words: Capital cost; Interest-bearing liabilities; Capital structure optimization; SUPOR

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 国外研究现状	3
1.2.2 国内研究现状	4
1.2.3 文献述评	6
1.3 研究方法	7
1.4 研究内容与框架	7
1.4.1 研究内容	7
1.4.2 研究框架	8
2 相关概念与理论基础	9
2.1 相关概念	9
2.1.1 资本成本	9
2.1.2 融资渠道	9
2.1.3 资本结构优化	10
2.2 理论基础	10
2.2.1 权衡理论	10
2.2.2 委托代理理论	11
2.2.3 优序融资理论	11
3 苏泊尔资本结构现状及问题分析	13
3.1 行业现状	13
3.1.1 行业背景	13
3.1.2 行业规模	14
3.2 苏泊尔基本情况概述	16

3.2.1 公司简介	16
3.2.2 公司经营状况	18
3.3 苏泊尔资本结构现状分析	20
3.3.1 资本结构整体分析	20
3.3.2 负债结构分析	21
3.3.3 股权结构分析	23
3.3.4 融资结构分析	25
3.4 苏泊尔资本结构存在的问题	28
3.4.1 负债规模较保守	28
3.4.2 短期负债占比过高	30
3.4.3 股权集中度高	30
3.4.4 融资渠道比较单一	31
4 苏泊尔资本结构优化方案设计	33
4.1 苏泊尔资本结构优化目标与思路	33
4.1.1 苏泊尔资本结构优化目标	33
4.1.2 苏泊尔资本结构优化思路	33
4.2 苏泊尔资本结构的静态优化设计	34
4.3 苏泊尔资本结构的动态优化设计	36
4.3.1 外部因素分析	36
4.3.2 内部因素分析	39
4.3.3 确定苏泊尔资本结构的调整方向	42
4.4 苏泊尔最优资本结构区间的确定与检验	42
4.4.1 苏泊尔最优资本结构区间的确定	42
4.4.2 苏泊尔最优资本结构区间的检验	43
5 苏泊尔资本结构优化策略及保障措施	47
5.1 苏泊尔资本结构优化策略	47
5.1.1 增加负债融资	47
5.1.2 优化负债结构	47
5.1.3 优化股权结构	48

5.1.4 拓展融资渠道·····	48
5.2 实施资本结构优化方案的保障措施·····	49
5.2.1 借助金融市场的发展·····	49
5.2.2 强化资本结构优化意识·····	50
5.2.3 重视资本结构调整速度·····	50
6 研究结论与展望·····	52
6.1 研究结论·····	52
6.2 研究展望·····	52
参考文献·····	54
致 谢·····	58

1 绪论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

资本是一个企业创立和发展的先决条件,获取资本的两个主要方式是向债权人借款和股东进行投资,还包括向金融机构、非金融机构贷款等多种途径。显然,根据不同途径所取得的资金都将对企业的资本成本和资金风险等产生不同的影响。资本结构的形成便依赖于不同方式下取得的资金总额和各自所占的比例。企业的资本结构是否恰当、是否适合自身情况,直接关系到公司的业务结果和未来发展走向。所以,研究和优化融资结构将成为公司长远发展的关键问题,它重点研究公司在债务融资与股权融资在一个特殊时间内的分配情况,也就是公司在特定时间内投资组合的状况。其中,债务融资以及股权资金的募集与运用都将支付相应的代价,这便是所谓的融资成本,资本成本和融资结构相互影响。因此选择正确的投融资方法并确立一种合理的资本结构,是公司发展的关键所在。

短期来看,资本结构影响企业对投融资和财务的决策问题,长期来看,资本结构还将对企业战略、财务风险和公司治理产生重大作用。因此,对资本结构进行优化调整是企业长期稳定发展的核心所在,也是增强竞争力的一项必要优化举措。资本结构一方面会受到企业所处外部经济环境的影响,还会受到政府政策以及行业所处形势的影响,另一方面其自身状况更为重要,比如公司整体的资产规模、公司战略、企业偿债能力、运营能力、股权结构等。企业资本结构优化简单来说就是使企业在特定的环境中,确保有足够的资金进行运转,将企业的财务风险管控在一定的范围之内,在这个前提下使内外源融资的资本成本最低,综合效益最高,这就需要企业管理者实时掌握企业运营的宏观背景和自身经营战略、财务战略、经营规模,通过财务及非财务指标进行合理的判断,运用已有的静态优化公式和动态优化方法对资本结构进行优化,从而调整出最符合企业发展需求的资本结构。综上所述,一个企业发展过程中的关键问题之一就是企业的资本结构进行优化。

目前小家电行业的发展受到宏观经济、行业政策以及社会需求的有利推动，还受到房地产行业发展的推动以及社会进步人们消费观念及对小家电产品高颜值、高质量、多功能的需求的刺激，外部环境对行业起一定的助推作用。然而实际情况却是发展放缓，小家电市场逐渐趋于饱和，整体绩效增长幅度的结果却并不理想，造成这个结果的原因有很多，本文主要是从其资本结构出发，对小家电公司资本结构的优化成为亟待解决的首要问题。“美苏九”组合长期以来一直占据小家电行业的最高地位，苏泊尔在这个优越的背景下，销量并没有实现增长，盈利能力反而下降，虽有近年来兴起的创新型小家电品牌和线上销售渠道的影响，但最主要还是其资本结构不合理导致的集体经营效果不佳，作为综合小家电的标杆企业，研究苏泊尔公司的资本结构非常具有特征性和显著性，是小家电行业的缩影，也有着非常好的现实意义。

1.1.2 研究意义

国内外资本结构优化研究都取得了一定的进步，但更多的是以企业整体综合表现进行研究分析得出总体结论，本文采用具体案例公司进行分析，将已有资本结构优化理论和相关研究运用到案例公司中，不仅可以将理论运用到实践，反过来实践也推动理论发展可以有更多分支，不仅能丰富特定行业尤其是小家电行业在资本结构优化方面的学术研究，还能推动理论发展的更为全面和深入。

通过具体的财务指标对浙江苏泊尔股份有限公司的资本结构进行解读，更具典型性和针对性，资本结构的优化方案更为具体，更能帮助特定企业开展资本结构优化方案的设计和推动实施。帮助苏泊尔公司在资本结构方面有更为清晰的认知和及时的反应，有效在降低融资成本的同时提高企业营业效果；同时还能将更健康的数据反映在外部市场，内外部同时推动企业实现快速准确的长远发展目标。另外资本结构优化问题是一个长期的工作，需要企业管理层在非财务方面提高资本结构优化的意识和学习资本结构优化的重要性，从而制定合理的保障措施助推最优资本结构的实现，对改善苏泊尔经营情况具备较强的实践意义。

1.2 文献综述

1.2.1 国外研究现状

2002年国外学者 Baker 和 Wurgler 指出：在一段时间内，公司中有着一种最有利于公司发展壮大的资本结构，但同时在公司扩而充之的进程中，最优资本结构也是持续更新的，他们将市场相机抉择运用到资本结构优化当中。在此基础上，Jong 和 Kabir（2007）研究发现，企业的资本结构受到多方面的影响，总体来看包括两个大方面，即宏观方面和微观方面，宏观方面主要表现为国家因素，主要涵盖了政治经济因素、市场经济因素、规章制度等方面；而微观方面主要是指公司的自身情况，主要涵盖了公司资产、规模、经营、负债等因素。同时在现代资本结构优化理论的前提下，他们认为，当一家企业所处的宏观环境非常良好，自身发展状况稳步增长时，这个企业就会更偏好采用债务性融资，这在分析苏泊尔在成熟期的资本结构优化有一定的理论基础。更进一步的，学者 Nishioka 和 Baba（2004）以 90 年代的企业为对象，从公司治理结构着手，研究资本结构相关问题。还有学者 Andreas Krause（2006）提出，应该将企业资产结构、对资金的需求和企业面临的风险结合起来计算最优资本结构。在这个基础上，Eric.G.Flamholtz 和 Yvonne Randle（2014）研究了资产构成与资本结构的关联作用和互相推动作用。同年 Haas 和 Peeters（2006）提出企业的存续时间长短和企业盈利能力也将对企业资本结构产生显著影响。不同学者对因素的细化和研究的侧重点都不同，不断拓展和丰富了资本结构优化方面的研究，2013 年学者 Harlan 重点研究了公司自身情况，细化从公司成立的时间、产品的特性、公司成长性等方面证明了内部因素与资本结构的相关性。与其研究结果相似的还有 Saurabh Chadha 和 AnilK.Sharma（2016），他们以印度的制造业企业为研究对象，研究结论与之前的研究既有相同之处，又有了进一步的完善。2018 年 Buvanendra 在之前的研究基础上证实了董事薪酬也同样会影响企业资本结构。Bond 和 Scott（2016）则将重点放在了房地产行业，证明房地产行业上市公司的杠杆率普遍较高，也为后续学者在房地产领域研究资本结构奠定了基础，同时证明最优资本结构优化是动态的、不断调整更新的过程，同年 Jeffery 和 Harris（2016）也得出了相同的研究结果。

1.2.2 国内研究现状

(1) 资本结构的影响因素研究

与国外研究现状类似,国内学者在资本结构影响因素方面的研究也主要是从外部环境影响因素和内部环境影响因素两个方面展开研究的。2005年姜付秀和刘志彪提出经济波动对工业需求的影响和产品市场的竞争情况对一个企业的资本结构决策有很大的影响。紧接着2006年,学者毅军和孙晓华研究发现国内生产总值增长率影响资本结构,左志峰(2008)从金融市场出发,发现金融市场的发展显著影响企业资本结构,既包括债务类融资市场环境,也包括权益类融资市场环境,尤其是金融市场的平均利率,这些结论都为文章第四部分动态优化设计奠定了基础。在研究了外部影响因素的基础上,学者开始将重点放在了影响因素对资产负债率的影响方向上。2019年学者华玉环认为国内生产总值增长率与资本结构负相关,收益水平与资本结构对等,另外还有一些因素要分类看待,比如说企业规模,在有序融资理论的背景下与资产负债率是负相关,而在代理理论的基础上则与负债率是正相关,这就为后续研究提供了更多的可能性。更有学者在这个基础上开始研究影响因素对资本结构影响的速度。

与国外研究相似的还有在房地产行业的资本结构研究,房地产行业受国家政策和国家管控的力度更大。相当一部分学者围绕房地产行业做出了很多调查研究。例如在2008年兰峰、雷鹏以沪深57家房地产企业为研究对象,发现房地产行业的政策会对资本结构产生影响,尤其是国家财政政策和货币政策。进一步的,学者赵冬青等人(2008)研究发现,受宏观调控的影响,房地产资产负债率上升明显,且多为长期贷款。2017年,王晓燕和周昞君更是细分了房地产行业资本结构的影响因素,认为国家基准贷款利率、税率以及货币供应的增长率都会对房地产企业的资本结构影响较大。

另外,从公司层面来看,陆正飞(1998)认为企业成长性对资本结构的影响不突出,与国外研究结果不同,可能与分析的数据差异有关。还有学者将制度因素也考虑在内,比如学者李朝霞(2003)应用因子分析法对各种因素进行统计分析,研究表明公司制度因素也会对企业资本结构发生影响。李国重(2006)采用动态目标调整模型进行研究分析表明所有权集中度也是其中一种影响因素。紧接着,学者将影响因素进行了更加细化的剖析,杜心宇(2013)邹萍(2014)曹愉

等人（2018）分别证实了管理者的年龄和学历、会计盈余质量对资本结构的影响和对动态调整速度的联系，进一步丰富了公司层面的研究。更进一步的，国内学者开始对不同领域的资本结构进行了具体的分析，尤其是以房地产行业为主，以郝飞飞（2014）和李佳姗等人的研究（2015）为主，再一次证明了公司自身因素对资本结构的作用。付艳慧等人（2014）则是以家电上市企业为研究对象，得出了公司内部因素影响资本结构的研究结论，虽然与之前的研究结论类似，但他缩小了研究对象的范围，丰富了家电行业的资本结构影响因素的研究，为之后在其他行业领域的研究开拓了道路。

（2）资本结构优化研究

学者唐丽和陈华东（2001）认为企业进行资本结构的优化能够更好的适应企业所处的大环境，可以帮助企业认识到资本结构优化的重要性，根据自身情况调整债务性融资和股权性融资的比例帮助企业更好的发展。李狄楠、邵铁柱（2003）则是证明了资本结构优化的必要性，同时也指出资本结构优化要根据企业所面临的环境进行动态调整，还要关注行业变化，积极借鉴该行业内的龙头企业的相关指标。更多教授学者的研究也都证明了最优资本结构不是一个数值，而是一个不断调整优化变更的区间，并且相对于静态优化而言，有学者提出了动态优化的优越性。学者陈德刚、罗勇（2011）研究发现采用动态优化模型能够很准确的获得最优值，并且相对于静态最优模型而言更具有说服力和影响力，是企业进行资本结构优化的必要方式。更有学者就影响调整的因素进行了更为具体的分析。连玉君等人（2007）认为企业调整资本结构的速度会受到行业、经营时间、资产规模的影响，同时实际资产负债率与最优资产负债率之间的差异也会对调整速度产生影响，并且企业在进行调整时还会考虑调整的成本，若现阶段调整的成本难以支付，造成资金周转困难，造成调整停滞不前。何靖（2010）以1998年至2008年沪深两市378家上市公司为对象，研究了外部环境因素对其资本结构调整的速度，他认为外部环境走势良好时的调整速度会快于外部环境紧张的时刻，并且企业是否受到融资限制也会影响其调整进程。

虽然很多学者指出了资本结构优化的必要性和具体的调整方案，具体方式上还有学者黄志刚（2018）建议上市企业较多采用债务性融资，与他的结论相反，牛晋霞和刘小明（2020）则不赞成企业采用负债形式，因为存在较高的成本。谭冰

玉、安增龙（2018）建议企业均衡分配长短期债务比例，更新融资方式。李玥等（2019）引入财务柔性，认为财务灵活性有助于优化资本结构调整的速度和减轻资本结构调整的偏差。所以，企业应该根据实际情况通过持有现金的方式获取一定的财务柔性。卜华等人（2022）以创业板上市公司为样本，发现在生命周期的不同阶段，结构性资本和探索性创新对企业市场价值的影响是不同的。但是仍然有很多企业的资本结构存在问题而没有进行优化，大大影响其企业价值。究其原因，学者童勇（2004）认为对企业资本结构进行优化将会产生大量交易成本，廖敏霞（2010）认为目前管理层的优化理念和思想还没有出现。

1.2.3 文献述评

在梳理国内外研究文献时，我们发现，国内外学者关于资本结构优化的研究可以分为两大类，即资本结构的影响因素、资本结构优化研究，两个问题相辅相成。资本结构的影响因素中外部环境因素是所有企业都面临的问题，这需要企业管理层关注全球经济形势、国家宏观政策的变更、行业法律法规和政策等多种情况；同时以自身情况为主，分析公司战略、公司目标、公司目前的发展概况、公司产品、公司制度、所处生命周期等等多种因素。另外国内外文献关于资本结构优化的研究主要分为两个方面，一是以静态最优模型为基底，确定最优资本结构；二是根据静态结果巩固发展动态优化，弥补静态优化的不足，充分考虑宏观因素和微观因素，准确掌握外部信息和内部信息，从而确定一个时间段内的最优资本结构区间，并且在确定优化目标及思路前还要兼顾考虑资本成本和财务风险等因素。国内外文献研究结论能够帮助本文确定资本结构优化的必要性，还能更准确的确定内外部环境因素和它们对负债的具体影响，具有重要的理论意义。

然而，国内外的研究者往往关注上市公司的整体或特定地区的特定行业，针对特定公司的具体优化研究并不多。行业研究虽有涉及到家电行业，但研究结论较为宽泛，同时，小家电行业还受到房地产行业的影响，因此，国内学者关于房地产行业资本结构优化的研究也对本文的研究有一定的基础作用，在以上研究的基础上，本文将围绕小家电企业进一步研究。苏泊尔公司在家电领域有着足够的典型性和代表性，进行个案研究也更具有针对性，可以丰富我国小家电行业的资本结构优化研究，为存在同样资本结构问题的企业提供一定的借鉴作用。

1.3 研究方法

(1) 案例研究法

本文选取小家电行业中的龙头苏泊尔作为案例公司,研究其资本结构存在的问题及如何优化。通过苏泊尔公司对外发布的年度报告和网站行业数据为基础,分析公司特征、经营状况和三大财务报表等,对苏泊尔的资本结构进行分析。最后对该案例的小结进行凝练升华得出资本结构优化存在的共性,丰富小家电行业资本结构优化的案例研究。

(2) 文献研究法

本文通过收集整理国内外参考文献,确定企业资本结构优化的必要性和方式方法,将已有研究结论与案例相结合,帮助企业调整优化资本结构,实现企业未来发展,为案例分析提供理论基础。

1.4 研究内容与框架

1.4.1 研究内容

本文共分为六个部分:

第一章:绪论。本章首先对研究的背景与意义进行阐述;其次分别从国外和国内两方面对已有资本结构优化研究进行梳理和总结;再次介绍了本文所采用的研究方法;最后整理归纳本文各个章节的内容并展现研究框架图。

第二章:相关概念与理论基础。本章在相关概念部分介绍资本成本、融资渠道与资本结构优化;理论部分包括权衡理论、委托代理理论以及优序融资理论。

第三章:苏泊尔资本结构现状及问题分析。本章首先介绍案例企业所处的行业状况,其次介绍浙江苏泊尔股份有限公司的基本情况,包括其在2016年至2020年的经营状况和其所处的生命周期;再次,对苏泊尔的资本结构从总体层面即资本结构整体分析再到负债结构、股权结构和融资结构单独层面分别进行纵向趋势分析,包括和美的九阳的对比分析;最后,总结出苏泊尔资本结构存在的问题。

第四章:苏泊尔资本结构优化方案设计。本章节首先简述苏泊尔公司的优化目标,为优化设计提供一个清晰的思路,主要分为静态优化设计和动态优化设计

两个部分，静态优化设计是以最优资本结构模型为基础，客观地计算出 2016 年至 2020 年苏泊尔每一年的最优资产负债率；其次在静态最优资本结构的基础上进行动态优化设计，分别描述影响苏泊尔动态优化的外部影响因素和内部影响因素，分别用财务指标分析其对负债的影响，然后根据静态结果主观的确定最优资本结构区间；再次运用 SPSS 曲线估计模型进行检验。

第五章：苏泊尔资本结构优化策略及保障措施。本章首先针对前文苏泊尔存在的问题提出具体的优化策略，然后提出苏泊尔在实施优化方案时外部应该具备的保障措施，保证苏泊尔的资本结构能够有效得到修正。

第六章：研究结论与展望。本章主要通过全文的研究，总结出此次写作的结论并提出展望。

1.4.2 研究框架

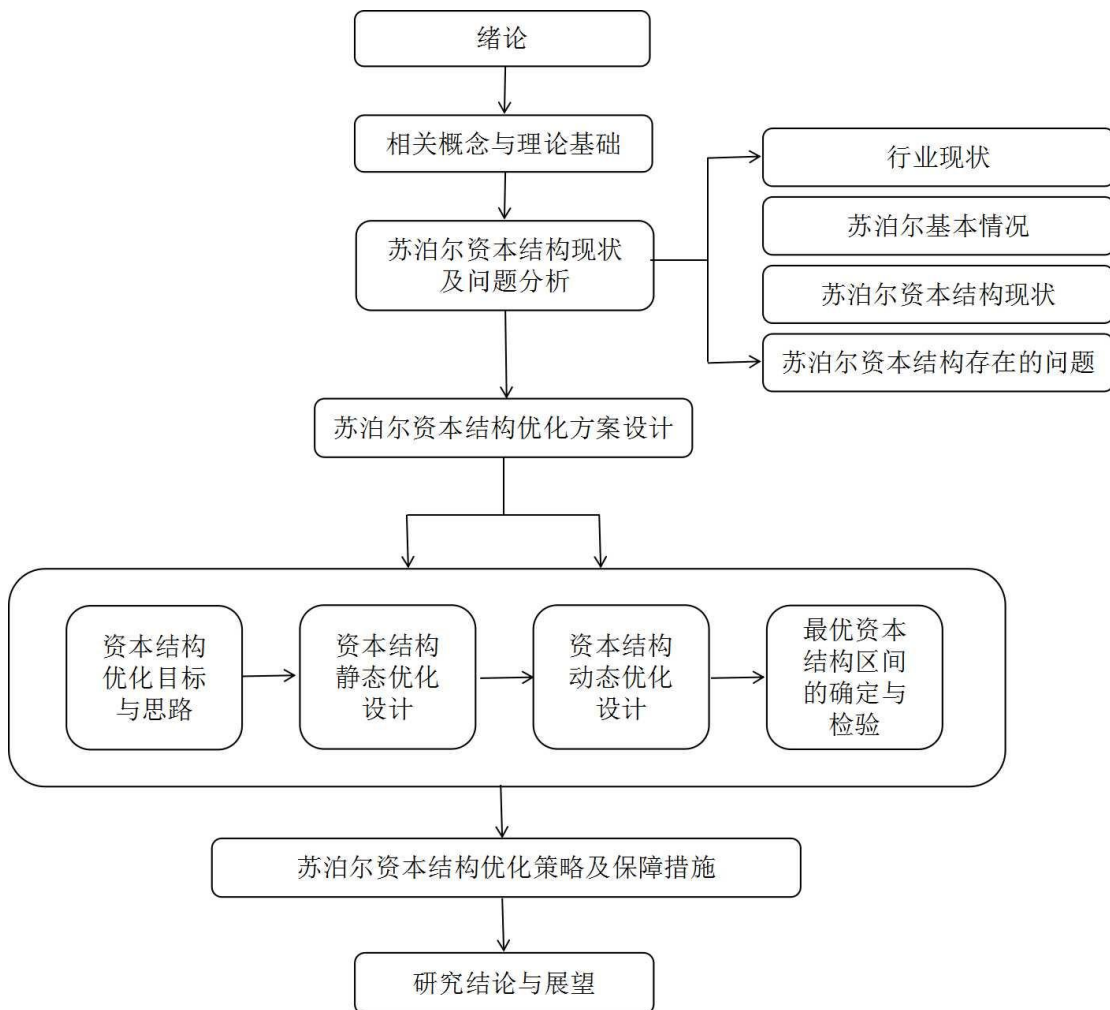


图 1.1 行文框架图

2 相关概念与理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 资本成本

资本成本是指企业选择不同的融资方式所付出的代价,根据来源可以将资本成本分为债务资本成本和股权资本成本,进一步地确定不同方式融资金额所占的比例,然后进行加权平均就得以计算出企业融资的资本成本;根据内容可以将资本成本分为取得资金时发生的代价和使用资金时发生的代价,即筹资费用和占用费用。因此企业要根据不同融资方式的资本成本按从小到大的顺序进行排序,然后进行最优选择。一般而言,股权的融资成本高于负债的融资成本,因为使用负债融资所发生的利息费用可以抵减企业所得税,而股利则没有抵税的作用。另外负债融资的资本成本也与借款利率相关,随着国家贷款基准利率的下调,为企业提供非常不错的融资环境,长期借款利息率比短期借款利息率高,因此短期借款资本成本最低,按照资本成本从小到大可以排序为:短期借款<长期借款<发行债券<融资租赁<留存收益<发行普通股<吸收直接存款,企业可以根据实际情况选择不同融资方式,保证资本成本最低的情况下融资效果最好。

2.1.2 融资渠道

融资渠道是指企业通过何种途径获得资本,包括内源融资渠道和外源融资渠道。内源融资主要依赖于企业自有资金,其中留存收益主要受企业经营状况优劣的影响,一般经营状况良好的企业有充足的留存收益供企业融资发展;外源融资渠道涵盖了债务融资和股权融资,债务融资一般通过银行等金融机构进行贷款产生债务,需要企业和贷款金融机构双方达成贷款合同,书面约定借款额、时长和贷款利率等,要求企业在约定的时间内偿还本金和利息,短期借款的风险可能较高,或者企业可以采用发行债券或可转换债券的方式;而股权融资一般是向公众发行股票,用权益交换资金,没有偿债压力,按约定方式发放股利即可,风险较小。

2.1.3 资本结构优化

资本结构优化是指企业针对目前的资本结构进行系统地分析,找出其在负债、股权方面影响企业发展而存在不足的地方,针对存在的问题依靠合理的手段进行改善,以使得企业经营收入和经营利润得到改善,进而实现财务管理目标。这就要求企业结合企业发展战略,通过自身财务数据进行纵向分析,对比行业内表现优异的企业进行横向对比分析,从而找出自身资本结构有待完善的地方。然后制定具体的优化目标,通过对外部经济环境的观察和内部影响因素的分析,找到能够优化资本结构的具体指标和信息,分别根据这些指标调整公司融资策略,将企业资本结构调整到最优资本结构区间内。资本结构优化并不是一次性就能实现的事情,而是在企业发展长河中不断变化的,需要针对具体因素进行一次又一次的优化调整,同时保证较低的优化成本和资本成本,使得它在不同的时间段内都能达到当时的最优目标。

2.2 理论基础

2.2.1 权衡理论

权衡理论是由国外学者 Robichek 和 Myers 于 1996 年在修改后的 MM 理论的基础上提出的资本结构的研究,主要以负债为重点研究对象,负债一方面为企业带来资金,并且能够抵减企业所得税,但另一方面,负债过多将致使企业财务风险加大,若造成企业破产,则进一步的产生破产时的清算成本。因此将企业采用负债融资后为企业创造的价值和运用负债进行融资产生的风险,造成企业破产可能的成本进行比较,当边际价值和成本现值相同时,此时企业就能实现最优资本结构。在对权衡理论初步理解的基础上建立了权衡模型,运用公式可以更为清晰的对权衡理论进行理解,权衡模型即 $V(r) = V_u + TD - C$,表示在无负债情况下的企业价值与负债带来的收益和破产成本差值之和,三者共同决定了承担负债的企业价值,表示选择负债融资能够影响企业价值的实现。负债带来的收益和破产成本之差可以用来判断此次负债融资是否有利于企业发展,另外负债收益具有边际性,选择负债多少资金需要经过可靠的计量,此时的负债是一个具体的数值,使得负

债带来的边际收益最大，说明企业存在一个最优负债规模。

本文基于权衡理论将浙江苏泊尔股份有限公司资本结构优化的总目标确定为公司价值最大化。并且在分析苏泊尔负债结构时对各项负债内容进行深入理解，判断不同类型的负债对企业价值的影响。考虑负债将会带来的风险和收益，为确定一个最优负债水平提供了一定的理论基础。

2.2.2 委托代理理论

委托代理理论是国外学者 Jensen 和 Meckling 于 1976 年提出的。委托代理理论认为，当企业经营者与管理者是同一个人时，他会兢兢业业的为自己、为公司做事，此时他们是一个整体，不存在矛盾，因此也就不存在代理问题。而当他们不是同一个人时，经营者与管理者之间的矛盾就会出现，信息不对称等问题也会出现，经营者希望取得更多的报酬将会充分利用可能的机会来提高自己的财富，管理者则希望经营者尽职尽责，如此各自的利益就会收到损害，管理者就会失去努力工作的信心。出于自身利益最大化的想法，两者之间的利益总是不对等的，这也就造成双方之间的矛盾不断，这些利益冲突外化表现为企业价值的下降，也可以称之为代理成本。进一步的，可以分为监督成本，即对股东而言，通过投资获得股权，只是消极怠工不参与公司重大决策等待期末分红，因此为了提高工作效率而对股东进行监督所产生的成本；同时包括守约成本，即经营者被招聘到企业后，需要为企业做出相应的贡献，助推企业发展，在这个过程中需要通过培训学习不断提升自身能力，此时造成的支出即为守约成本；最后还包括剩余损失，即在不同时刻经营者与管理者之间的矛盾发生时产生的成本。代理成本是普遍存在的，虽不能彻底消除，但是可以将它控制在一定的范围之内。

本文基于委托代理理论，假设浙江苏泊尔股份有限公司的经营者和管理者之间不存在显著的矛盾，没有因为自身利益去损害对方的利益，也就假设了苏泊尔公司不存在监督成本、守约成本和其它剩余损失。

2.2.3 优序融资理论

优序融资理论是由金融学家迈尔斯与迈勒夫于 1984 年提出的，优序融资理论的前提条件是所有企业所处的金融市场环境是一致的，金融市场中不存在税收

与交易成本，它认为企业应该按照先从企业内部进行融资，再采用外部负债方式融资，最后采用外部股权融资的顺序获取资金。首先内源融资主要依赖于公司的自有资金，留存收益得益于企业经营状况和销售收入以及公司对未来发展规划留下的一部分资金，为了企业应对紧急事件和推动下一步扩大生产预留的资金，另外留存收益不考虑筹资费用，内源融资不会导致融资成本的增加，所以是公司筹资的首选。然而留存收益根据公司经营的好坏按规定留存下来的资金，因此它是有限制的，当内源融资不能满足公司的发展需求时，就需要从公司外部融入资金。外源融资主要有两个部分，相比较而言，债务融资的资本成本小于股权融资的资本成本，所以通常情况下企业先选择债务融资，后选择股权融资。

本文基于优序融资理论，在文章第三章节分析浙江苏泊尔股份有限公司的融资方式选择以及各种方式所占的比例时，判断苏泊尔公司的融资顺序以及依赖于哪一种方式，基于优序融资理论提出苏泊尔是否存在不足和需要改进的地方，如果存在有待优化的地方，将依据该理论在第四章提出苏泊尔选择融资顺序的具体方案进行优化。

3 苏泊尔资本结构现状及问题分析

3.1 行业现状

3.1.1 行业背景

小家电行业是家电行业分支下的一类具备较小体积、较小功率的家电产品，小家电是人们日常生活不可或缺的物品，根据不同的用途，小家电向下细分又可以分为在厨房领域的小家电、在日常家居领域的小家电、运用在日常清洁的小家电以及注重个人护理方面的小家电，在这个基础上，小家电品种还在不断的创新和发展，规模不断扩大，覆盖范围不断拓宽。根据观研报告网发布的资料显示，国家发改委与工业和信息化部以及中国家用电器协会等相关部门制定了一系列支持小家电行业的法律法规和行业政策，大力支持小家电行业增设产品类别、上调产品质量、创新创造自主品牌，对小家电产业进一步升级发展起较大的促进作用。



图 3.1 中国国民经济规划——小家电政策的演变

从小家电政策的演变中可以看出，国家对小家电行业从发布规范类政策向发布支持类文件转移，“十一五”规划强调行业可持续发展，“十二五”规划重点将家电大国变成家电强国，“十三五”规划突出产业升级，“十四五”规划则开始强调创新发展，随时根据国家发展理念做出调整。2020年10月，中共中央发布文件《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，提倡全面促进消费，既要保障提升传统消费，又要加快培育新型消费；这就要求企业以质量为重点，促进绿色发展、健康发展。小家电行业与消费者联系比较密切，随着时代的进步和消费者观念的转变，消费者对小家电的要求不断

提高,小家电产品逐渐向着多功能创新、时尚化、可定制化和智能化的方向发展,由此兴起的多元化产品使得小家电行业企业间的竞争愈演愈烈。同时近两年受新冠肺炎疫情影响,催生了“宅需求”,人们待在家中的时间增多,倾向于自制食品,更加注重饮食健康,使得人们对厨房小家电产品的需求激增。小家电行业势头大增,各种各样新型小家电不断出现,尤其以浙江苏泊尔股份有限公司、美的集团、九阳股份、爱仕达、小熊电器等龙头企业为主,竞争十分激烈,这就要求小家电产品更新换代和消费升级。

3.1.2 行业规模

通过萝卜投研网的行业数据显示,在家电行业分类下找到小家电行业的数据,通过数据库查询到小家电行业的各种数据,选取了一些能够代表行业发展情况的指标数据,统计如下:

表 3.1 2016 年-2020 年小家电行业发展状况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入(亿元)	420.41	484.35	590.24	639.30	723.14
利润总额(亿元)	44.85	31.09	19.46	64.21	67.78
总资产(亿元)	478.02	518.21	514.97	568.22	698.82
总负债(亿元)	222.45	228.96	241.41	256.51	327.17
销售净利润率	8.65%	4.71%	1.58%	8.43%	7.69%

数据来源:萝卜投研网

根据表 3.1 可以看出小家电行业在 2016 年至 2020 年的营业收入呈大幅上升趋势,五年间增长了 300 亿元;然而利润总额却是先下降再快速增长,2018 年利润总额是近五年最低,只有 19.46 亿,受到市场经济变动的较大影响,2019 年得到好转且增长幅度巨大,2020 年保持稳定小幅度的提高;销售净利润率和利润总额呈相同方向变化,但总体呈轻微的下降趋势。从总资产来看,小家电行业的总资产总体是上升趋势增长超 200 亿元,资产规模较好,有助于行业发展;同时总负债也由 222 亿增加到 327 亿。综合来看,小家电行业发展状况良好。

下图 3.2 来源于安信证券研究中心的数据，以小家电内销量衡量行业规模，可以发现从 2011 年至 2020 年这十年间，小家电行业内销量呈逐年上升趋势，小家电内销量增长率则总体呈下降趋势。表明小家电行业规模逐步扩大，但是增速缓慢，行业内销遇到发展瓶颈期，市场趋于饱和，亟需研发更多创新型产品来进一步满足人们日益变化的需求。

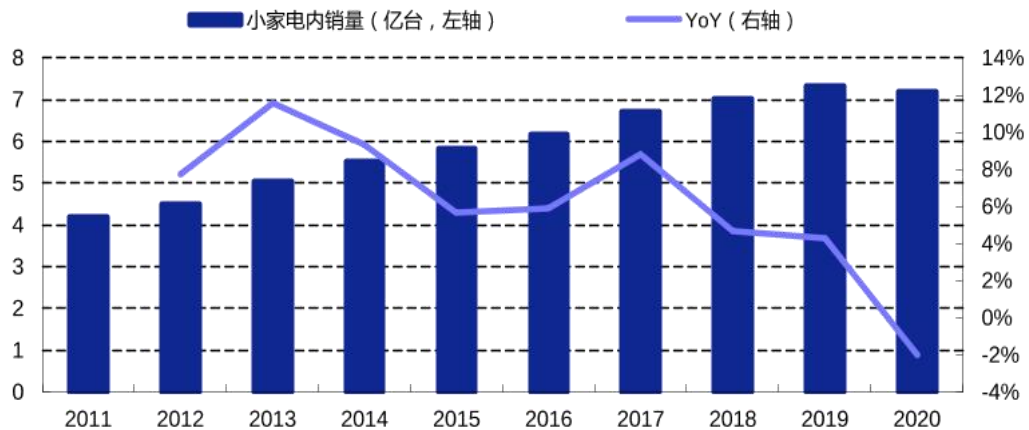


图 3.2 国内小家电内销量

另外，根据国信证券经济研究所整理的数据显示，近几年我国小家电行业规模已达到 1400 亿元，并且逐年增长，其中厨房小家电所占比例是最高的，占行业规模的近似一半，厨房小家电是家家户户都离不开的产品，包含油烟机、燃气灶、消毒柜、净水器，是人们在厨房领域不可缺少的物品；其次是个护小家电和炊具，炊具质量好使家庭对炊具的更换需求较小，人们对它的功能需求更高；最后清洁小家电所占比例最小，清洁小家电寿命长使得人们对它的质量有更高的要求，同时在短期内没有更换清洁产品的需求。不同领域的小家电需求使得多数企业不仅仅注重同一类产品的生产，更多的向着多元化的方向进行不断的创新融合和发展。

3.2 苏泊尔基本情况概述

3.2.1 公司简介

(1) 基本情况

浙江苏泊尔有限公司成立于 1994 年，1996 年改制成立浙江苏泊尔股份有限公司（002032），并于 2004 年在深交所上市。苏泊尔公司总部设立在中国杭州，目前已建立了五个重要的制造基地，分别在在中国浙江玉环、武汉、浙江杭州、浙江绍兴以及东南亚的越南胡志明市，五大重要的制造基地为苏泊尔进行大量的产品加工生产提供了保障，不断完善壮大企业生产规模和专业化的进步。苏泊尔以炊具制造压力锅起家，带领压力锅不断的发展，成为中国炊具行业的领头羊，引领炊具行业大的发展方向，“安全到家”的文化深入人心，在中国小家电市场上具备非常好的品牌荣誉。随着小家电行业规模及国家政策的引领，苏泊尔不断扩大生产，加大研发投入，进行品类扩张，目前苏泊尔是全球第三大炊具制造商，综合实力强大。苏泊尔的发展历程如图 3.3 所示：

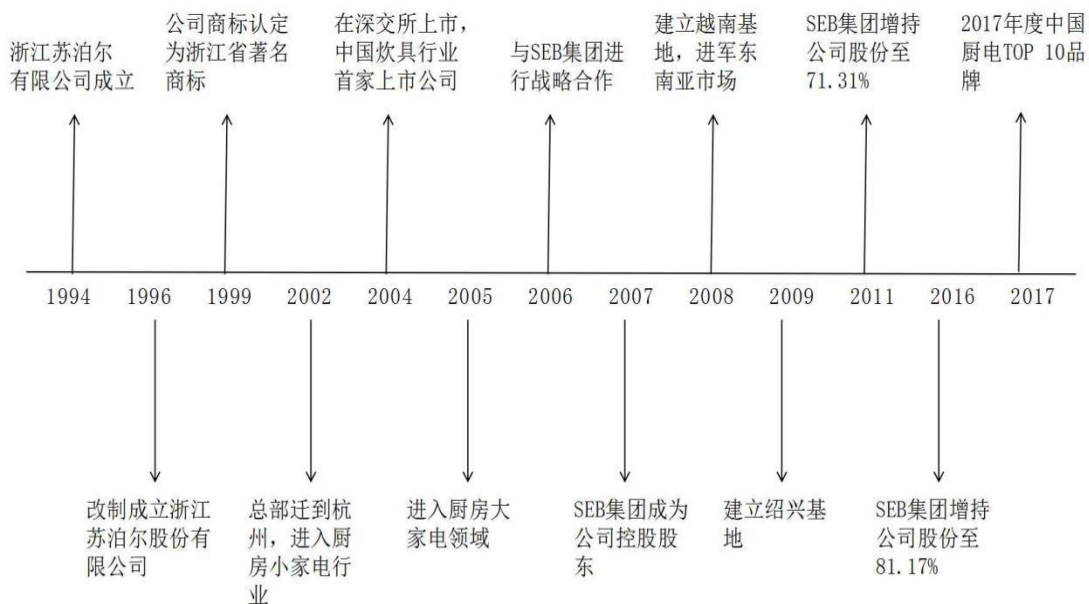


图 3.3 苏泊尔发展历程概况

SEB 集团于 1857 年在法国创建，旗下综合了不同领域的小家电产品，是世界层面有名的炊具研发制造商和小家电制造商。法国 SEB 集团与浙江苏泊尔股份

有限公司在 2016 年第一次开启战略合作关系，从苏泊尔发展历程中可以看出，随着 SEB 集团成为浙江苏泊尔股份有限公司的实际控制人，SEB 集团持股比例从 52.74%不断升高至 81.17%，截至 2020 年末，SEB 集团持有苏泊尔公司 81.20%的股份，随着 SEB 控股，苏泊尔由传统的家族企业走向现代化的职业经理人制，董事会对经营团队授权较为充分，充分调动各方积极性。苏泊尔站在巨人的肩膀上，有了更多资金来源和产品生产加工保证，不断扩大生产基地的建设，充分利用自身优势和资源加速成长，提升规模经济。目前苏泊尔公司股权结构图如图 3.4 所示：

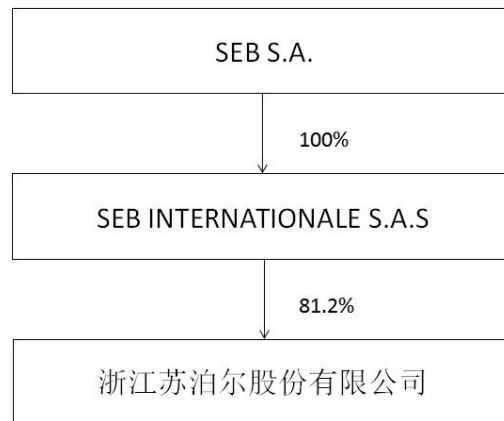


图 3.4 2020 年苏泊尔股权结构图

(2) 经营范围

浙江苏泊尔股份有限公司以高压锅等炊具起家，对炊具市场产生了非常大的影响力，目前苏泊尔的经营范围不断扩大，覆盖了家居生活的方方面面，经营范围不再局限于厨房家电，而是涉及了日用五金及生活电器，比如现在人们对生活空气质量的要求提高，苏泊尔制造销售空气净化器；为了提高日常饮用水的标准，苏泊尔制造销售净水器；为保证厨具的干净推出消毒柜等等，还不断研发健康家电提高人们安居乐业的水平。苏泊尔产品涉及范围广、品类多，不同种类的产品质量也是有保证。苏泊尔不仅对已有产品进行不断的功能创新，还保证新产品的研发满足人们消费需求，苏泊尔一边做大做强电热类产品，一边掌握小家电功能集成趋势，率先推出真空破壁料理机，发展电动类产品。随着互联网+的发展，品质和创新逐渐成为苏泊尔的企业理念，高新技术融入到企业的生产中，苏泊尔

设计研发了更多智能产品，不断提高智慧生活质量，逐渐成为一家综合性的小家电品牌。苏泊尔的产品性价比极高，凭借着优秀的产品质量和服务，受到人们的热爱。

3.2.2 公司经营状况

(1) 经营状况

为初步了解苏泊尔公司整体经营状况，管理者需要从整体上对苏泊尔的销售收入、销售利润和未来发展趋势有一个基本解读和合理的判断。因此，针对不同方面的判断要选取最合适的财务指标，针对苏泊尔的收入情况，本文选取了营业收入指标进行解读；针对苏泊尔的盈利情况，本文选择营业利润绝对指标；针对苏泊尔的未来发展，选取相对数指标能够进行合理的判断，包括营业利润增长率和营业收入增长率。2016年-2020年苏泊尔经营状况如表3.2所示：

表 3.2 2016 年-2020 年苏泊尔经营指标

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入（亿元）	119.4712	141.8734	178.5126	198.5347	185.9694
营业利润（亿元）	13.1582	15.7458	19.8193	22.9630	21.9707
营业收入增长率	9.51%	18.75%	25.83%	11.22%	-6.33%
营业利润增长率	14.97%	19.67%	25.87%	15.86%	-4.32%

数据来源：整理自苏泊尔公司年报

从表 3.2 中可以看出，从 2016 年到 2020 年苏泊尔公司营业收入整体上升了 66 亿元，2016 年-2019 年苏泊尔营业收入持续上升，2020 年受新冠疫情等多重因素的影响，苏泊尔实现营业收入 185 亿元，较 2019 年下降了接近 13 亿元，整体收入状况可观。与此同时，营业收入增长率则变动较为明显，2017 年相对于 2016 年增长了 18.75%，2018 年相对于 2017 年增长了 25.83%，2019 年较 2018 年大幅下降，营收增长缓慢，2020 年为 -6.33%。另外，从营业利润指标可以看出，公司营业利润从 13 亿增长到 22 亿，整体一直呈上升趋势，2019 年苏泊尔的营业利润达到近五年最大值 22.96 亿元，获利情况良好。从相对数比较来看，2016 年到 2018 年苏泊尔营业利润增长率增长幅度较大，2019 年增长缓慢，2020 年出现下跌，营业收入增长率也相似。经上述分析可知，从绝对数值来看苏泊尔

整体经营状况良好，收入状况稳定，获利情况优良；然而从相对数指标来看苏泊尔公司营成长性符合企业所处生命周期的特征，成熟期企业销售收入先快速增长后缓慢增长，逐步到达最高点然后缓慢下降，此时可能会向外部市场传递一些不利信息，企业管理者应及时掌握市场动态，调整企业战略规划，及时调整苏泊尔的渠道转型，发展线上渠道，加快线上线下产业合理布局的节奏，整合创新型理念，融合多种方式改善企业的经营状况和成长性。

(2) 生命周期

企业在不同生命周期有不同的资本结构，本文针对苏泊尔公司经营活动、投资活动和筹资活动，采用现金流量法判断苏泊尔所处的生命周期，为之后苏泊尔资本结构优化提出现阶段更具针对性的意见，苏泊尔 2016 年-2020 年现金流量如表 3.3 所示：

表 3.3 2016 年-2020 年苏泊尔现金流量净额表

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动产生的 现金流量净额	138891.19	110106.86	201365.87	173294.1	207659.28
投资活动产生的 现金流量净额	4123.73	-57617.14	-50406.15	-86687.44	-15087.47
筹资活动产生的 现金流量净额	-158784.5	-51827.31	-96856.52	-103820.8	-146489.6

数据来源：整理自苏泊尔公司年报

由表 3.3 可知，2016 年至 2020 年这五年间，苏泊尔的经营活动现金净额一直是正数且总体呈波动式上升趋势，在 2020 年达到最高点，经营活动现金流量净额的提高也保证了苏泊尔利润的增涨，经营活动整体较为稳定，公司运营资金周转比较健康；与此同时，苏泊尔投资活动现金流量净额在这五年间只有在 2016 年是正数，为 4123.73 万元，而其它四年都是负数，2019 年现金流量净额最低，下降到了-86687.44 万元，说明这个阶段苏泊尔在进行产品的多元化创新和研发，一直保持着对外投资，投资活动较多；最后，苏泊尔的筹资活动产生的现金流量净额五年内都是负数，说明筹资活动产生的现金流出大于现金流入，呈先上升后

下降的趋势，2016 年与 2020 年明显低于其它三年，这个阶段苏泊尔在不断的偿还债务。企业在不同生命周期的现金流量净额表示都不相同，根据这个时间段内的现金流量净额可以确定一个企业的生命周期。整体而言，苏泊尔的现金流量净额呈现出“正”、“负”、“负”的特征，可以判断苏泊尔公司在这个阶段应处于企业成熟期。此时企业为扩大经营，往往选择举债发展。因此，苏泊尔在确定最优资本结构的时候还应考虑到企业现在所处的生命周期。

3.3 苏泊尔资本结构现状分析

3.3.1 资本结构整体分析

首先从整体上对苏泊尔公司 2016 年至 2020 年的财务数据进行纵向分析，主要包括绝对数指标总资产、总负债以及相对数指标资产负债率，具体内容如图 3.5 所示：

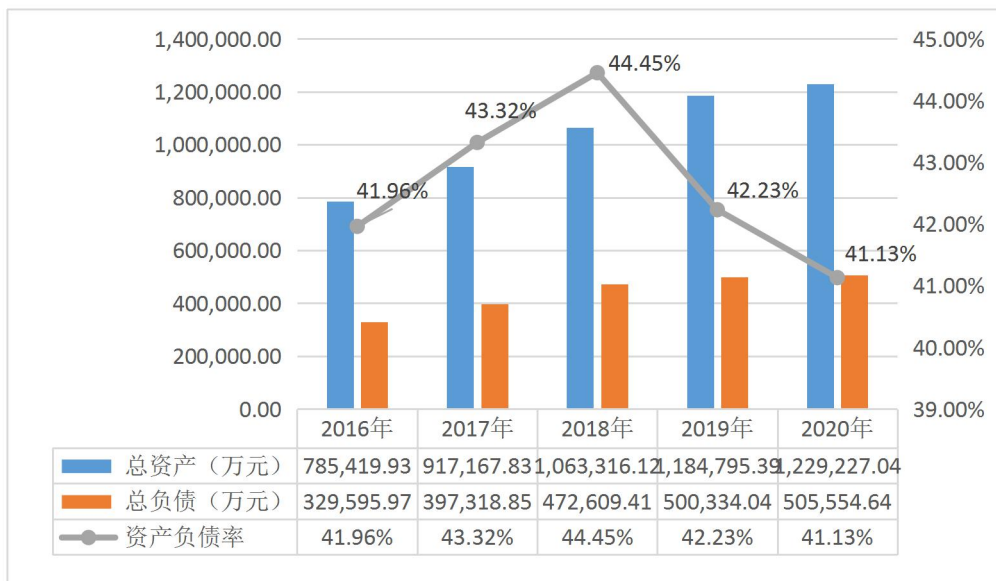


图 3.5 2016 年-2020 年苏泊尔资产负债指标

从图 3.5 中可以看出，在 2016 年至 2020 年间，苏泊尔公司的总资产在持续稳定的增加，表明这期间苏泊尔的资产实力较雄厚。由 2016 年的 78.54 亿元增加到 2020 年的 122.92 亿元，增幅约 44.38 亿元，2019 年较 2018 年增长了约 12 亿元，资产规模扩大迅速。2020 年受新冠疫情的影响，国外制造业不能满足生

产需求，这就加大了海外小家电生产需求向中国转移，这也是2020年苏泊尔国内业务营业收入下降，但海外业务营业收入却上升的缘故，一定程度上也保证了总资产的增加。与总资产相比，苏泊尔的总负债在持续缓慢的增长，增长幅度较小，总负债的增长幅度明显低于总资产的增长幅度，在总资产中的占比较低，这也说明苏泊尔负债能力较低。

另外，从相对指标来看，资产负债率以总资产为参照，反映苏泊尔的债务规模，进而揭示了苏泊尔总资产中有多大比例是通过借债来筹资的，也能衡量苏泊尔的偿债能力和财务风险大小。从图3.5中可以看出苏泊尔的资产负债率基本保持在41%-45%之间，2016年到2018年呈上升趋势，2018年到2020年呈下降趋势，整体并没有出现太大的波动，相对而言处于较为安全的区间内。

3.3.2 负债结构分析

负债可以分为短期负债和长期负债，负债结构即短期负债和长期负债分别占总负债的比例，若以总资产为参照，还将进一步分析短期负债和长期负债占总资产的比例，以这四个指标来评价苏泊尔负债的组成情况。如图3.6和图3.7所示：

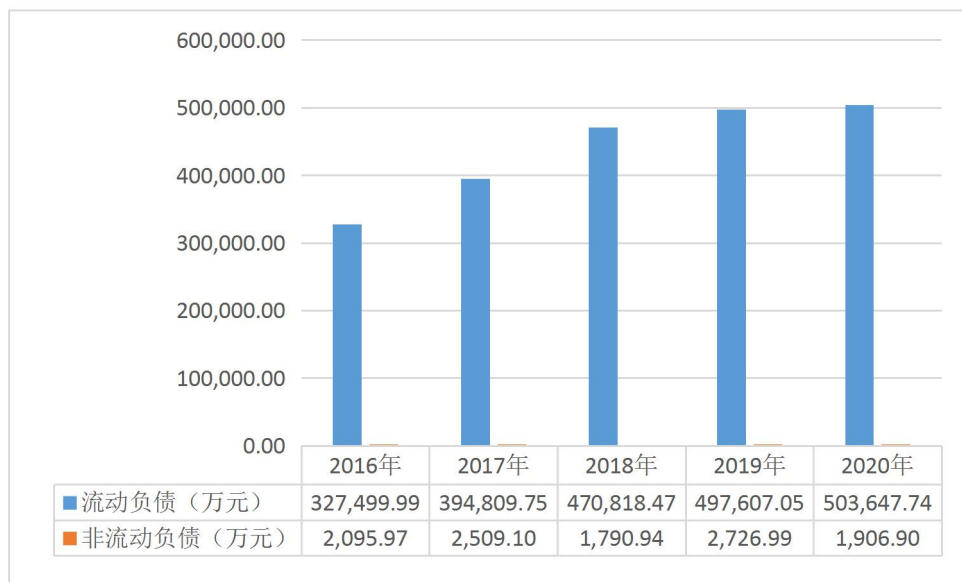


图 3.6 2016年-2020年苏泊尔负债结构

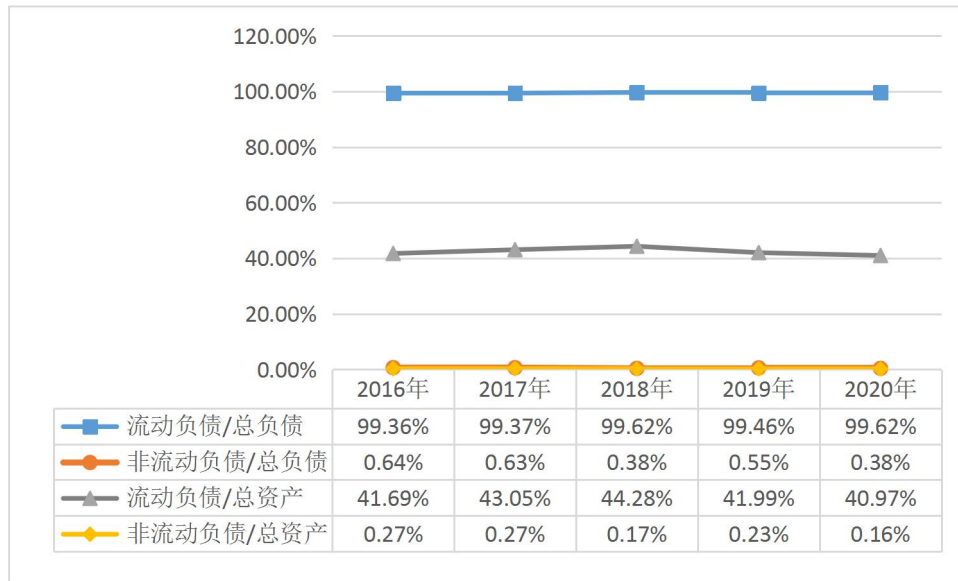


图 3.7 2016 年-2020 年苏泊尔负债占比

由图 3.6 可知，2016 年至 2020 年，苏泊尔的流动负债从 32.75 亿元增加到 50.36 亿元，增加了 17.61 亿元；而非流动负债则是波动式下降，总体出现了缩减，整体而言变化不大。由图 3.7 从相对数指标来看，苏泊尔的短期负债占总负债的比例非常之高，一直保持在 99% 以上，且保持平稳的增长，相对而言，长期负债占总负债的比例非常之低，不到百分之一，短期负债与长期负债占总负债的比例差距非常显著。有这两个指标可以明确的知道苏泊尔的负债来源主要以流动负债为主。短期负债较长期负债来说，资本成本较低且对资金使用的条件限制较少，能够先一步解决企业资金需求；但是短期负债需要在非常短的时间内偿还，比如有三个月、六个月和一年的划分，这样可能会给苏泊尔带来短期偿债的压力。

在分析流动负债与非流动负债在总资产中的占比情况时，可以看出苏泊尔流动负债占总资产的比例五年之内呈先上升后下降的趋势，从 2016 年的 41.69% 持续上升到 2018 年最高为 44.28%，从 2018 年到 2020 年下降到 40.97%。非流动负债占总资产的比例则呈波动性下降，2016 年和 2017 年最高为 0.27%，2018 年下降到 0.17%，基本保持在 0.16%—0.27% 之间。由此可知，苏泊尔公司较少采用债务融资，且在债务融资中更多的采用短期债务。短期借款占比过高就会面临更多的风险问题，长期借款一般有计划会合理实施。

表 3.4 2016 年-2020 年苏泊尔有息负债

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
短期借款（万元）	-	-	-	-	-
长期借款（万元）	-	-	-	-	-
应付债券（万元）	-	-	-	-	-
一年内到期的非流动负债（万元）	-	-	-	-	-

数据来源：整理自苏泊尔公司年报

通常来说，有息负债包括短期负债中的短期借款、一年内到期的非流动负债，还包括长期负债中的长期借款和应付债券。由表 3.4 可知，2016 年-2020 年连续五年，苏泊尔短期借款来一直为零，也没有进行长期借款，应付债券和一年内到期的非流动负债都为 0。说明苏泊尔的有息负债为零，因此有息负债率也为零。根据萝卜投研的行业信息可知，小家电行业在 2016 年至 2020 年的带息债务分别为 92.75 亿元、90.99 亿元、72.78 亿元、69.96 亿元、148.30 亿元，占行业总负债的比例分别是 41.69%、39.74%、30.15%、27.27%、45.33%。与行业数据相比，苏泊尔的有息负债极端化严重，苏泊尔主动放弃了债务的抵税收益，与现代资本结构理论不符，苏泊尔需要重视负债的收益性，强化负债结构。

3.3.3 股权结构分析

股权结构是指不同股东持有的股票数量和持股比例的构成情况，股权结构影响公司治理结构，继而影响公司制定经营战略以及经营方针，决定了公司的经营绩效和企业价值。目前苏泊尔股东较多，本文仅选取 2020 年末前十大股东的持股比例进行分析，如图 3.8 所示：

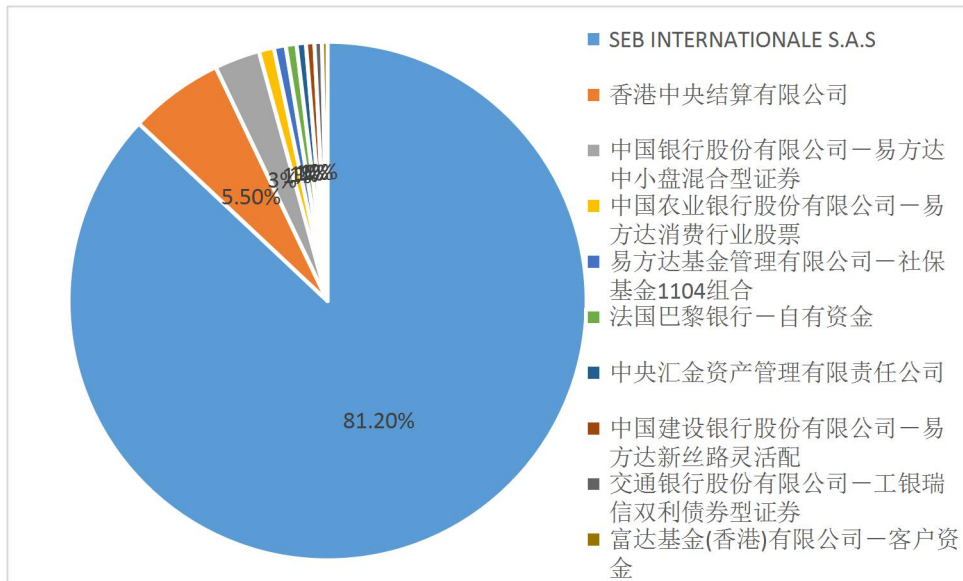


图 3.8 2020 年末苏泊尔前十大股东持股比例

由图 3.8 可知，SEB 国际持股比例达 81.20%，是苏泊尔的第一大股东，持股比例远远高于其他股东的持股比例，剩余股东各自的持股比例都很少，这说明苏泊尔的股权高度集中。在我国小家电行业起步阶段，海外小家电的增长逐步变缓慢，海外家电企业将目标投向中国，小家电行业进入壁垒低、竞争十分激烈，当时苏泊尔的经营情况非常不好，又因为中国劳动力多且廉价，就这样 SEB 集团和当是遇到发展瓶颈的浙江苏泊尔股份有限公司联系在了一起，双方一拍即合，开启了战略合作，2007 年 SEB 收购了苏泊尔 52.74% 的股权，并在多年发展中不断增持股份，现在已经达到 81.20%。SEB 集团就此打开了世界上增长速度最快的中国市场。同时苏泊尔被收购后，业绩增长瓶颈从此突破，其小家电业务开始进入高速发展阶段，净利润由 2007 年的 1.72 亿增长到 2020 年的 18.46 亿。苏泊尔借助 SEB 的生产技术和资金支持，不断建设新的生产基地，在东南亚也设立了生产基地，全方位不断提高自身的生产水平和生产效率，打开全新的视野，有效降低生产成本的同时规避风险、提升公司规模和业绩水平。最新报道苏泊尔将开启规模解禁，将解禁 SEB 集团持有的 2.06 亿股，占总股本的 25.52%，解禁后不论 SEB 集团将会继续持有还是减持，都不会影响其第一大股东的地位。

公司第一大股东的持股比例也是衡量企业股权集中的一个重要指标，下图是纵向分析苏泊尔公司 2016 年至 2020 年年末的持股比例趋势：

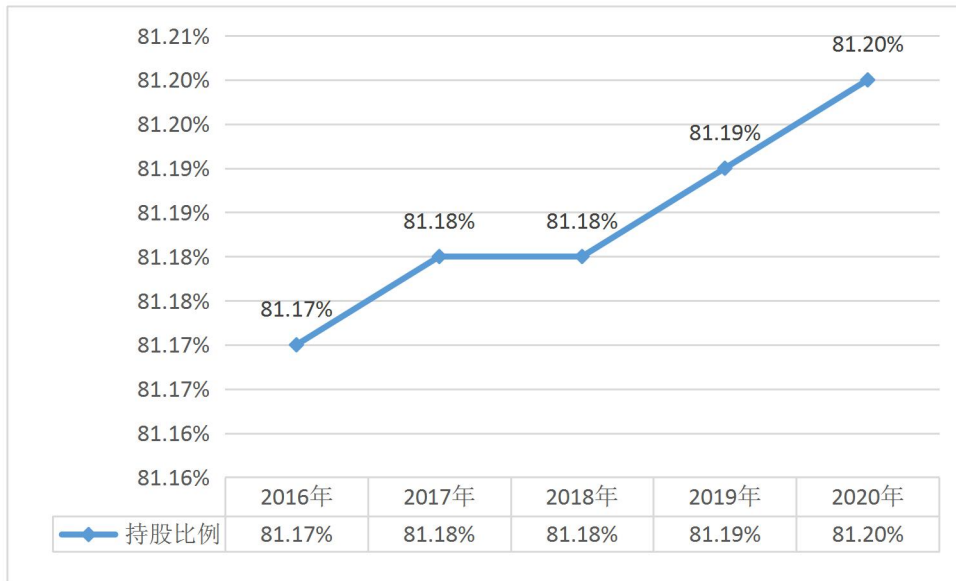


图 3.9 2016 年-2020 年苏泊尔第一大股东持股比例

从图 3.9 可以看出苏泊尔第一大股东持股比例非常高,持股比例均在 81.17% 以上,虽然变化不大但五年来还在不断升高,股权非常集中,SEB 集团享有绝对控股权,股权集中可能会使企业财务管理目标变为股东权益最大化,第一大股东的持股比例将对公司业绩产生影响,公司治理层面有待改善。

3.3.4 融资结构分析

融资结构分析主要是以各项资金的来源为基础进行分析,比较不同时期企业采用外部资金或者是内部资金以及各自所占的比例,能够合理准确判断企业重点采用哪一种融资方式,并分析这样融资带来的结果对这个阶段公司的发展是否有利。本文分析苏泊尔的融资结构主要从外源融资和内源融资两方面进行分析和比较,其中内源融资的数值参考苏泊尔年报中的盈余公积、未分配利润以及固定资产折旧的数额;而外源融资包括债务融资和股权融资,债务融资的数据以苏泊尔年度报告中负债总额为依据,股权融资的数据则以股本和资本公积为依据,具体 2016 年至 2020 年的数据统计如表 3.5 所示:

表 3.5 2016 年-2020 年苏泊尔内外源融资情况 单位：万元

		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
内部融资	盈余公积	29568.12	39389.31	40164.82	40164.82	40164.82
	未分配利润	359411.10	398137.26	457327.51	544367.15	620258.74
	固定资产折旧	70305.67	77400.31	94062.08	99757.23	107724.45
外部融资	负债总额	329595.97	405432.07	472609.41	500334.04	505554.64
融 资	股本	63176.57	82128.76	82124.40	82111.99	82108.39
融 资	资本公积	3988.58	26195.69	13952.95	19463.34	22685.90

数据来源：整理自苏泊尔公司年报

表 3.5 收集了苏泊尔 2016 年至 2020 年不同融资方式下的数据，单独来看，内源融资的三个指标都呈持续增长的趋势，其中盈余公积一直增加，至 2018 年达到最高后一直保持不变；未分配利润从 2016 年到 2020 年呈现较大幅度接近翻倍的增长；固定资产折旧也每年都在小幅度增长。负债总额也有小幅度上涨，股本在 2017 年上涨后四年之内基本保持不变，资本公积相对而言变化较大，波动式上升。以上这些绝对数指标不利于进行内外源的对比分析，因此，我们将不同融资方式下的数据进行加总，然后将结果与苏泊尔公司的总资产进行占比计算，能够清晰地比较不同年份苏泊尔内外源融资结构。

表 3.6 2016 年-2020 年苏泊尔内外源融资结构

年份	内源融资 (%)	外源融资	
		股权融资	负债融资
2016 年	58.48%	8.55%	41.96%
2017 年	54.42%	11.45%	42.85%
2018 年	55.63%	9.04%	44.45%
2019 年	57.76%	8.57%	42.23%
2020 年	62.49%	8.53%	41.13%

数据来源：根据苏泊尔公司年报计算整理

如表 3.6 所示，通过相对数指标可以直观反映出苏泊尔内外源融资占总资产的比例，从表中计算结果可知，2016 年至 2020 年，苏泊尔内源融资比例先减少后逐年上升，最低 54.42%，最高到 62.49%，平均值为 57.76%；股权融资基本在百分之十左右，最低为 2020 年的 8.53%，最高为 2017 年的 11.45%，平均值为 9.228%；另外负债融资基本在百分之四十以上，变动幅度很小，最低值 41.13%，最高值为 44.45%，平均值为 42.52%。综合对比分析可以发现苏泊尔主要采用的

是内源融资方式，五年间内源融资的比值均高于外源融资的比值，其中 2017 年和 2018 年苏泊尔外源融资占比分别共 54.3%、53.49%，非常接近其内源融资占比，这两年内源融资占比较其它三年都较低。内源融资通过获取企业内部资金来发展企业经营，内源融资占比高也说明苏泊尔有充足的内部资金，也表明近年来苏泊尔经营状况良好。通常企业发展规划中，内部资金会先留下来以备不时之需，通常会借助外部资金维持自身经营。外源融资中股权融资占比小，负债融资占比大，苏泊尔外源融资更多的先考虑了负债融资，然后是股权融资，股权融资相对来说有一定的限制，负债融资则相对方便。苏泊尔的融资偏好与优序融资理论相符。

表 3.7 2016 年-2020 年苏泊尔债务性融资

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
预收款项（万元）	77,958.75	120,602.04	120,791.68	110,699.65	-
应付账款（万元）	206,214.05	237,531.36	295,381.22	301,146.47	325,243.87

数据来源：整理自苏泊尔公司年报

苏泊尔负债结构分析中已经说明苏泊尔的有息负债为零，那么需要进一步的再将其负债融资详细分析。由表 3.7 可知，苏泊尔的债务性筹资主要包括预收款项和应付款项，都属于商业信用融资的一种，需要具备一定的商业信用基础。结合前文内容可知苏泊尔短期借款和长期借款均为零，商业信用融资则是苏泊尔主要的负债融资方式。其中，预收款项融资相当于企业先向购货企业借一笔钱，然后再交付商品，是买方向卖方提供的一种商业信用。2016 年至 2020 年，苏泊尔的预收账款从先上升后下降，2018 年达到最高点，2020 年为 0，2016 年至 2017 年增长幅度最大，一年增加了 42643.29 万元，表明苏泊尔有极好的品牌信誉，苏泊尔的购货方足够信赖苏泊尔的产品才可以选择采用预收货款的方式进行融资。另外，应付账款融资则是企业先收取货物，延期向供货方付款，在一定情况下不必承担资金成本，能够较大程度的利用资金，在信用期限内（一般不超过 30 天）支付货款，若在折扣期限内支付货款还将享有折扣优惠，一般来说选择应付账款进行融资期限较短，若要取得现金折扣，融资期限可能更短，若企业放弃现金折扣则必须付出较高的资金成本。2016 年至 2020 年苏泊尔应付账款呈逐年上升趋势，且增长幅度较大。虽然采用商业信用融资有很多优点，包括筹资的

成本非常低,操作简单和限制条件较少等优点。但是这只是一种短期的资金来源,且通过这种方式获取的资金十分有限,过于依赖预收和应付客户的货款可能会增加苏泊尔的财务风险和信用风险。

3.4 苏泊尔资本结构存在的问题

3.4.1 负债规模较保守

通过前文的分析可知,这五年苏泊尔资产负债率的平均值为 42.62%,总体来看资产负债水平明显较低,这说明苏泊尔未能合理的利用负债结构,资产负债率没有达到最优状态,负债规模相对较为保守。目前小家电市场的格局是一超两强,一超美的、两强苏九。美的集团在小家电行业中处于领先地位,九阳股份也一直与苏泊尔并肩前行。为了能够直观了解其资产负债率水平,特地将苏泊尔与美的集团和九阳股份进行对比,图 3.10 为 2016-2020 年三家企业的资产负债率。

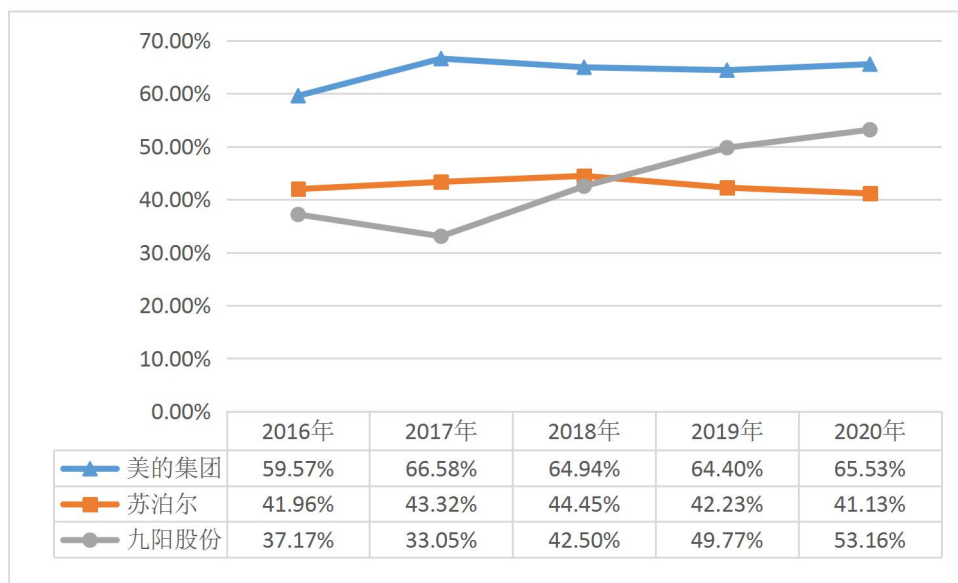


图 3.10 2016 年-2020 年美苏九资产负债率

由图 3.10 可知,2016 年至 2020 年美的集团的资产负债率最高,一直保持在百分之六十以上,苏泊尔公司资产负债率整体在美的集团之下且相差有二十个百分点,差距非常明显,美的集团平均资产负债率更是达到 64.20%,比苏泊尔的资产负债率平均值高 21.58%。另外,从前文融资结构分析中可以看出,苏泊

尔2019年和2020年的内源融资规模较大,导致这两年的资产负债率也有所降低。对比九阳股份的资产负债率可以看出,前三年苏泊尔的资产负债率高于九阳股份,而后两年则差距拉大,且整体看来九阳股份的资产负债率呈明显的上升趋势,虽然前两年较低,但它紧跟经济发展将更多的融资通过负债融资方式来进行获取,这样有利于其扩大公司规模继而提升企业价值。通过横向的对比分析可以看出三家企业中只有苏泊尔的资产负债率出现下降的情况,美的集团保持在较高水平,九阳股份一直上升,综合营业收入来看,美的集团也一直名列第一。

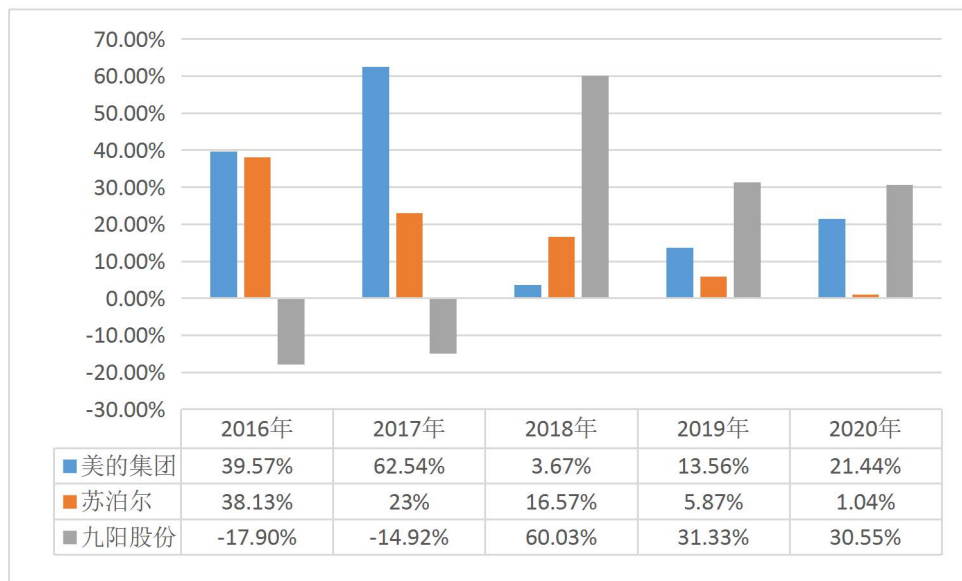


图 3.11 2016年-2020年美苏九负债同比增长率

从图 3.11 可知,苏泊尔近五年的负债同比增长率一直持续下跌,2020年相较于2019年基本无增长变化,对比美的集团和九阳股份可以看出,九阳股份的负债增长率前两年为负,后三年增长迅速,逐渐成为增速最快的一个,美的集团前两年增速最快,最高时可以达到62.54%,后续三年缓慢增长。综合对比三家企业的资产负债率和负债同比增长率,可以得出,苏泊尔的负债规模较保守,不利于苏泊尔利用财务杠杆来提升企业价值,由于小家电行业进入壁垒相对较低,且近年来人们对网红小家电的追捧,更多家电企业进入这个市场,企业间竞争加剧,苏泊尔较为保守的融资方式可能会使企业失去进一步研发创新的资本。

3.4.2 短期负债占比过高

流动负债占总负债的比例有一个最优值，即百分之五十，超过这个值可能会给企业带来较大的财务风险，从前文的分析中可知，2016年至2020年，苏泊尔的短期负债占总负债的比重分别为99.36%，99.37%，99.62%，99.46%，99.62%，平均值为99.49%，流动负债比例超乎寻常的高，造成苏泊尔负债结构十分不合理，这可能会给公司发展留下经营隐患，当企业经营状况良好时，企业会在规定偿还期限内还款，若公司所处金融环境发生较大变化时，如通货膨胀、利率上涨，此时企业的正常资金周转会遇到一定的困难，严重时将会对公司的日常经营产生不利影响，并且短期负债如果经常性的发生，还会使得财务核算监督管理工作变得复杂，使财务成本加剧，并且前文中发现苏泊尔短期负债来源于应付账款和预收账款，公司将负债来源主要放在应付账款方面，所以我们以数额较大的应付账款进行详细分析，表3.8为2016年至2020年苏泊尔的应付账款。

表 3.8 2016 年-2020 年苏泊尔应付账款

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
应付账款（万元）	206,214.05	237,531.36	295,381.22	301,146.47	325,243.87
流动负债（万元）	327,499.99	394,809.75	470,818.47	497,607.05	503,647.74

数据来源：整理自苏泊尔公司年报

由表3.8可知，2016年至2020年苏泊尔的应付账款逐年增长，苏泊尔大部分的流动负债都来自于应付账款，2020年应付账款占流动负债的比例更是达到了64.58%。通过这两个指标可得到苏泊尔公司对短期资金依赖性强。应付账款依赖于公司信用同时影响公司信用，因此，苏泊尔公司在还款方面，需要强大的资金流动性以确保及时的还款，以更好地保持苏泊尔企业的良好社会声誉。大量的企业流动资金将相应地减少苏泊尔企业的流动性投资和社会财富的积累。

3.4.3 股权集中度高

前文分析了2020年末苏泊尔的前十大股东以及五年来第一大股东持股比例的变化情况，可以直观感受到SEB集团对苏泊尔的控制和决策。

表 3.9 2016 年-2020 年苏泊尔前五大股东持股比例

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
第一大股东持股比例	81.17%	81.18%	81.18%	81.19%	81.20%
第二大股东持股比例	1.83%	4.02%	4.68%	6.01%	5.50%
第三大股东持股比例	1.49%	1.80%	1.07%	1.52%	2.64%
第四大股东持股比例	1.26%	1.11%	0.95%	0.68%	0.88%
第五大股东持股比例	1.16%	0.91%	0.77%	0.68%	0.69%

数据来源：整理自苏泊尔公司年报

表 3.9 则是为了计算股权制衡度，整理出了苏泊尔这五年来前五大股东的持股比例。股权制衡是大股东与其他股东之间的相互牵制，股东内部相互监督，本文将后面四位股东持股比例之和与第一大股东的持股比例相比，得出苏泊尔 2016 年至 2020 年股权制衡度计算值分别为 0.07，0.096，0.09，0.11，0.12，股权制衡度较差。SEB 集团享有绝对控制权和话语权，其他小股东比较分散，不利于其他股东对其做出的决定提出质疑，这就可能出现一股独大不公平的局面，其他股东就不会将过多的精力放在公司经营上面，不会积极参与公司治理，不及时对第一大股东的行为进行监督。若第一大股东将企业利益重点倾向于自身利益时，可能会出现贪污腐败、以权谋私等行为的发生，进而对公司治理和公司发展产生不利影响。

3.4.4 融资渠道比较单一

由前文分析可知苏泊尔的融资方式主要是内源融资，主要体现为留存收益，2016 年-2020 年苏泊尔的留存收益一直在增加，其中盈余公积一直增加，至 2018 年达到最高后一直保持不变；未分配利润呈现较大幅度增长。另外除了留存收益，还包括企业的货币资金、应收账款和预付账款，表 3.10 列出了苏泊尔这几项指标的具体数值。

表 3.10 2016 年-2020 年苏泊尔内部资金

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
货币资金（万元）	75,414.42	86,957.99	141,676.26	130,813.27	171,978.59
货币资金/总资产	9.60%	9.19%	13.32%	11.04%	13.99%
应收账款（万元）	116,011.78	149,945.57	172,761.97	179,690.94	222,830.23
应收款项融资（万元）	-	-	-	89,639.43	32,116.29
预付款项（万元）	15,732.67	32,728.48	21,657.33	27,854.55	17,949.20

数据来源：整理自苏泊尔公司年报

由表 3.10 可知，苏泊尔的营运资金主要来源于自有资金。其中货币资金总量呈上升趋势，五年间增加了 96564.17 万元；货币资金占总资产的比重也相应地从 9.6% 增长至 13.99%，货币资金的增长规模及增长速度都很快。货币资金能够及时解决公司日常经营和紧急事件的处理，资金周转较为方便快捷，不需要通过借贷的方式筹集资金。货币资金并不是越多越好，若企业近期没有资金的需要，货币资金留在企业就会产生一定的持有成本和转换成本，反而会产生不利影响；如果仅主要以货币资金开展运营，还有可能会出现资金链断裂的风险。其次，苏泊尔应收账款从 2016 年至 2020 年一直增长，从 11.6 亿增长到了 22.28 亿，实现了近一倍的增长。同时从 2019 年开始苏泊尔通过应收账款融资来自筹资金，2019 年有 8.96 亿元，2020 年有 3.21 亿元。最后，苏泊尔的自有资金还包括预付账款，预付账款整体数值上升，2017 年最高 32,728.48 万元，呈波动式上升。苏泊尔较为单一的应付账款筹资在不利的情况发生时不能及时做出应对方案，并且苏泊尔还在做大做强的进程之中，不断进行产品类别的扩张和海外市场的拓展以及生产基地的建设，需要向私人定制的方向发展，智能化、健康化产品成为主流，这就要求苏泊尔加大研发力度，投入和研发的费用就多了，单一的融资渠道就会有局限性，难以提供足够的资金支持。

4 苏泊尔资本结构优化方案设计

从第三章的分析中我们针对苏泊尔资本结构的现状，发现了苏泊尔在 2016 年至 2020 年资本结构方面存在的不足，有待完善，因此本章节需要对苏泊尔的资本结构进行优化设计。首先要确定苏泊尔资本结构优化的目标，其次运用静态模型客观的确定苏泊尔在 2016 年至 2020 中每一年的最优资产负债率，静态最优结果只是针对这一年特有的绝对的数值，不具备优越性和说服力，因此还要结合动态模型，确定这个时间段内的最优区间，并完成区间检验。

4.1 苏泊尔资本结构优化目标与思路

4.1.1 苏泊尔资本结构优化目标

本文将优化目标分为短期和长期两方面。短期来看，苏泊尔进行资本结构优化有利于其进行短期项目资金的筹集和合理利用，在短期内合理利用每一种方式下融入的资金，使负债和所有者权益两者之间能存在一个较为恰当的比率。长期来看，企业价值最大化便是苏泊尔优化的目标，基于权衡理论，主要判断债务融资带来的抵税收益和可能产生风险之间的大小，在成本可控和风险可承受的情况下实现企业价值最大化。因此，管理者在考虑优化资本结构时，要以实际情况判断制定短期优化目标，并在实现企业价值最大化的基础上，投入更多的精力做出合理分配内外源融资的方案，不断结合经营战略以及财务战略的当前水平，使得综合成本最低。短期目标也应以长期目标为基准，不能为实现当前目标而发生与长期目标相悖的决策。

4.1.2 苏泊尔资本结构优化思路

苏泊尔资本结构存在的问题为苏泊尔进行资本结构优化提供了思路，即分别从负债规模、短期负债、股权集中和融资方式入手，解决苏泊尔存在的问题。因此就要运用专门的方法和模型，首先运用静态最优模型计算出最优值，这是一个非常理想的点，但实际中并不容易实现，所以接下来要综合考虑苏泊尔所处的外部环境因素和自身因素，将这—一个数值进行合理的分析和判断，找出一个动态的

区间。然后根据这个最优区间采用不同的方式方法解决苏泊尔负债规模保守、短期负债占比过高、股权集中度高以及融资方式单一的问题。

4.2 苏泊尔资本结构的静态优化设计

孟建波和罗林教授在企业最佳资本结构即企业实现企业价值最大化时的最优资产负债率的基础上,经过不断的模型推导和检验,建立了关于企业最优资本结构方程,公式如下:

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

上式中, E 表示息税前利润总额(利润总额+利息费用); Z 代表累计折旧及摊销; I 为企业净利息支出,本文在财务成本计算中以苏泊尔利润表中的财务费用代替; $i*L$ 为长期负债利息; V 为企业总资产; b 为最优资产负债率。在计算苏泊尔静态最优的资本负债率结构之前,需要对苏泊尔 2020 年财务报表基本结构进行整理,列出财务报表的主要内容和项目,如表 4.1 所示:

表 4.1 苏泊尔 2020 年财务报表主要数据

资产负债表主要项目:	
流动资产合计	10,116,819,406.62
固定资产	1,228,535,067.85
累计折旧及摊销	1,077,244,466.89
资产合计	12,292,270,384.71
流动负债合计	5,036,477,371.59
非流动负债合计	19,069,023.09
负债合计	5,055,546,394.68
所有者权益	7,236,723,990.03
负债与所有者权益合计	12,292,270,384.71
利润表主要项目:	
营业收入	18,596,944,289.02
营业成本	13,683,276,324.31
财务费用	-9,027,790.05
其中:利息费用	127,947.18
利息收入	30,205,969.81
营业利润	2,197,079,202.00
利润总额	2,200,318,697.16
净利润	1,842,624,762.74

数据来源:整理自苏泊尔公司年报

根据以上数据和公式，整理计算并取得结果如表 4.2 所示：

表 4.2 苏泊尔 2020 年财务报表主要数据计算结果

指标	2020 年
公司总资产 V	12,292,270,384.71
息税前利润 E	2,200,446,644.34
累计折旧 Z	1,077,244,466.89
利息支出 I	-9,027,790.05
长期负债利息 iL	0
企业最优负债率 b	44.16%

数据来源：根据苏泊尔年报数据计算

将苏泊尔 2020 年的公司总资产、息税前利润、累计折旧、利息支出和长期负债利息带入方程计算得出，2020 年苏泊尔的最优资产负债率 $b=44.16\%$ ，也意味着当苏泊尔的资产负债率达到 44.16% 时资本结构应该是最优的，对比 2020 年苏泊尔的实际资产负债率为 41.13% ，两者存在一定的差距。分别将这五年的数据带入上述方程，计算出 2016-2020 年的最优资产负债率分别为： 44.63% 、 44.78% 、 45.11% 、 44.40% 和 44.16% ，最优资产负债率五年的平均值为 44.62% ，对比其实际资产负债率 41.96% 、 43.32% 、 44.45% 、 42.23% 和 41.13% ，苏泊尔近五年实际资产负债率均值 42.62% ，可知，2016 年至 2020 年苏泊尔的实际资产负债率都低于最优资产负债率，平均值相差两个百分点。

根据静态最优资本结构模型，我们得到了苏泊尔每一年的最优资产负债率，可以为苏泊尔提供一个初步的优化依据，避免苏泊尔管理层对这个问题的主观臆断和忽视。根据方程可以看出，所有的已知条件都建立在财务数据之上，前提假设过多，虽具备一定的客观性，但是也存在很多不足，比如忽略了企业所处的宏观环境，忽略了企业当前所处的生命周期，忽视了企业发展方针和其他相对数财务指标，忽视了企业践行优化的成本，尤其是外部环境比较复杂，所以苏泊尔在这个基础上还要将这些因素包含在内，充分结合各种不同的因素得出与苏泊尔最一致的最合理的资本结构。

4.3 苏泊尔资本结构的动态优化设计

苏泊尔资本结构的动态设计是在静态设计的基础上完成的，弥补了静态最优模型的不足，动态优化考虑的因素更为全面，本章结合苏泊尔的外部因素和内部因素，分析这个期间不同因素对苏泊尔产生的作用，确定一个最优区间。

4.3.1 外部因素分析

外部环境是所有企业设立成长的大背景，国家政策、金融市场等完善与否对所有企业的发展都会起到一定的约束或者鼓励作用。

(1) 经济环境

首先，企业的发展依赖于国家的发展，国家综合实力和经济发展水平的提高会给企业发展带来新的机遇与挑战，经济水平提高，人民生活水平也就相应的有所进步，社会进步带动人们消费需求的转变，为了人民幸福，满足人民日益增长的消费需求便是企业创新发展的一大重要因素。国内生产总值（GDP）可以综合反映一个国家的综合实力，也向企业传达市场经济信息。

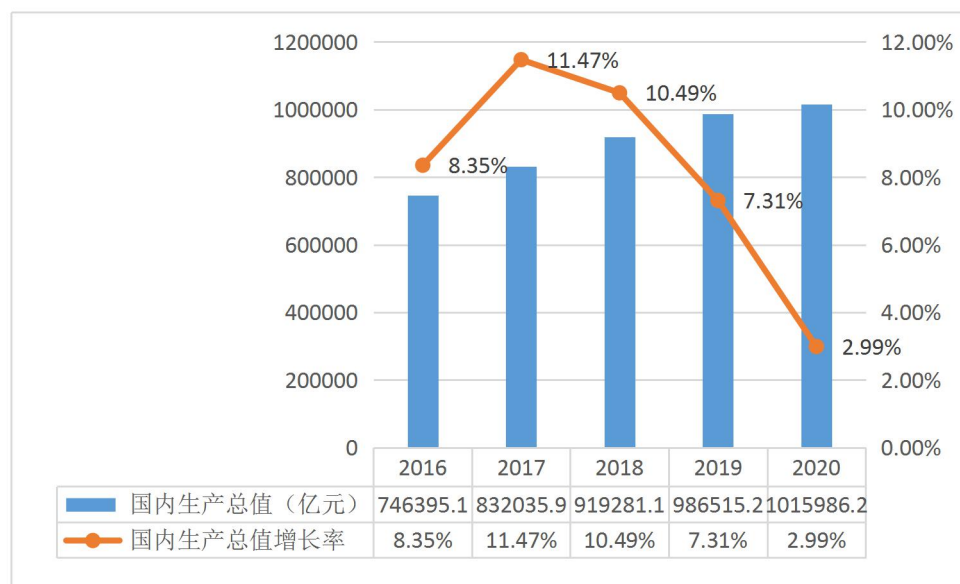


图 4.1 2016 年-2020 年国内生产总值

从图 4.1 可知，2016 年至 2020 年，我国国内生产总值呈上升趋势，从 746395.1 亿元增长到 1015986.2 亿元，五年时间增长了 269591.1 亿元。从绝对

增长量来看提高了很多，经济实力不断加强，为企业发展也创造了不错的经济环境。另外，从国内生产总值增长率可以看出，国内生产总值增长率先上升后下降，我国经济增长速度在 2017 年最高，然后逐年下降，2020 年较 2019 年只增长了 2.99%，且增长率下降幅度变大，表明在保持原有规模的基础上新增经济的困难逐渐加剧。与此同时，各行各业的发展均受国民经济的影响，其中小家电行业产品性质也同样起决定作用，在大背景的共同作用下，小家电市场也趋于饱和，增长缓慢，苏泊尔选择负债将会受到不利影响，此时，国内生产总值增长率对负债起抑制作用。

其次，在国内生产总值的影响下，居民消费也会发生一定的变化，居民消费的观念、消费水准、消费领域、消费重点都会发生转移，小家电行业内的支出属于生活消费品。本文用居民消费价格指数反映居民生活消费水平和居民在该方面投入消耗的资金变动趋势和变动程度。本文采用的居民消费价格指数是以前一年的数据为基准，即上年=100，若指数增长率大于零，即居民消费价格指数大于 100。同时，根据消费价格指数间接表示通货膨胀率，若居民消费价格指数大于零，可以说明存在通货膨胀，反之则表示通货紧缩。

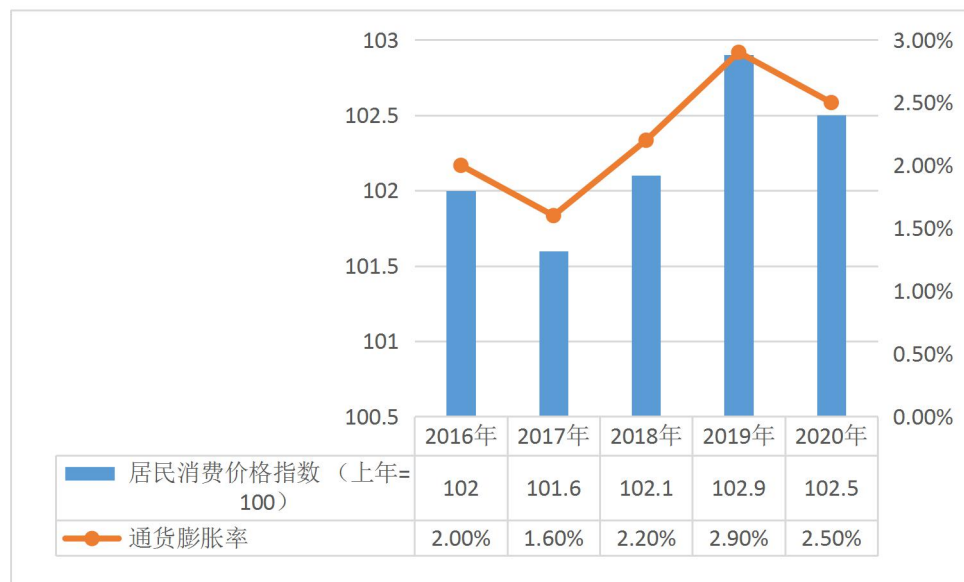


图 4.2 2016-2020 年居民消费指数和通货膨胀率

由图 4.2 中国统计年鉴的数据可知，2016 年至 2020 年居民消费价格指数均大于 100，2019 年最高为 102.9，基本都 101 至 103 之间浮动，相应的 2019 年

通货膨胀率也最高，达到最高值 2.9%。通货膨胀率提高货币贬值，购买能力下降，债券的必要收益率提高，当企业发行债券后需要支付给他人更多的利率，无形当中增加了成本，就会造成债券价格的下跌。同时通货膨胀率增加会提高企业经营的不确定性，尤其是在预期范围内的增加。适度通货膨胀才是最适合企业发展和居民生活的，适度膨胀企业或个人手中的钱相对较多，可用来投资增加收益，但是将不利于企业选择负债方式进行融资。

(2) 金融市场的运行情况

金融市场的运行情况也是影响企业生存发展的一个重要因素，本文考虑金融机构人民币法定贷款基准利率对企业发展的作用，法定贷款基准利率指导商业银行、金融机构制定利率组合，影响经济运行和金融体系的运转，属于货币政策的手段之一。法定贷款基准利率直接从大方向上影响企业融资决策，若利率下调，则意味着降低企业和个人的贷款成本，鼓励消费，刺激经济发展，提高社会流动性。若利率上涨，也会使企业和个人的贷款成本增加，加大借款还款压力，使得企业进行融资决策时会减少考虑对债务行融资的选择意愿。

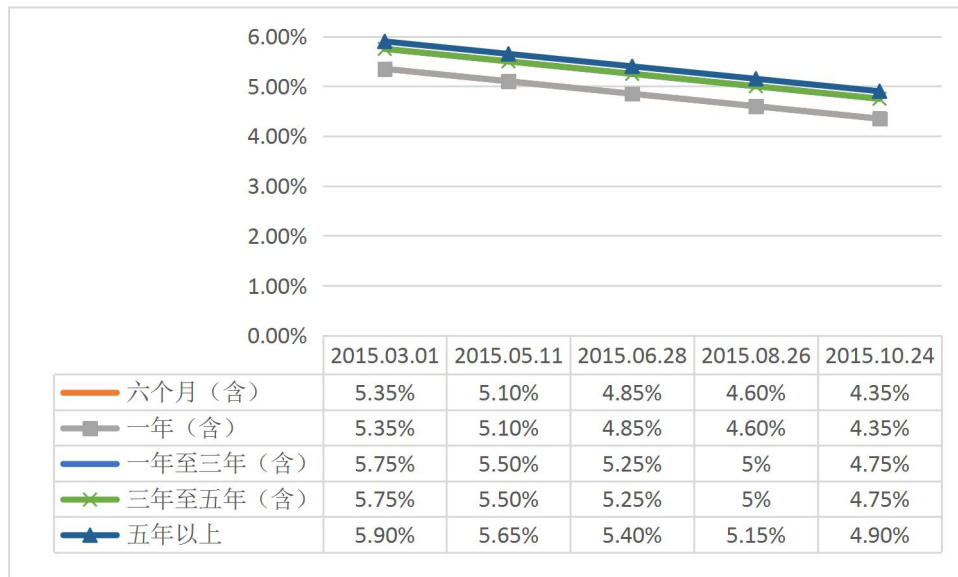


图 4.3 金融机构人民币法定贷款基准利率

从图 4.3 中可知，最近几次贷款利率调整都在向下进行调整，不论是短期贷款利率还是长期贷款利率都在下降。二零一五年这一年连续多次下调，每次下调 0.25 个百分点，截至最新数据为 2015 年 10 月 24 日，将短期贷款利率下调 0.25

个百分点至 4.35%，中长期贷款利率中一至五年（含五年）的下调至 4.75%，五年以上的下调至 4.90%。贷款基准利率下调意味着国家给企业更多的贷款优惠，不论企业选择短期贷款还是长期贷款都具备一定的优惠，促进企业进行债务性融资的选择，对企业负债起刺激作用。

(3) 行业竞争

目前小家电行业的综合性越来越强，不仅仅只注重同一类产品的生产和销售，更是综合小家电各个不同领域的产品，不断扩大生产品种，传统小家电产品是人们生活的刚需，现在的发展方向不断向多功能和个性化发展。行业中每个企业都有自己的侧重点，比如从质量来看，苏泊尔的高压锅、电饭煲等设计、质量上乘；而从智能化方面来看，苏泊尔的烟机与方太的油烟机有较大的差距，西门子的洗碗机、美的集团的电磁炉都是行业内的高端化产品，苏泊尔在开拓市场的进程中有较大的压力，并且近些年来，苏泊尔扩大在家居和个护小家电方面的设计研发，整体收益很小。除了一些知名品牌外，还受到一些新进入者的威胁，产品差异化和多功能都会加剧苏泊尔应对行业竞争的风险，因此，苏泊尔需要更多的资金进行新产品的研发与创新，还要不断加大生产水平，因此，行业竞争对苏泊尔的负债起刺激作用。

4.3.2 内部因素分析

外部因素是一个宏观的不受企业自身控制的因素，与外部因素相比，内部因素则是企业自身的特点和实际情况，具有更强的可控性，因此本文依据具体的财务数据，从公司规模、盈利能力、营运能力、发展能力、股权结构五个方面来评价内部因素对企业选择负债的意愿和机会，分别选取代表性较强的财务指标进行衡量，具体分析情况如下。

(1) 公司规模

表 4.3 2016 年-2020 年苏泊尔公司规模主要指标

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
总资产(万元)	785,419.93	917,167.83	1,063,316.12	1,184,795.39	1,229,227.04
营业收入(万)	1,194,712	1,418,735	1,785,126	1,985,348	1,859,694

数据来源：整理自苏泊尔公司年报

一般来说,债权人会根据企业对外提供的报表,依据总资产和营业收入大体上判断一个企业的公司规模,相对于规模较小的企业而言,规模越大说明企业有能力按期偿还债务,且大企业的基础设施较健全、社会信用较高、市场占有率等都具有领先优势,且上市企业有更多资本的支持。从前文对苏泊尔经营情况的分析和表 4.3 的数据可以看出,苏泊尔公司规模绝对增长较大。五年来总资产和营业收入都在不断上升,但随着时间的推移,绝对量的增长却缓慢下降。当企业出现营业收入增长缓慢等现象时,债权人将会暂缓借款意愿,对此时的苏泊尔来说,公司规模对其负债融资起抑制作用。

(2) 盈利能力

表 4.4 2016 年-2020 年苏泊尔盈利能力主要指标

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净资产收益率	24.05%	26.85%	29.52%	30.13%	26.3%
总资产净利率	14.87%	15.36%	16.85%	17.04%	15.27%

数据来源:根据苏泊尔年报计算整理

盈利能力会影响到企业利润进而影响公司留存在企业内的资金。分析 2016 年-2020 年苏泊尔的净资产收益率和总资产净利率发现,两个指标在 2016 年-2019 年期间不断升高,净资产收益率提高了 6%,总资产净利率提高了超 2%,2020 年相比于 2019 年则都有所下降,整体而言盈利能力逐渐增强,表现出苏泊尔经营状况良好,盈利能力突出。盈利能力越强,企业的留存收益就会越多,企业有资金需求时首先就会考虑留存收益,同时根据前文分析发现苏泊尔的内源融资比例也比其外源融资比例高。因此,盈利能力对负债起抑制作用。

(3) 营运能力

表 4.5 2016 年-2020 年苏泊尔营运能力主要指标

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
存货周转率(次)	5.31	5.15	5.41	5.93	5.88
应收账款周转率	10.78%	11.11%	11.06%	11.27%	9.24%
应付账款周转率	4.48%	4.57%	4.63%	4.58%	4.37%

数据来源:根据苏泊尔年报计算整理

由表 4.5 可知, 2016 年至 2020 年苏泊尔的存货周转率基本在 5%至 6%之间, 表明苏泊尔的存货基本在六十天左右就可周转, 情况较良好; 应收账款周转率高表明苏泊尔应收的资金能够较快收回, 周转速度快; 另外应付账款周转率越低则表明企业可以将更多的资金先放在自己的手中进行融资或者日常经营。综合这三个指标可以看出, 苏泊尔营运情况较好, 说明苏泊尔的存货、应收和应付的资金都能够在较短时间内取得。2020 年苏泊尔的应收账款周转率和应付账款周转率较 2016 年都有所下降, 有可能造成苏泊尔现有的资金不能及时帮助企业开展日常经营, 此时的苏泊尔需要借助外部资金缓解资金紧张的情况, 对苏泊尔的资产负债率起刺激作用。

(4) 发展能力

表 4.6 2016 年-2020 年苏泊尔发展能力主要指标

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入增长率	9.51%	18.75%	25.83%	11.22%	-6.33%
净利润增长率	14.95%	15.33%	27.6%	14.79%	-3.81%
总资产增长率	6.19%	16.77%	15.93%	11.42%	3.75%

数据来源: 根据苏泊尔年报计算整理

苏泊尔发展能力依据前文对苏泊尔的综合分析和表 4.6 主营业务收入增长率、净利润增长率、总资产增长率三个指标评价, 这三个指标的变化趋势基本相同, 2016 年至 2018 年之间在上升, 2018 年-2020 年呈下降趋势, 从近两年来的数据可以看出苏泊尔发展能力有所下降, 结合苏泊尔的生命周期可知, 苏泊尔目前处于成熟期, 发展能力也因此受到影响, 苏泊尔对外部资金的需求较少。综合分析看来苏泊尔公司的发展能力对负债起抑制作用。

(5) 股权结构

从第三章中对苏泊尔的股权结构分析中可知, 从 2016 到 2020 年苏泊尔的第一大股东占股百分比均在 81%左右, SEB 集团所持股份的比重最大, 对苏泊尔的生产经营具有绝对控股权, 股权集中度高。股权结构对苏泊尔公司的资产负债率起抑制作用。

4.3.3 确定苏泊尔资本结构的调整方向

综合上文中苏泊尔外部和内部因素,发现不同的影响因素对苏泊尔的资本结构所起的作用不同,具体的分析结果总结如表 4.7 所示:

表 4.7 内外部影响因素的综合分析

资本结构的影响因素		对负债的影响	
外部因素	经济环境因素	国内生产总值增长率	抑制
		通货膨胀率	抑制
	融资环境因素	贷款基准利率	刺激
		行业因素	行业竞争
	内部因素	公司自身	公司规模
盈利能力			抑制
营运能力			刺激
发展能力			抑制
股权结构			抑制

数据来源:根据前文分析结果整理所得

针对所选取的具有代表性的九个影响因素指标,其中有六个因素对负债起抑制作用,有三个因素对负债起刺激作用,外部因素中贷款基准利率和行业竞争对负债起刺激作用,国内生产总值增长率和通货膨胀率对负债起抑制作用;内部因素中仅营运能力刺激负债,其它四个因素均对苏泊尔的资产负债率起到抑制作用。仅依据数量判断抑制作用大于刺激作用,这些因素对苏泊尔负债的具体作用是调整其最优资本结构区间的基础。

4.4 苏泊尔最优资本结构区间的确定与检验

4.4.1 苏泊尔最优资本结构区间的确定

基于前文中静态最优模型确定的苏泊尔最优资产负债率的平均值为 44.62%,本文将其作为最优区间的下限,之后苏泊尔的实际资产负债率最好都应达到这个最低要求。另外根据研究结论认为最优区间的浮动最好保持在百分之十,百分之十的浮动可以供苏泊尔来应对环境中的突发因素的影响,结合前文分析的苏泊尔

内外部影响因素，抑制作用大于刺激作用，结合其实际情况，我们对行业资产负债率 58.65% 进行下调，为了符合苏泊尔的实际情况和百分之十浮动的考虑，将其下调为 53.65%，将 53.65% 作为苏泊尔最优区间的上限，要苏泊尔进行负债融资时不要一味的追求高负债，而是控制在这个数值之下。因此，本文确定了这个期间内苏泊尔的最优资本结构区间为（44.62%，53.65%）。这个区间的确定仅依据这五年的数据，为了苏泊尔长远的发展，苏泊尔应根据每个因素的变化再进行详细分析，以帮助苏泊尔的最优区间进行动态调整。与此同时，苏泊尔还要平衡短期负债和长期负债，不能在采用负债融资时仅考虑短期负债，因此为了更好的对苏泊尔的资本结构进行优化，苏泊尔也要意识到长期负债的优点和重要性。

4.4.2 苏泊尔最优资本结构区间的检验

（1）变量选取及数据来源

为检验之前确定的区间，特选取苏泊尔的资产负债率作为自变量（X），用来代表苏泊尔资本结构整体水平，选取净资产收益率（ROE）作为因变量（Y），用来反映企业价值。实证研究的数据是苏泊尔公司 2011-2020 年十年的数据，数据源于萝卜投研并运用 SPSS 26 进行统计分析。

（2）构建模型

为保证变量之间相关关系的可靠性，在 SPSS 回归分析中选择曲线估计，模型选择时勾选了线性、二次和三次这三类不同的模型，分别假设模型的方程式为：

$$Y=aX+b \text{ (b 为常数项)} \quad \text{式(4-1)}$$

$$Y=aX^2+bX+c \text{ (c 为常数项)} \quad \text{式(4-2)}$$

$$Y=aX^3+bX^2+cX+d \text{ (d 为常数项)} \quad \text{式(4-3)}$$

（3）模型汇总与分析

将苏泊尔两个指标的数据输入 SPSS 中，根据上述步骤运算，输出三种回归模型的汇总情况。通过 SPSS 的估计结果显示：由于模型项之间存在接近共线性，因此无法拟合三次模型，所以去除三次模型。再次对线性模型和二次模型进行进一步的方差分析和各回归系数的显著性检验，检验结果如下：

①线性模型方差及回归系数检验结果

表 4.8 线性模型摘要

R	R 方	调整后 R 方	标准 估算的错误
0.897	0.805	0.781	0.023

自变量为资产负债率

表 4.9 变异数分析

	平方和	自由度	均方	F	显著性
回归	0.018	1	0.018	33.007	0.000
残差	0.004	8	0.001		
总计	0.022	9			

自变量为资产负债率

表 4.10 线性模型系数

	未标准化系数		标准化系数		显著性
	B	标准 错误	Beta	t	
资产负债率	0.818	0.142	0.897	5.745	0.000
(常量)	-0.077	0.054		-1.429	0.191

由表 4.8 可知,以资产负债率为解释变量的一元线性回归方程,拟合优度判定系数为 0.805,显著性为 0.00,小于显著性水平 0.05。

②二次模型方差及回归系数检验结果

表 4.11 二次模型摘要

R	R 方	调整后 R 方	标准 估算的错误
0.918	0.842	0.797	0.022

自变量为资产负债率

表 4.12 变异数分析

	平方和	自由度	均方	F	显著性
回归	0.019	2	0.009	18.637	0.002
残差	0.004	7	0.001		
总计	0.022	9			

自变量为资产负债率

表 4.13 二次模型系数

	未标准化系数		标准化系数		显著性
	B	标准 错误	Beta	t	
资产负债率	-3.135	3.092	-3.439	-1.014	0.344
资产负债率**2	5.320	4.157	4.340	1.280	0.241
(常量)	0.643	0.565		1.137	0.293

由表 4.11 可知,以资产负债率为解释变量的二次曲线回归方程, R^2 为 0.842,显著性为 0.002,小于显著性水平 0.05。综合来看,一元线性模型和二次曲线模型的显著性都小于显著性水平,并且都通过来看 F 检验。二次曲线回归方程的拟合优度 R^2 比一元线性的拟合优度 R^2 更好。因此,选用二次曲线模型更具有合理性,此外,得到回归线对比图如下:

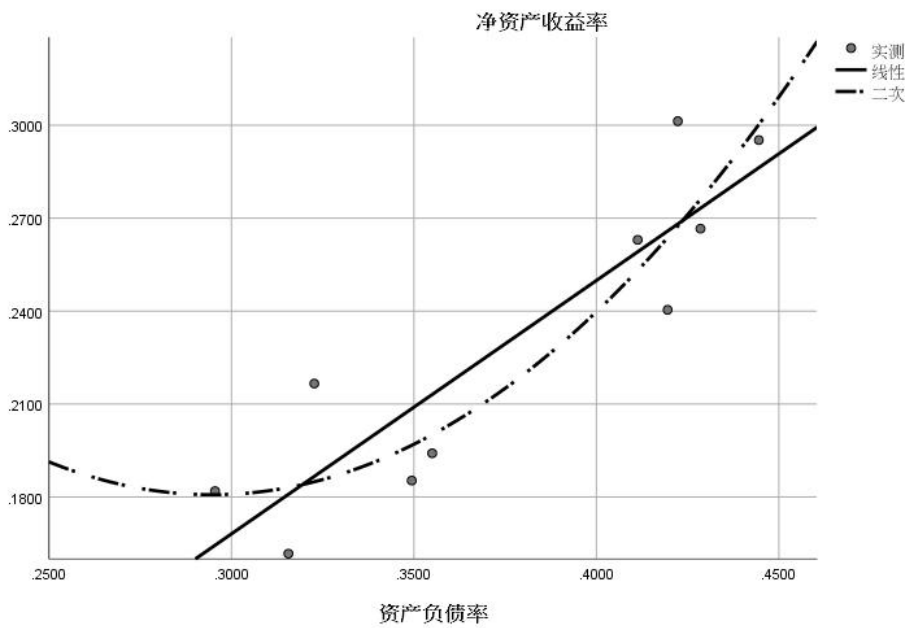


图 4.4 回归线对比图

图 4.4 中,实线为线性回归线,虚线为二次曲线估计回归线,可以看出二次曲线比一元线性拟合优度更好。同时根据表 4.13 参数估计值确定自变量资产负债率与因变量净资产收益率之间的关系方程为:

$$Y=5.32X^2-3.135X+0.643 \quad \text{式 (4-4)}$$

(4) 最优区间检验

上文确定的二次曲线模型为 $Y=5.32X^2-3.135X+0.643$,二次项系数为正,抛

物线开口向上，根据回归线图也可以看出整个抛物线都在横轴上方，最低点为 29.64%，即净资产收益率最小时，资产负债率取值 29.64%，当资产负债率大于该数值时，即在抛物线右侧时，净资产收益率随资产负债率的增大而增大。按照之前的分析可知苏泊尔的规模和收益是在不断扩大的，净资产收益率的数值会有所提升。前文确定的最优区间（44.62%，53.65%）是经过动态调整的，这个区间表现在抛物线的右侧，曲线估计的依据是企业价值最大化，只是资产负债率和净资产收益率之间的关系，由此验证了前文确定的最优区间符合苏泊尔的优化设计目标。

5 苏泊尔资本结构优化策略及保障措施

5.1 苏泊尔资本结构优化策略

为了有效的优化浙江苏泊尔股份有限公司的资本结构,实现公司价值最大化,苏泊尔需要以上述苏泊尔资本结构存在的问题以及确定的资本结构最优区间为标准提出优化具体的策略。

5.1.1 增加负债融资

负债融资是获取资金的一项重要方式,前文总结出苏泊尔的负债融资非常保守,总体低于内源融资的比例,长期使用内部资金可能会产生流动性风险。各种融资之间的平衡对于苏泊尔发展非常重要。在贷款基准利率下调以及行业竞争加剧外部因素的共同影响下,苏泊尔面临着继续扩大规模以及研发创新的机会与来自不同企业的产品质量、价格、功能性的挑战。所有一切的经营活动都要求大量资金的注入。对于处于成熟期的苏泊尔而言,资金在这个阶段就显得异常重要。另外,苏泊尔紧跟小家电行业的发展,不断扩大家电领域,涉猎范围逐步扩大,健康消费理念不断深入人心,智能化产品成为人们新的选择,获取更多资金非常紧迫。苏泊尔的实际资产负债率低于最佳区间的下限,因此,为了实现更多收益和企业长远发展,苏泊尔必须增加负债融资,提高财务杠杆,也充分利用财务杠杆带来的抵税收益。借款是最简单的一种负债融资方式,苏泊尔可以向银行等金融机构借款或发行公司债券的方式,还可以借助其他金融工具,可转换债券是一个不错的选择,既可以帮助企业融入资金,又可以在企业做大做强后吸引债权人转变身份成为投资者,减少还款资金;还可以运用金融市场中新的融资组合。不得不提的是,苏泊尔增加负债融资也是有上限的,因为负债也会带来风险,所以要比较负债的风险和收益,把握市场给予的进行负债融资的机会。

5.1.2 优化负债结构

(1) 增加有息负债

苏泊尔不仅负债水平低,更极端的是有息负债为零。零杠杆经营太过于极端,

不适合目前苏泊尔的经营发展。苏泊尔对上下游的企业存在较多的账款，应付账款和预收账款带来的资金是有限的。苏泊尔应该向金融机构进行贷款融入大量资金，可以是短期借款，其资本成本低手续简单，也可以长期借款，还可以发行公司债券，这样融入的资金规模大并且资金用途的限制少，更适合苏泊尔开展品类扩张和研发创新的行为。同时，增加有息负债可以提高公司财务杠杆，可以利用利息抵减税收。

（2）增加长期负债

短期负债只能满足苏泊尔短期内的资金周转，对于苏泊尔目前的经营及发展需要来说，涉及小家电产品的生产和加工，从金属制品到产成品的制成，从投入资金到收回资金，总资产周转率非常低，苏泊尔需要向银行借入长期负债。扩大长期债务是苏泊尔的一项必要举措，通过借入长期负债，合理规划借入资金的用途，改善短期借款不能满足长期发展目标的现状。

5.1.3 优化股权结构

苏泊尔的股权集中度非常高，优化股权结构首先要掌握好 SEB 集团的持股比例，目前百分之八十二的持股比例非常高，规模解禁后若 SEB 集团放弃百分之二十左右的持股比例，一定程度上可能会有利于股权结构的改善。其次优化股权结构还需要苏泊尔掌握好公司治理方面的问题，包括重大决策的表决以及表决的影响力，SEB 提供的技术支持和资金支持使得其享有非常大的决策权，决策倾向于自身利益，不利于公司决策的合理性，也不利于股东之间的监督与制衡，所以在实践中可以制定公司章程或股东合同等有目的的改善股东之间的关系，明确股东之间的关系。最后苏泊尔可以考虑吸引更多的投资者，包括一些投资公司，比如基金公司、保险公司、投资银行等等，不仅可以吸收更多的资金推动企业发展，更可以为优化股权结构有一定的助推作用。最后根据代理理论，苏泊尔还应该建立健全股权激励机制，将股权激励与个人业绩挂钩，持续不断地鼓励管理层对待工作的态度和激情，从而实现双赢。

5.1.4 拓展融资渠道

苏泊尔的融资方式非常单一，内源融资中包括了留存收益和固定资产折旧，

负债融资主要采用商业信用融资，股权融资则是股本和资本公积。单纯通过极个别的融资方式取得的资金十分有限且有一定的使用限制，尤其是商业信用融资的前提条件过多且有一定的局限性，因此拓展融资体系对苏泊尔而言是刻不容缓的事情。苏泊尔要积极面对金融市场的变化，积极运用金融工具进行融资，以及不同融资方式的不同组合，发行公司债券也是苏泊尔可以采用的融资方式，还可以利用金融衍生工具，如期权、期货等，通过多样化的融资手段优化企业的资本结构，合理选择分配不同融资方式及组合，采用加权平均资本成本相对最低的融资组合，积极构建多元化的融资体系，在企业发展的不同阶段采用不同的融资方式，目前苏泊尔应该稍微减少对内部资金的需求，先从向银行借款开始，逐步拓宽融资渠道，积极利用不同方式下取得的资金，帮助苏泊尔公司进行更好的发展规划，实现企业价值最大化。

5.2 实施资本结构优化方案的保障措施

5.2.1 借助金融市场的发展

近年来，金融市场的发展速度不断加快，完善的金融市场为企业带来了更多的可能性和发展动力，积极借助金融市场的力量是实施资本结构优化方案必备的大环境。

(1) 响应国家政策

国家的经济、政治、法律、文化环境均是一个企业发展最牢靠的支柱，国家不断出台有利的政策为企业发展壮大做铺垫，也为企业发展提供了一个新的方向，仅从国家十一五至十四五规划中就可以明确国家不断为企业发展提供支持，也为此针对性的制定了相关法律法规和行业运行政策。同时国家鼓励银行为企业放贷，有的还实行无偿放债，同时扩大贷款渠道，采用各种灵活的方式让企业根据自身情况合理选择，有效保障了企业的资金运转需求。并且国家下调贷款基准利率为企业进行贷款提供了很大的优惠。同时国家在不同行业还出台了相应的优惠政策，更有利于推动行业和企业的发展。苏泊尔的发展紧跟国家发展规划的更新，有利于其长期稳定发展的同时突破自我实现创新。

(2) 利用证券市场

目前证券市场的发展不断壮大,我国对证券市场的监督和管理更加规范,为企业进行融资提供了较规范的环境和平台,保障了证券市场的常规运行水平,降低了证券市场的违约风险,即维护了企业利益又保障了市场的规范。同时证券市场的操作越来越便利,企业融资条件适当宽松,让更多的企业选择外部融资。证券也越来越标准化,对于信用状况良好的企业,证券市场会放宽其融资限制,而对于一些存在诚信问题的企业,证券市场对其不当做法毫不姑息,限制其今后的融资发展。苏泊尔经营状况良好,行业地位高,可以充分利用自身的优势在证券市场上发行股票和债券。

5.2.2 强化资本结构优化意识

资本结构对公司来说非常重要,因为它对公司的投资和融资决策以及生产和运营决策都有重大影响。因此,公司需要提高他们的战略定位和对资本结构的认识。特别是企业财务人员和管理人员需要将资本结构管理与企业目标和战略的总体方向相结合,以促进企业的长期发展。

随着企业的发展,财务人员的重要性不言而喻,他们不仅要具备专业技能,更需要与管理相结合,为公司制定重大决策方针提供意见和建议,财务人员逐渐成为企业发展的中流砥柱,他们不仅要具备财务知识也要具备管理意识,成为综合性极强的管理人才。财务人员活跃在企业的各个部门,与每个部门都有联系,也将他们紧密结合在了一起。财务人员的重要性要求其不断加强自身能力,由于会计政策的不断变更,财务人员要不断学习新的财务知识,这就需要企业定期组织培训,不断提高财务专业技能,培养管理能力,强化风险管控意识,更要站在全局的角度观察和发现问题,提升战略发展的眼光,这样做出的资本结构决策将更有依据。

5.2.3 重视资本结构调整速度

已有研究不仅得出影响资本结构优化的各类因素以及不同影响因素对资本结构的抑制作用或者是刺激作用,在这个基础上,研究方向向着根据不同因素对资本结构优化的调整速度上进一步研究。比如有学者研究表明,企业的规模和成长潜力与资本结构调整的速度显著正相关,因此若企业想要在短时间内快速优化

资本结构,就需要企业先一步将企业的财务状况和成长能力指标进行不断的完善,这样企业通过对比影响因素对优化资本结构的调整速度,进行由最重要到重要到次重要的一个排序,分清轻重缓急,以此能够最高效的对资本结构进行优化调整。就苏泊尔公司而言,前文涉及到九个不同的影响因素,其中外部环境因素中贷款基准利率对负债起刺激作用,这就要求苏泊尔积极面对国家给予的优惠政策,根据自身情况适当增加负债,根据目前国内融资环境来看,国家对企业发展提供了越来越有利的环境,贷款基准利率一再下调,苏泊尔应抓住时机进行优化。另外,国内生产总值增长率以及通货膨胀率不是苏泊尔能够决定的,相对内部因素而言,它们对优化资本结构的调整速度就会相对较慢。在内部因素中,营运能力刺激负债,它对负债的正向作用不及其它四个影响因素,因此营运能力对资本结构的调整速度可能相对较慢,于是,苏泊尔在调整公司规模、盈利能力、发展能力方面应该加大力度,由重到轻逐步调整这些影响因素,也为苏泊尔优化资本结构提供一个确保稳妥经营的缓冲器。苏泊尔进行资本结构优化并不是一蹴而就的事情,这需要苏泊尔在确保目前经营水平的基础上进行改善,需要经过一段时间的调整。在此期间,不断根据企业运行的宏观环境对自身内部影响因素做出及时的优化调整。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

资本结构优化是每个企业都应面对和分析的重点问题，资本结构与企业价值息息相关，研究得出衡量苏泊尔企业价值的指标净资产收益率与资产负债率之间具有显著相关关系，资本结构直接影响到公司经营绩效和企业长久发展。只有不断完善和优化苏泊尔资本结构，才能提高苏泊尔公司的价值，达到企业价值最大化的目标。

本文针对浙江苏泊尔股份有限公司的经营情况和财务状况，分析出苏泊尔目前处于成熟期，经营战略方针受其所处生命周期的影响，在对苏泊尔在 2016 年至 2020 年度的资本结构进行分析后，发现苏泊尔的资产负债率较低，且多为流动负债，资本结构不合理。为此本文将静态最优模型与动态优化相结合，得出浙江苏泊尔股份有限公司的最优资本结构区间为（44.62%，53.65%），分析出不同因素对资产负债率的作用，其中贷款基准利率、行业竞争和企业营运能力对负债起刺激作用，国内生产总值增长率、通货膨胀率等外部因素以及公司规模、盈利能力、发展能力、股权结构等内部因素对负债产生抑制作用，这些因素对负债的作用是根据不同时期的问题的具体分析，因此它对负债产生的作用并不是一成不变的，这要求我们要时刻关注公司发展的内外部环境，及时对其资本结构进行动态的优化调整。同时资本结构优化策略要和保障措施相结合才能帮助企业更好实现最优资本结构。

总的来看，这个阶段苏泊尔面对着不同的挑战和机会，为在小家电领域占据一定市场和满足消费者需求的变化，以及行业竞争力加剧等都使得苏泊尔需要融入大量资金进行更大规模的加工生产以及新产品的研发创新，优化资本结构成为企业发展的必经之路，本文的分析能够为苏泊尔进行资本结构优化提供简单的分析和优化方向指导，具有一定的实践意义。

6.2 研究展望

本文通过苏泊尔的财务指标客观的分析出苏泊尔资本结构存在的问题以及

制定最优资本结构区间和优化策略。本文的案例研究针对性强,但是在实际当中,苏泊尔进行资本结构优化并不是一蹴而就的事情,这需要苏泊尔在确保目前经营水平的基础上进行改善,需要经过一段时间的调整。在此期间,实时观察宏观经济环境的变化,资本市场的变化,并定期监控公司各项财务指标的变化,及时调整最优资本结构区间,判断其资产负债比率是否达到最优资本结构区间内,如果没有的话必须及时做出调整以使得公司资本结构最优。同时,设置负债水平的预警比例,以避免财务风险的进一步扩大,并适时调整资本结构。这就需要经营管理者主观的做出合理的判断,这是苏泊尔实现最优资本结构的前提条件,也是实施具体情况时需要突破的地方。因此判断管理者对资本结构优化的影响有待进一步研究。

参考文献

- [1]Abe. de. Jong, Rezaul Kabir. Fundamenta is of Corporate Finance[J]. Mc Graw-Hill, 2007(5):6-7.
- [2]Allen M T. Capital structure determinants in real estate limited partnerships [J]. Financial Review, 2014,30(3):399-426.
- [3]Baker, Malcolm Jeffrey Wurgler. Market timing and capital structure[J].Journal of Finance, 2002(62):1-32.
- [4]Bond S, Scott P. The capital structure decision for listed real estate companies[J]. Available at Asset, 2016, 68(1):103-114.
- [5]Buvanendra, Sridharan, Thiyagarajan. Determinants of Speed of Adjustment toward Optimum Capital Structure: Evidence from Listed Firms in Sri Lanka[J]. Journal of Asia-Pacific Business, 2018,19(2):46-71.
- [6]Cook D, Tang T. Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed[J]. Journal of Corporate Finance, 2016,16(1):73-87.
- [7]Eric. G. Flamholtz, Yvonne Randle. Corporate culture, business models, competitive advant-age, strategic assets and the bottom line: Theoretical and measurement[J]. Journal of Human Resource Costing&Accounting,2014,16(2):76-94.
- [8]Harlan A. The dynamics of capital structure: Evidence from Swedish micro and small firms[J]. Research in Banking and Finance, 2013,2(1):199-241.
- [9]Jeffery A,Harris R S. Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study[J]. The Journal of Finance, 2016,39(1): 127-145.
- [10]Kennedy R A, Levy A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints[J]. Journal of Financial Economics, 2014,68(1):75-109.
- [11]Masulis. W. Determinants of capital structure and adjustment to long run target[J]. Mc Graw-Hill, 2010(1):1-3.
- [12]Ralph de Haas, Marga Peeters. The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies[J]. Economics of Transition,2006(1): 133-169.

- [13]Reginald S, Elton A, Fitch S. Investigating the capital structure of UK real estate companies[J]. Journal of Property Research, 2015,25(1):61-87.
- [14]Saurabh Chadha and Anil K. Sharma. An empirical study on capital structure in Indian manufacturing sector[J].Global Business Review,2016(1).
- [15]Shinichi Nishioka and Naohiko Baba. Dynamic Capital Structure Japanese Firms [J].Bank of Japan Working Paper Series, 2004(11):4-16.
- [16]安素霞,刘来会.金融资产配置、商业信用融资与资本结构动态调整速度[J].现代财经(天津财经大学学报),2020,40(04):45-63.
- [17]卜华,崔晓璐,韩晓旭.企业结构资本、二元创新与市场价值[J].会计之友,2022(4):96-102.
- [18]蔡方.论资本结构优化目标与资本结构优化[J].财政监督,2009(10):19-20.
- [19]曹愉,雷佑新,张立雪.盈余质量、股权性质对资本结构调整的影响[J].会计之友,2018(6):127-131.
- [20]陈德刚,罗勇.资本结构动态调整研究——来自中国上市公司的经验证据[J].经济问题,2011(03):97-102.
- [21]陈海军.大数据背景下公司治理与资本结构动态调整[J].商场现代化,2019(24):107-108.
- [22]杜心宇.管理者特征与资本结构动态调整[J].中国注册会计师,2013(06):69-75.
- [23]付艳慧,刘国峰,李秀云.我国家电行业资本结构影响因素分析[J].中国乡镇企业会计,2014(07):41-42.
- [24]贾云瑞.资本结构与企业价值的关系研究[J].商业会计,2016(12):63-65,86.
- [25]郝飞飞.我国房地产上市公司资本结构及影响因素分析[J].财政研究,2014(11):73-76.
- [26]何靖.宏观经济环境影响资本结构调整速度吗?——来自中国上市公司的经验证据[J].南方经济,2010(12):3-16.
- [27]华玉环.QN企业资本结构动态调整影响因素分析[J].北方经贸,2019(10):33-34.

- [28] 黄志刚. 负债水平、公司治理与资本结构动态调整[J]. 会计之友, 2018(17):31-36.
- [29] 姜付秀, 刘志彪. 经济波动中的资本结构与产品市场竞争[J]. 金融研究, 2005(12):73-85.
- [30] 兰峰, 雷鹏. 房地产行业最优资本结构影响因素实证研究[J]. 财会月刊, 2008(14):56-59.
- [31] 李朝霞. 影响中国上市公司融资结构的主要因素分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2003, 20(10):5-12.
- [32] 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.
- [33] 李国重. 中国上市公司资本结构的动态目标调整:制度特征导向[J]. 会计研究, 2006(12):68-75.
- [34] 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.
- [35] 李玥, 郭泽光, 李成友等. 财务柔性对资本结构及其动态调整的影响分析——基于我国A股上市公司经验数据[J]. 审计与经济研究, 2019, 34(1):66-74.
- [36] 连玉君, 钟经樊. 中国上市公司资本结构动态调整机制研究[J]. 南方经济, 2007(1):23-38.
- [37] 廖敏霞. 我国上市公司资本结构优化分析[J]. 企业经济, 2010(05):172-174.
- [38] 刘顺琪. 我国上市公司资本结构优化对策[J]. 现代企业, 2018(08):102-103.
- [39] 刘常鹏. 上市公司资本结构影响因素实证研究——以家电行业为例[J]. 财会通讯, 2014(26):28-31.
- [40] 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):9-1.
- [41] 陆正飞等著. 中国上市公司融资行为与融资结构研究[M]. 北京大学出版社, 2005:27-34.
- [42] 吕长江, 韩慧博. 上市公司资本结构特点的实证分析[J]. 南开管理评论, 2001, 4(5):26-29.
- [43] 马莉莉, 谢钦. 社会资本对上市公司资本结构动态调整的影响[J]. 湖北大学

学报(哲学社会科学版), 2019, 46(01):158-165.

[44] 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.

[45] 孙晓华, 原毅军. 企业资本结构优化的系统观与系统方法[J]. 系统科学学报, 2007, 15(3):80-85.

[46] 谭冰玉, 安增龙. 基于企业价值最大化的资本结构优化研究[J]. 现代经济信息, 2018(19):117.

[47] 唐丽, 陈华东. 试论国有企业资本结构的动态优化[J]. 科技进步与对策, 2001(07):157-159.

[48] 童勇. 资本结构的动态调整和影响因素[J]. 财经研究, 2004, 30(10):96-104.

[49] 王皓, 赵俊. 资本结构动态调整模型——沪深股市的实证分析[J]. 经济科学, 2004(3):54-62.

[50] 王丽珍, 孙悦. 资本结构和公司绩效的互动效应与门限效应——基于财产保险业的实证分析[J]. 当代经济科学, 2021, 43(1):67-78.

[51] 王晓燕, 周昞君. 宏观调控对上市房地产企业资本结构影响研究——基于固定效应模型[J]. 会计之友, 2017(01):36-40.

[52] 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.

[53] 张红, 杨飞, 张志峰. 我国房地产上市公司资本结构变化特征研究——基于最优资本结构的视角[J]. 审计与经济研究, 2014, 29(01):77-85.

[54] 张颖, 石泓. 独立董事制度、股权制衡与资本结构优化[J]. 会计之友, 2013(01):113-115.

[55] 赵冬青, 朱武祥, 王正位. 宏观调控与房地产上市公司资本结构调整[J]. 金融研究, 2008(10):78-92.

[56] 邹萍. 会计盈余质量与资本结构动态调整[J]. 中南财经政法大学学报, 2014(3):115-122.

[57] 左志峰. 国内外上市公司资本结构现状[J]. 财税金融, 2008:1-2.

致 谢

2019年踏入兰州财经大学的校门，意味着我终于研究生上岸了，带着忐忑、带着压力、带着希望开启了研究生的学习生涯，通过三年的成长让我成为更加优秀的人。

首先，感谢我自己不懈的努力，将梦想变成现实。在这三年遇到了很多事情，也理解了很多事情，感恩遇到的一切帮助我成长了很多，为更好迎接人生的下一个阶段做好准备。

其次，步入校园最先见到的就是我可爱的室友，她们善良、真诚，我们相见恨晚、畅谈人生，感谢她们一直陪伴在我的身边。感谢我的师门，茫茫人海中我们有幸相遇并组成一个团队，有师兄师姐和我们分享学习经验、工作心得，在成长的道路上彼此扶持。

最后，非常感谢我的导师，有幸在参加复试的时候遇见他并成为他的学生。他对我们严厉认真、和蔼可亲，关心学业关心生活，在导师身上我学到了对待学术的严肃和认真、对待学习的热情，恪尽职守。感谢我的导师以及校外导师对我的论文的帮助。

感谢三年的兰财生活，感谢我遇到的每一位良师益友，是你们让我在成长的道路上坚持到底不断进步。最后感谢百忙之中评审本篇论文的老师，感谢你们无私的教诲。