

分类号 F23/796
U D C _____

密级 公开
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 江淮汽车资本结构优化研究

研究生姓名: 李亚茹

指导教师姓名、职称: 方文彬 教授 郑云鹏 高级会计师

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科研成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李亚茹 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 方文彬 签字日期： 2022.6.5

导师(校外)签名： 邵云祥 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： 李亚茹 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 方文彬 签字日期： 2022.6.5

导师(校外)签名： 邵云祥 签字日期： 2022.6.7

Research on Capital Structure Optimization of Jianghuai Automobile Corporation

Candidate : Li Yaru

Supervisor: Fang Wenbin Zheng Yunpeng

摘要

自 2021 年证监会系统工作会议指出要加强宏观形势的追踪研判，严格把控上市企业资金杠杆水平，逐步提高直接融资比重，这对我国上市企业资本结构的完善和发展提出了新的要求。而随着近年来汽车产业转型升级的加速推进，如何运用市场机制调动更多的社会资本，提高产品竞争力，调节财务杠杆，降低产业发展对财政补助的依赖，成为汽车产业急需解决的重要问题。江淮汽车作为国内具有代表性的车企，近年来财务状况急转直下，高负债的资本结构易引发财务风险，因此对于江淮汽车资本结构的优化研究尤为必要。

本文基于国内外研究成果与资本结构理论，在回顾分析江淮汽车的经营情况基础上，从其负债结构、股权结构与融资结构三维度分析比较资本结构现状，将存在的问题概括为资产负债率相对较高、偿债能力较弱，债务结构失衡、股权集中度高，融资渠道偏好明显、融资方式单一。结合静态模型和熵权法确定内外部因素对公司资本结构的影响权重，以确定江淮汽车资本结构优化区间。以其为指引，从增加内源积累、调整负债结构、改善融资体系、建立风险监测系统四方面入手，设计相应的资本结构优化具体方案，并从内部、外部提出完善措施保障资本结构优化方案的落地执行。

关键词：江淮汽车 资本结构 熵权法

Abstract

Since the 2021 CSRC System Work Conference pointed out that it is necessary to strengthen the tracking, research and judgment of the macro situation, strictly control the level of capital leverage of listed companies, and gradually increase the proportion of direct financing, which has put forward new requirements for the improvement and development of the capital structure of listed companies in China. With the acceleration of the transformation and upgrading of the automobile industry in recent years, how to use the market mechanism to mobilize more social capital, improve product competitiveness, adjust financial leverage, and reduce the dependence of industrial development on financial subsidies has become an important problem that the automobile industry needs to solve urgently. As a representative car company in China, JAC's financial situation has deteriorated sharply in recent years, and the capital structure of high debt can easily lead to financial risks. Therefore, it is particularly necessary to optimize the capital structure of JAC.

Based on domestic and foreign research results and the theory of capital structure, this paper analyzes and compares the JAC's current situation of capital structure from three dimensions of its liability structure, equity structure and financing structure, and summarizes the existing problems as the relative level of assets and liabilities. Higher and weaker solvency, unbalanced debt structure, high equity concentration,

obvious preference for financing channels, and single financing method. Combined with static model and entropy weight method, the influence weight of internal and external factors on the company's capital structure is determined to determine the optimal range of JAC's capital structure. Taking this as a guide, starting from four aspects: increasing internal accumulation, adjusting the liability structure, improving the financing system, and establishing a risk monitoring system, designing corresponding specific plans for capital structure optimization, and proposed internal and external improvement measures to ensure the capital structure optimization plan.

Keywords: JAC;Capital structure;Entropy method

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容与方法.....	2
1.2.1 研究内容.....	2
1.2.2 研究方法.....	5
2 文献综述及理论基础	6
2.1 文献综述.....	6
2.1.1 资本结构基本理论研究.....	6
2.1.2 资本结构影响因素研究.....	7
2.1.3 资本结构优化研究.....	8
2.1.4 国内外研究述评.....	9
2.2 相关概念.....	10
2.2.1 资本结构.....	10
2.2.2 资本结构优化方法.....	10
2.3 理论基础.....	12
2.3.1 动态权衡理论.....	12
2.3.2 优序融资理论.....	12
2.3.3 代理成本理论.....	13
3 江淮汽车资本结构分析	14
3.1 江淮汽车基本情况.....	14
3.1.1 汽车行业概况.....	14
3.1.2 江淮汽车公司简介.....	15
3.1.3 江淮汽车经营概况.....	15
3.2 江淮汽车资本结构现状分析.....	18

3.2.1	江淮汽车的资本结构整体分析	18
3.2.2	江淮汽车的债务结构分析	20
3.2.3	江淮汽车的股权结构分析	22
3.2.4	江淮汽车的融资结构分析	25
3.3	江淮汽车资本结构存在的问题	29
3.3.1	资产负债率偏高, 偿债能力较弱	29
3.3.2	债务结构失衡, 股权高度集中	29
3.3.3	融资渠道偏好明显, 融资方式单一	30
4	江淮汽车资本结构优化设计	31
4.1	江淮汽车资本结构优化原则及目标	31
4.1.1	优化原则	31
4.1.2	优化目标	31
4.1.3	资本结构优化思路	32
4.2	江淮汽车最优资本结构静态测算	32
4.3	江淮汽车最优资本结构动态分析	34
4.3.1	江淮汽车资本结构外部影响因素分析	34
4.3.2	江淮汽车资本结构内部影响因素分析	38
4.4	构建江淮汽车最优资本结构动态区间	42
4.4.1	指标选取	42
4.4.2	模型构建	44
4.4.3	确定最优资本结构区间	47
5	江淮汽车资本结构优化建议及保障措施	48
5.1	江淮汽车资本结构优化具体建议	48
5.1.1	增加内源资本积累, 重视股利分配管理	48
5.1.2	合理调整负债结构, 缓解偿债风险	49
5.1.3	利用多元化融资渠道, 改善融资体系	50
5.1.4	建立风险监测和预警系统	51
5.2	实施江淮汽车资本结构优化的保障措施	51
5.2.1	内部保障	51

5.2.2 外部保障	52
6 研究结论与展望	53
6.1 研究结论	53
6.2 研究展望	54
参考文献	55
后记	60

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

为在复杂的环境下保持资本市场稳健发展势头，证监会系统工作会议在2021年1月明确指出对上市企业资金杠杆水平进行严密监控。这对我国上市企业资本结构的完善和发展提出了新的要求。但是我国许多上市企业资本结构存在融资结构不合理、财务杠杆风险较大等问题，不但会抑制企业本身的发展，对于资本市场的发展也会起到负面影响。所以对于上市企业的资本结构优化研究显得尤为重要。而汽车行业作为我国十大振兴产业规划行业之一，汽车新四化逐渐成为行业新的战略布局。为促进中国新能源汽车产业的转型升级步伐，工信部也先后发布文件表示将进一步完善支持产业政策。这代表新能源汽车产业面临从“政策推动”逐步向“市场引领发展”过渡的关键时期，机遇与挑战并存。

然而纵观近年经济下行、补贴政策大幅退坡，各行业造车新势力的加入等使得资本实力较弱、资金流动性较差的车企处于困境，行业竞争加剧，资本结构受到产业政策影响，发生相应波动，融资风险加大，技术革新推进缓慢。因此从提高公司健康可持续发展能力和拓宽新能源产业布局的角度来看，汽车企业需要运用更多元的融资机制来优化资本结构，降低产业发展对于财政补助的依赖。

本文所选取的研究案例为江淮汽车，作为多年来深耕汽车制造业的老牌车企，在新能源汽车方面具有先发优势，这也是实现对其他车企弯道超车的重要一环。然而江淮汽车近五年的财报数据显示并不乐观，2016年-2020年资产负债率均高于65%，流动负债比重高达80%以上，近四年扣非净利润为负，债务规模较大，强势产品销量不前，为企业提供内在动力不足，企业资本结构存在隐患。而其仍在加速推进汽车四化转型步伐，先后与大众汽车、蔚来汽车达成战略合作，意图扩大当前产业构型。因此有必要对江淮汽车资本结构进行分析，以助实现江淮汽车的长期健康可持续发展。

1.1.2 研究意义

1.1.2.1 理论意义

资本结构理论一直是财务管理中的核心理论，其相关研究在企业管理研究中也处于核心地位，中西方学者们在经济浪潮的接连推动下对于资本结构理论不断作出补充完善。而新能源汽车行业作为新兴行业，对于其资本结构的改善必须考虑行业发展环境和政策红利。以资本结构相关理论为基础，在动态改善的框架内分析外部宏观经济环境和公司内部经营因素。实践论证相关资本结构理论，使得资本结构理论与实际案例结合，完善理论的适用性。

1.1.2.2 现实意义

新能源汽车行业是技术与资金密集型的行业，具有研发成本高、资金缺口大等特点。建立良好的融资环境，合理的优化资本结构，充分利用融资资金，有助于实现新能源车企的健康可持续发展，对于促进汽车产业升级具有重大作用。在此背景下，本文立足于江淮汽车所处的现实环境，基于多角度因素探讨其资本结构优化路径，并针对具体问题给出相关优化建议和保障措施，有助于汽车制造业提升对资本结构优化的意识，促进行业资源配置效率的提升，为资本结构优化的研究增加新的案例。

1.2 研究内容与方法

1.2.1 研究内容

本文对于江淮汽车资本结构优化研究内容主要集中在三方面：一是从江淮汽车的负债结构、治理结构、融资结构来对江淮汽车的整体资本结构进行横向对比分析、纵向了解变动趋势，评价江淮汽车资本结构存在的主要问题。二是基于静态方程和动态多维度分析模型确认影响江淮汽车资本结构优化调整的关键因素，从而确立江淮汽车最优资本结构下的动态优化区间。三是从企业战略视角和财务视角提出江淮汽车资本结构的调整方向以及优化建议，并提出内部和外部的双重保障措施。如图 1.1 论文主题框架所示：

第一章为绪论，主要介绍本文对于研究背景及研究意义以及本文采用的分析方法。

第二章梳理资本结构相关文献以及基础理论，主要梳理当前学术界形成的资本结构理论中本文借鉴参考的研究结果，并进行文献评述。此外对于资本结构的概念和优化方法进行解释，介绍本文所运用的基础理论。

第三章首先对江淮汽车所在的汽车制造业和自身经营状况进行简单分析，其次对于江淮汽车资本结构整体分析入手，从债务结构、股权结构、融资结构三个层次展开依次进行论述。进而对于江淮汽车资本结构存在的问题进行总结概括。

第四章是针对江淮汽车资本结构的优化设计。借鉴第二章相关计算模型和优化方法，采用静态模型测算 2016 年-2020 年江淮汽车最优资本结构下的资产负债水平，其次根据江淮汽车资本结构的关键影响因素作为模型指标，构建模型，计算指标权重。通过熵权法确定各影响因素对于江淮汽车资本结构优化目标的权重，考虑其调整成本和资本结构的适应性，从而确定江淮汽车最优资本结构动态区间。

第五章结合第三章、第四章的综合分析，根据关键影响因素提出对于江淮汽车具体的优化建议，并为保证优化建议能够切实落地，对江淮汽车未来长远健康发展提供更好的指引，从内部和外部两个层面提出可行的保障措施。

第六章为研究结论与展望，在此部分归纳总结江淮汽车资本结构优化案例的研究结论，以及研究中存在的不足，提出对于汽车制造业以及相关资本结构管理的未来展望。

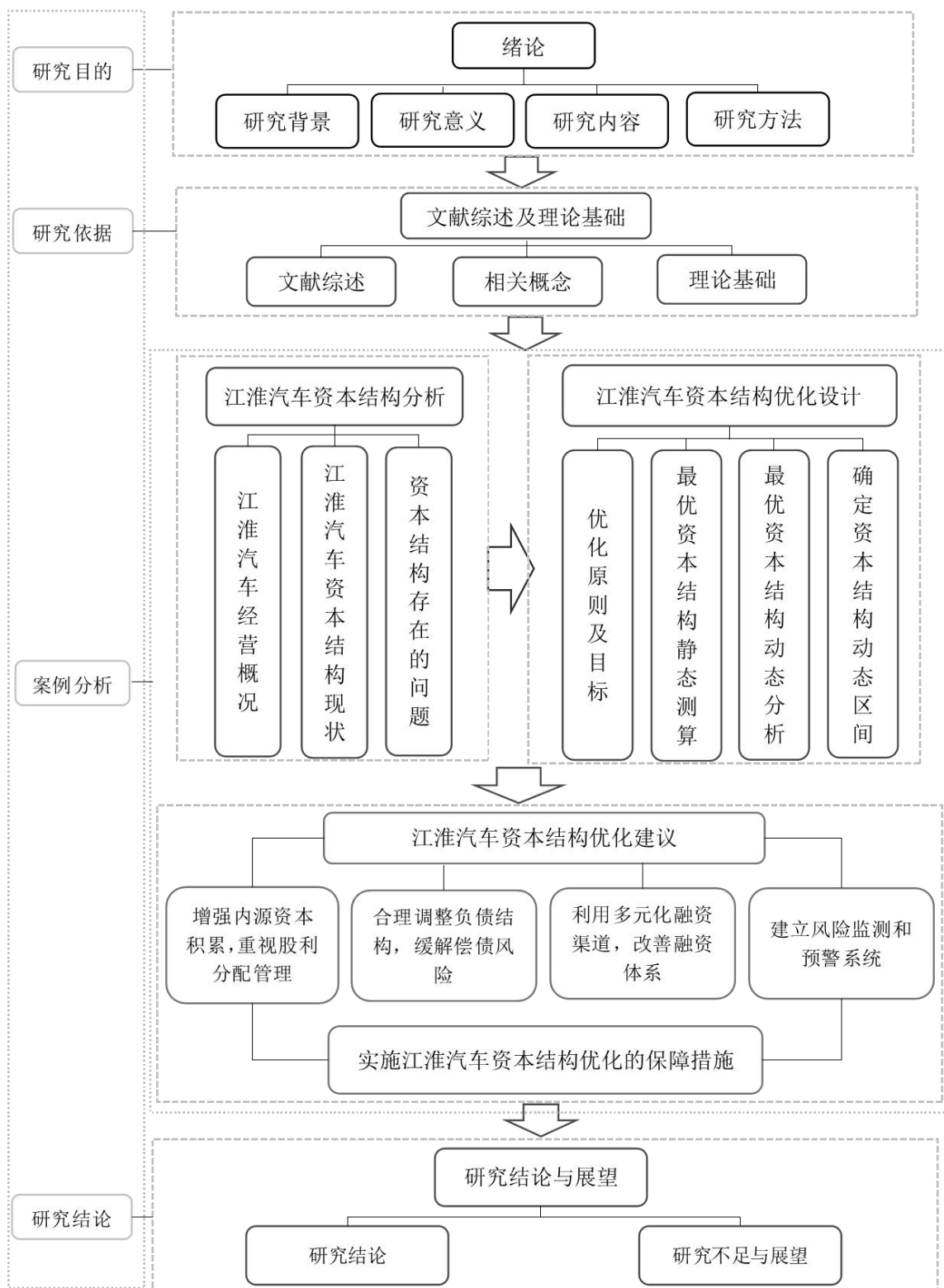


图 1.1 论文主题框架

1.2.2 研究方法

1.2.2.1 文献分析法

在开展对案例企业研究前，在知网、相关书籍刊物以及汽车工业报告上搜集相关文献资料进行分析归纳，形成对于资本结构理论的认识，动态把握研究对象的历史发展，形成以资本结构为主题的研究基础，为本论文的案例研究提供理论依据。

1.2.2.2 案例分析法

本文在对江淮汽车进行案例分析时，通过对于其年报数据和东方财富Choice数据库的数据获取和整理计算，对于资本结构水平进行横向行业比对和纵向趋势分析，找出江淮汽车资本结构中存在的问题，并借鉴相关理论与模型计算，调整并确定适用于江淮汽车自身的动态资本结构区间。

1.2.2.3 熵权法

熵权法作为客观赋权方法，可以计算各指标对于综合目标评价的影响权重，为综合目标评价提供依据。因此采用该方法来对江淮汽车资本结构进行指标权重的计算，可避免主观判断带来的指标偏向性，为江淮汽车最优资本结构区间的调整提供参考依据。

2 文献综述及理论基础

2.1 文献综述

2.1.1 资本结构基本理论研究

资本结构理论一直作为西方财务理论界的核心理论之一，其发展衍生离不开投资理论、股利政策理论之间的相互作用影响。资本结构理论的诞生与发展伴随着市场经济的发展，主要经历了早期理论阶段、经典理论阶段、新理论阶段。其中早期资本结构理论由 David Durand (1952) 前瞻性的提出，他提出的净收益观点、营业净收益观点、传统折中观点里将债权资本与公司价值之间的关系进行不同的假设性阐述。随着资本市场的逐渐发展，Modigliani 和 Miller (1958) 创造性的发表著名的 MM 定理，先后引入公司税、个人所得税，完善了 MM 理论的适用性，构建了在后续资本结构理论奠定基础的“米勒模型”。随后由于资本市场中不同利益方权益和风险的逐渐具象，造成信息传递效率和传递范围存在差异。Jensen and Meckling (1976)、Scott (1976)、Mayer (1984) 先后提出代理成本理论、权衡理论、啄食理论。而后随着经济组织的演变和对企业核心竞争力认识的不断加深，学者们对于资本结构理论展开了新的视角。Rajan 和 Zingales (1999) 提出人力资本的概念，创新性将企业资产的概念重新定义，将其视为资产与人的有机协同。而后衍生的行为金融理论也为资本结构理论研究提供了新视角，加深了对企业融资适时性的研究。在现代竞争条件下，Mingfang Li 和 Roy (2002) 研究了企业创新成本与资本结构之间的关系，将企业的创新模式的成本在降低交易成本、减少信息不对称带来的逆向选择和道德风险的同时对企业的筹资模式和资本结构的影响。

国内对于资本结构的研究起步较晚，对于其理论研究主要是在国外已有理论的基础上进行改进和修正。

钱建豪 (2005) 基于对国外资本结构理论发展历程的梳理，发现其分析大多从企业的静态水平展开，没有从动态视角进行分析，没有深入考虑企业所有者、债权人、社会投资者等各利益相关者所能负担的风险。孙力强, 陈小悦 (2008) 在对 MM 理论质疑的基础上, 提出债权与股权之间的定价机制存在本质差异, 从而会

影响到资本结构。王志亮, 郭爱军(2009)创新性的提出“资本冗余”论, 对“啄食顺序理论”进行了完善。相比起使用股利政策且进行债务融资的企业, 企业如果可以依靠自有利润来进行生产经营, 并且对所有者不发放现金股利, 这样可以保证原有资本成本不变。洪艺珣, 王志强(2011)则对于资本结构的动态权衡理论进行补充。

2.1.2 资本结构影响因素研究

2.1.2.1 影响资本结构的外部因素研究

国外学者 Brander (1986) 通过对上市公司行业环境的调查, 提出行业竞争度与资本结构之间的变动关系, 认为行业竞争度越高, 企业的资本结构会向上调整扩大债务规模来保持行业中的竞争力。Banerjee (2000) 将货币政策引入到资本结构影响因素中, 其作为宏观经济环境的重要体现, 会对企业融资成本产生明显的作用, 因此使得企业相关利益者的资本结构决策有所取舍。Levy 和 Hennessy (2007)、Halling 等 (2016) 先后发现企业资本结构动态调整会受到商业周期、宏观经济状况的影响。

国内学者雒敏等 (2012) 将受调控的经济政策以及相关的法制环境、行业空间与资本结构的调整速度相关联, 利用模型回归监测其关联度证明利好的外部环境会显著提升企业的资本结构调整效率。霍静 (2016) 认为利率作为央行调控经济的重要杠杆, 其波动水平与企业资本成本息息相关, 对于企业债务规模的使用起到至关重要的作用。吴育辉 (2017) 则认为产业空间中企业产品的竞争优势会显著影响企业的资产负债水平, 但是其仅在现有的资本结构低于最佳资本结构点下才能发挥影响。

2.1.2.2 影响资本结构的内部因素研究

国外学者 Maria Jose 等 (2013) 研究表明不同地区公司的成长性和资产负债水平都呈现同样的比例变动关系。对于股权集中度, Martin 和 Christ (2015) 则认为股权越集中的企业, 对于股权融资方式并不积极采纳, 反而更倾向债务形式来筹募资金。

国内学者袁茂, 宋增基, 谭兴民 (2005) 通过实证分析总结出对上市企业资本结构存在影响的因素, 依次为非债务税盾, 盈利能力, 企业规模, 财务困境成本, 国有股比例。陈溟 (2012) 通过实证研究结果表明在新能源类上市公司中股权比例和总资产规模对于资本结构影响较大。李耸 (2017) 运用广义 GMM 估计进行回归分析发现融资约束、产权性质对资本结构的调整速度相关。刘莉亚, 赵金凤 (2018) 选取我国 105 家汽车行业上市企业 2013 年至 2017 年财务数据作为研究对象, 结果表明我国汽车行业上市企业资本结构和增长机会、流动性、有形资产比率存在显著的负相关关系。

总结上述学者的研究结果得出, 对于资本结构的影响因素和程度应从多个角度展开, 为本文对于江淮汽车资本结构后续定性分析提供了指引。

2.1.3 资本结构优化研究

对于企业优化目标的研究, 高凤勤, 徐洁 (2006) 推导出企业进行资本结构优化的数学模型, 并提出最优的融资结构应当把企业价值最大化作为资本结构目标, 而如何确定最佳的负债比例是最优资本结构决策的主要内容。丁翌 (2017) 将企业价值最大化作为最优资本结构的标准, 通过回归分析得出我国汽车制造业并未处于最优资本结构, 存在较高的财务杠杆率。

对于企业最优资本结构的研究, De Angelo 和 Masulis (1980) 认为在资本市场可以完全反映市场信息, 其资本市场的价格可以为企业投融资决策提供有效依据时, 企业存在一个最优资本结构点。但是由于市场摩擦和信息成本的存在, 资本市场并不能达到有效。孟建波, 罗林 (1998) 建立企业市场价值模型, 提出企业最佳资本结构方程, 并通过若干上市公司的实证分析证明企业最优资本结构方程符合实际情况。

对于企业资本结构优化调整的研究, Tsyplov 和 Titman (2007) 研究发现当企业资本结构正向偏离时, 即企业的资本结构负债率水平逐渐扩大时, 企业调整资本结构的意愿和强度更高。张婷 (2004) 采用熵权系数法对企业价值的多方面影响因素进行指标构建, 对其最优资本结构进行多方面综合评价。Hovakimian and Li (2012) 提出非理想的资本市场上存在诸多的调整成本使得企业短期内会偏离最优资本结构, 导致企业选择不同的融资策略来调整资本结构的偏离。Cook

和 Tang (2018) 分析发现资本结构动态优化的方法应当结合静态结果和影响因素确定动态调整区间, 进行一定程度的动态定性调整。巫岑, 黎文飞等 (2019) 研究表明发现产业政策的倾斜可以有效降低资本结构调整成本, 通过债务融资路径来实现。

目前关于资本结构优化的研究, 国内外学者们主要建立以企业价值最大化作为资本结构优化目标的共性认知, 构建出不同的计算企业最优资本结构水平的理论方法和相关分析模型, 并将调整成本引入资本结构优化权衡范围内。

2.1.4 国内外研究述评

通过对国内外资本结构相关理论、实证研究的梳理, 现总结出以下几点: 一、当前学者们对于财务管理已经形成一套较为完备的资本结构理论体系, 资本结构理论依然是亘古长新的话题, 但是国内外的学者对于资本结构理论的延展和创新仍存在一定局限, 许多核心资本结构领域仍留存一片空白, 且不同时期的学者对于理论可能存在完全相反的观点。二、国内外对于资本结构影响因素的研究, 可大致划分为外部宏观因素和内部微观因素, 不同因素对于不同行业的资本结构水平影响程度不同, 与其资产负债水平的变动方向也不同, 需要结合具体行业、具体企业来分析。三、大部分学者通过研究表明企业存在最优资本结构, 且提出不同的计算企业最优资本结构水平的理论方法和相关分析模型, 并将影响因素和调整成本纳入资本结构动态调整的考虑范围, 确定不同因素影响资本结构调整速度的路径方式。四、对于企业资本结构优化研究国内学者通常借助实证研究方法, 但是对于某一行业资本结构的深入了解并未能触及, 因此缺乏对车企的个案研究。

参照上述学者研究成果和相关文献, 对于本文江淮汽车资本结构优化有以下三点启示: 第一, 可通过相关计算模型来确定基于一定条件的企业最优资本结构下资产负债水平, 因此对于江淮汽车最优资本结构的确定具有可行性。第二, 企业资本结构受多方面的影响, 因此对于江淮汽车资本结构的影响因素分析时会综合外部和内部两个角度来进行分析。第三, 对于江淮汽车公司的资本结构优化应当结合静态结果和影响因素, 以此来确定动态调整区间, 为江淮汽车资本优化方案提供依据。

2.2 相关概念

2.2.1 资本结构

资本结构是指企业在经营过程中债务资本与股权资本以及其他来源资本的价值构成及份额系数,是企业在某个时间段内各种融资来源所得到的融资结果的体现。其在一定程度上可反映其财务稳健性和资本配置效率,量化解释企业股东、管理者、债权人之间关系。资本结构有狭义和广义之分。狭义资本结构不考虑短期资本要素,而本文选取的江淮汽车流动负债比重过高,对于企业当前资本结构的影响不可忽略,因此本文采用广义资本结构作为概念涵盖企业各种成本要素对江淮汽车展开论述。

资本结构的变动可以揭示企业注资和引资的盈利性、风险性和安全性。其中盈利性是指企业资本提供方和资本需求方对于资本使用、转让、归还所要求的报酬。风险性是指企业自有资本进行清偿时能够对于债权人如期还本付息的保障程度。安全性是指资本提供者对于能否如期收回资本的预期程度。因此在分析江淮汽车资本结构时应当从资本结构的盈利性、风险性、安全性进行综合考量。

2.2.2 资本结构优化方法

资本结构相关的理论研究为企业最优资本结构提供依据,学者们结合统计、数学、计量经济学等提出了相关的资本结构决策方法。随着外界环境和自身企业的发展状况,企业的资本结构并不会保持在一个静止的平衡点,而是会处在一个动态变化的范围内,因此在静态测算的基础上产生动态分析优化方法。

2.2.2.1 静态优化方法

当前理论学习中企业资本结构优化有三个目标,利润最大化、股东财富最大化、企业价值最大化。基于不同的优化目标,经济学家们提出多种计算方法。如下:

加权资本成本法,该方法没有考虑各种融资方式在企业选择的限制条件和比例约束,以及不同财务风险的管控。

每股收益无差别点法，该方法考虑到每股收益，关注股东在某一时间点上的收益情况，但是没有考虑每股收益的增加如果小于其所需要付出的报酬，股东财富未必可以达到最大化。

企业价值法，该方法考虑整体企业相关者的利益，均衡企业的资金价值以及企业的收益和风险，较为全面。但是该方法只适用于上市企业，其公司的股权价值才可以得到正确的披露从而进行评估。

基于财务管理的目标以及江淮汽车公司资本结构的适应度，本文选用企业价值法作为静态优化方法，采用孟建波和罗林教授提出的最优资本结构方程来对其进行静态测算，该方程对于企业资本结构的调整和决策具有重要的指导作用和借鉴意义。孟建波和罗林教授把企业价值最大化时的资产负债率界定为企业最优资本结构，最优资本结构方程如下：

$$\ln(Vr - I) = \frac{F + I}{Vr - I} + \frac{Vr + F}{V} * \frac{100B}{1 - B}$$

其中，用 V 代表资产总额，Vr 代表息税前利润，I 代表利息支出，Vr-I 是税前利润总额，用 F 代表固定成本，用 B (b) 代表最优资产负债率。

2.2.2.2 动态优化方法

通过梳理 2.1 小节关于资本结构优化的相关文献可以发现，在早期国内外学者对于资本结构的研究均关注在企业静态资本结构平衡研究，随着学者们对于资本结构的理论不断补充创新以及资本市场环境的连亘变化，资本结构动态因素的变化研究变得更为重视，从企业资本结构静态平衡点转向资本结构动态优化。而根据文献述评中总结出资本结构影响因素对于企业资本结构具有显著相关性。其中外部因素包括宏观经济环境、行业发展环境、资本市场的发育程度等，而内部因素则涵盖公司规模、盈利能力、成长性、资产抵押价值、股权集中度等。这些内外部因素彼此相互作用，从而使得企业对于资本结构决策处于动态变化中。因此本文借鉴学者的研究结果，以江淮汽车最优资本结构下的静态资产负债水平为指引，将内外部因素纳入资本结构优化视域，对其进行动态调整，实现企业的财务弹性，建立动态优化区间。

2.3 理论基础

2.3.1 动态权衡理论

静态的权衡理论形成于 20 世纪 70 年代中期,该理论把税收、破产成本纳入理论范围中重新界定资本结构与市场价值的关联度。该理论放大税收带来的利益效应,对于其融资行为的限制取决于财务困境成本的上升和下降,认为企业存在平衡点达到企业价值最大。Diamond and Mayers (1984) 对于负债的成本的定义进行外延。Fischer 等 (1989) 首次在权衡理论中资本结构的动态优化研究中将调整成本作为一个影响因素,从而突破了以往静态权衡理论的静态最优资本结构平衡点。该理论指出因为调整成本会在一定程度限制资本结构调整速度,导致资本结构并不能保持一个静态的平衡点,而是在一定区间内变动,当资本结构水平偏离较大范围时企业才会进行资本结构的重新规划。动态权衡理论并非完美适用于任何情境,需建立在一定假设条件之上,首先市场不存在信息不对称的情况。此外企业经营者在进行资本结构决策时以企业价值最大化为目标。该理论也成为企业的资本结构决策的重要理论。

动态权衡理论在本文中的运用:首先在进行江淮汽车融资结构分析时采用动态权衡理论,为江淮汽车对于融资方式的合理利用提供基础。此外本文基于动态权衡理论在对江淮汽车资本结构进行优化时将优化目标确定为企业价值最大化,并在确定动态优化区间时将调整成本纳入考虑范围,从而对区间进行合理判定。

2.3.2 优序融资理论

Baskin (1989) 指出企业通过正常经营所获取到的资本来源可用于企业内部运转,使用该部分资金不产生额外的资金流出,不受适用范围和规模的影响,应当作为企业首选的融资方式。此外权益性融资不能为企业带来税盾效益,发行费用较高且流程较为复杂,交易成本较债务融资较高,公司的控制程度也会受到影响,所以使得企业在衡量二者的融资方式时更倾向债务融资。因此权益融资作为最后使用的融资方式。

该理论与权衡理论对企业融资决策存在相同建议,均认为债务融资由于权益

融资。但是在优序融资理论中企业对于资本结构决策是对于其融资方式所产生的交易成本进行比较，并不存在理想化的资本杠杆比例，利润留存率越高的企业应当拥有更低的资产负债率。而权衡理论利用对举债的权衡，认为盈利能力越强的企业拥有更高的资产负债率。此外二者对于负债的种类划分也不尽相同，权衡理论对于负债内部的划分并无区别，而优序融资理论对于债务的期限和风险所传递的不同市场信号进行区别，低风险债务相较高风险债务得到优先考虑。

优序融资理论在本文的应用：本文第三章在对江淮汽车债务结构进行分析时涉及低风险债务和高风险债务对资本结构的影响，此外在对江淮汽车融资结构分析时对其进行不同融资方式的优先级依次展开，对于该理论进行一定的补充，增强其在我国资本市场的适用性。第五章基于优序融资理论针对江淮汽车资本结构优化提出对应的具体方案，如提高内源融资比例，调整融资偏好等。

2.3.3 代理成本理论

Jensen 和 Meckling (1976) 拓展性的把代理理论与资本结构理论相结合。企业社会分工的逐渐细化在良好的机制配合下，共同实现企业所有者和经营者的利益最大化。代理成本出现的根本原因是所有者和经营者二者对于企业经营目标追求不尽相同。该理论从宏观资本结构视角可分为权益代理成本和债务代理成本，由于代理成本的存在使得资本市场效率产生变化。该理论开辟了资本结构问题研究的新路径，对之前的资本结构理论内容进一步的延伸完善。

代理成本理论在本文中的应用：将信息不对称情况下管理者的资本结构决策行为加入到资本结构研究中来，在江淮汽车股权结构分析中运用该理论，此外根据代理成本理论完善江淮汽车资本结构优化方案。

3 江淮汽车资本结构分析

3.1 江淮汽车基本情况

3.1.1 汽车行业概况

近年来，中国汽车行业环境经历了巨变，宏观经济增速逐年放缓，贸易摩擦不断，取消购置税优惠政策，实行“双积分”新能源汽车管理办法，新能源汽车补贴退坡等一系列事件，在一定程度上促进我国汽车产业升级的步伐，但也对整个汽车产业的结构调整提出较为严苛的要求。我国近五年汽车市场产销量如图 3.1 所示：

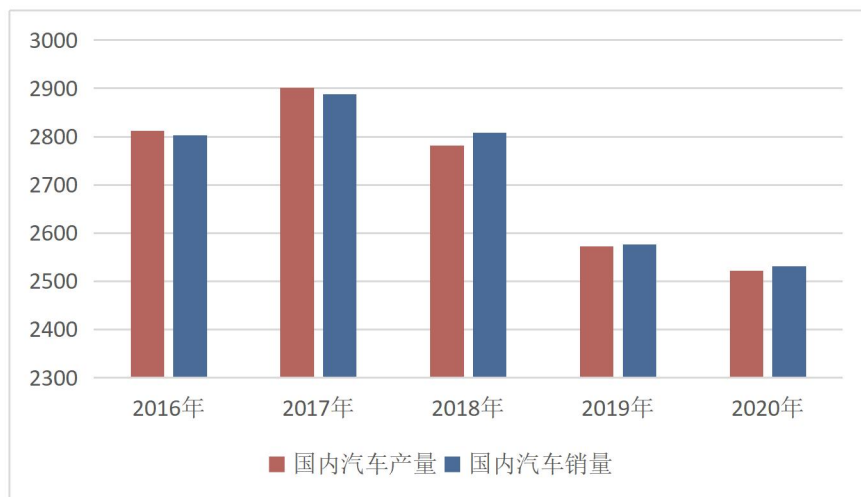


图 3.1 国内汽车市场 2016-2020 年产销量（单位：万辆）

图 3.1 可以看出自 2018 年起汽车产业的产销情况大不如前，而 2020 年新冠肺炎疫情影响叠加贸易保护主义抬头，更使得我国汽车产业链承受巨大的压力。在多年汽车占全国商品消费超过 10% 的发展趋势下，汽车消费成为拉动三驾马车加快运行的重中之重。但我国作为新能源汽车最大的市场，面临供应链不稳定、新能源汽车综合成本高、核心技术卡脖子难题等问题，造成汽车市场的萎靡不振。此外国内新能源汽车行业竞争不断加剧，国外新能源汽车厂商如特斯拉，国内蔚来、小鹏、北汽新能源等厂商也来势汹汹，造车新势力的加入挤压了传统车企的生存空间，这对传统车企的研发创新能力和资金配置效率提出更高的要求。而新能源研发项目需要大量的资本注入，研发周期长、风险高，因此如何保持合理的

资本结构，拓宽融资渠道，获得可靠的研发资本来助力企业持续健康发展，应当是车企管理者必须重视的。

3.1.2 江淮汽车公司简介

江淮汽车始建于 1964 年，前身是合肥江淮汽车制造厂，1990 年成功生产出中国第一台客车专用底盘，于 2001 年在上交所成功上市，股票代码为 600418。历经多年的探索和革新换代，现成为一家集全系列商用车、乘用车及动力总成等研产销和服务于一体的综合型老牌自主汽车厂商。旗下产品基本覆盖乘用车及商用车全品类，目前拥有瑞风、帅铃、康铃等自主品牌以及思皓等合作品牌。

目前江淮汽车在新能源汽车方面具有先发优势，产能较为充足，拥有领先的制造工艺，然而其旗下产品效益贡献值不高，售后服务网络并不健全，自主研发能力相比起其他车企不足。在汽车产业四化升级转型的关键时期，顺应广阔的市场需求，江淮汽车先后与大众合资建厂，与蔚来战略合作，华为作为其技术供应商，加上政策的大力扶持，使得江淮汽车迎来重大转机，大力发展新能源汽车商业版图，这也成为江淮汽车能否实现弯道超车的重要一环。

3.1.3 江淮汽车经营概况

3.1.3.1 主营业务增速放缓

江淮汽车多年耕耘汽车制造业，但是其营收能力、盈利质量与同行业标杆企业存在较大差距。汽车市场在经历寒冬之后，在相关政策支持下也逐渐恢复经济活力和动能。江淮汽车并未得益于行业的回暖，整体营收情况呈下滑态势。2020 年全年销售各类汽车 45.34 万辆，相较 2016 年下降 29.52%。营业总收入 429.06 亿元，相较 2016 年下降 18.26%，归属于母公司净利润 1.43 亿元。其中乘用车下滑幅度较大，商用车业务营收较稳定，2020 年由于受益于治超政策轻卡销售量上升明显，江淮汽车商用车营收同比实现 22.3%。此外大众、蔚来与江淮的战略合作某种程度上支撑企业稳定发展，有助于江淮汽车产业的进一步转型升级。如下图 3.2 所示：

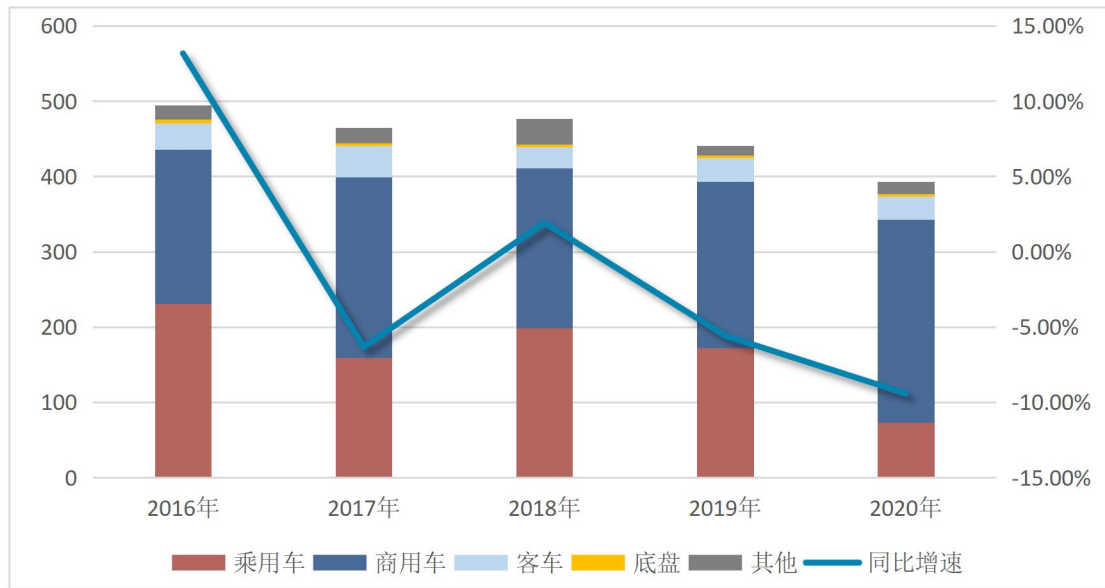


图 3.2 江淮汽车分业务营收（左轴/亿元）及营收同比增速情况（右轴/%）

3.1.3.2 产能利用率有待提升

江淮汽车整体的产能利用率也体现出江淮汽车的主力产品，显然商用车业务明显强于乘用车，其他工厂利用率较低，未能发挥更大的产能为企业创造利润，如下表 3.1 所示。从行业来看，国内商用车主流企业产能利用率呈下降趋势，而江淮汽车受行业影响也呈现下降趋势。此外由于汽车寒冬期，江淮汽车近年乘用车销量大幅，其乘用车工厂的产能利用率从 2016 年的 73.57% 降至 2019 年的 37.47%。而 2020 年大众汽车与江淮汽车的深化合作使得产能利用率有所提升，但是乘用车依然是江淮相对疲软的一个板块，思皓系列产品缺乏竞争力，未带来新的业绩增量。

表 3.1 2016 年-2020 年江淮汽车产能利用率

主要工厂	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
轻型商用车工厂	100.37%	107.79%	81.28%	81.52%	91.60%
重型商用车工厂	56.00%	61.75%	49.50%	46.63%	67.44%
乘用车工厂	73.57%	50.55%	45.03%	37.47%	56.48%
客车工厂	50.50%	43.00%	42.94%	34.12%	45.83%

数据来源：江淮汽车年报数据整理

3.1.3.3 资金运转效率低下

从江淮汽车的主要运营数据来看,截止 2020 年末主要资产受限除去保证金、冻结资金外,还包括抵押借款。因此选取近五年具体现金流量情况进行进一步分析,如下图 3.3 所示:

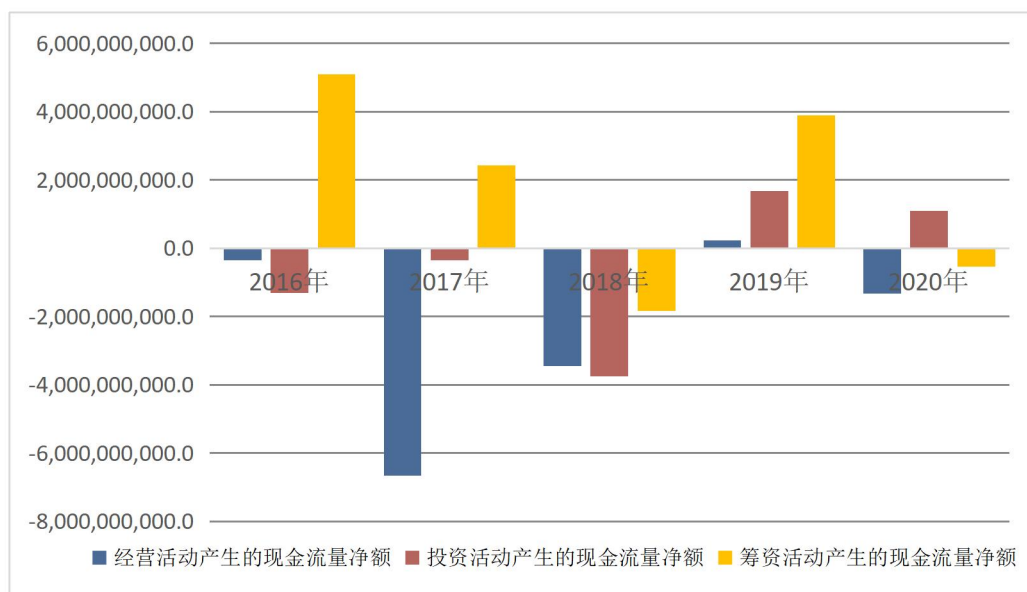


图 3.3 江淮汽车 2016 年-2020 年现金流量情况(单位:元)

由前图 3.3 计算可知,江淮汽车 2016 年-2020 年的整体现金流呈现流出大于流入的表现形式。从经营活动的现金流量净额变动来看,近五年仅在 2019 年达到正值,销售回款增幅严重低于货款支出增幅,企业内部造血能力不足。筹资活动现金流量净额大幅波动,这也表明近年江淮汽车的融资结构不稳定,债务融资活动规模存在一定问题,反映出企业有意在调整债务规模的比例。投资活动只在 2019 年和 2020 年为企业带来微弱的净现金流入,资金投资未发生正向收益,未能焕发资金活力。这种现金流量结构表明企业并未借助收入而是依靠不断地筹资进行经营,存在较高的偿债风险。从侧面反映江淮汽车产品的市场占有率也一定程度的下降。

由此初步判定江淮汽车内部盈利能力不足,资金运作效率较低,偿债风险加大,无法为企业经营提供稳定充沛的现金流,资金缺口规模较大,资本结构存在一定风险隐患。

3.2 江淮汽车资本结构现状分析

由前 3.1 的初步分析，可知江淮汽车虽呈现稳中向前的发展态势，但是其资金运转以及资本结构不尽如人意，因此我们针对其资本结构现状展开分析，横向对比标杆企业纵向对比变化趋势。以期从中对江淮汽车的资本结构有更为清晰具体的认知。

3.2.1 江淮汽车的资本结构整体分析

对于资本结构整体的分析，本文采用资产负债率和产权比率来进行衡量。基于资本结构的盈利性、风险性和安全性，不同利益相关者对其也有不同的倾向。债权人希望企业的偿还风险可以达到最低，因此倾向于企业保持低负债率。股东则希望可以借助财务杠杆带来更多的投资收益，大幅提升股东财富，因此偏好企业保持高负债水平。下图 3.4 是江淮汽车及同行业标杆车企近六年资产负债率趋势图：

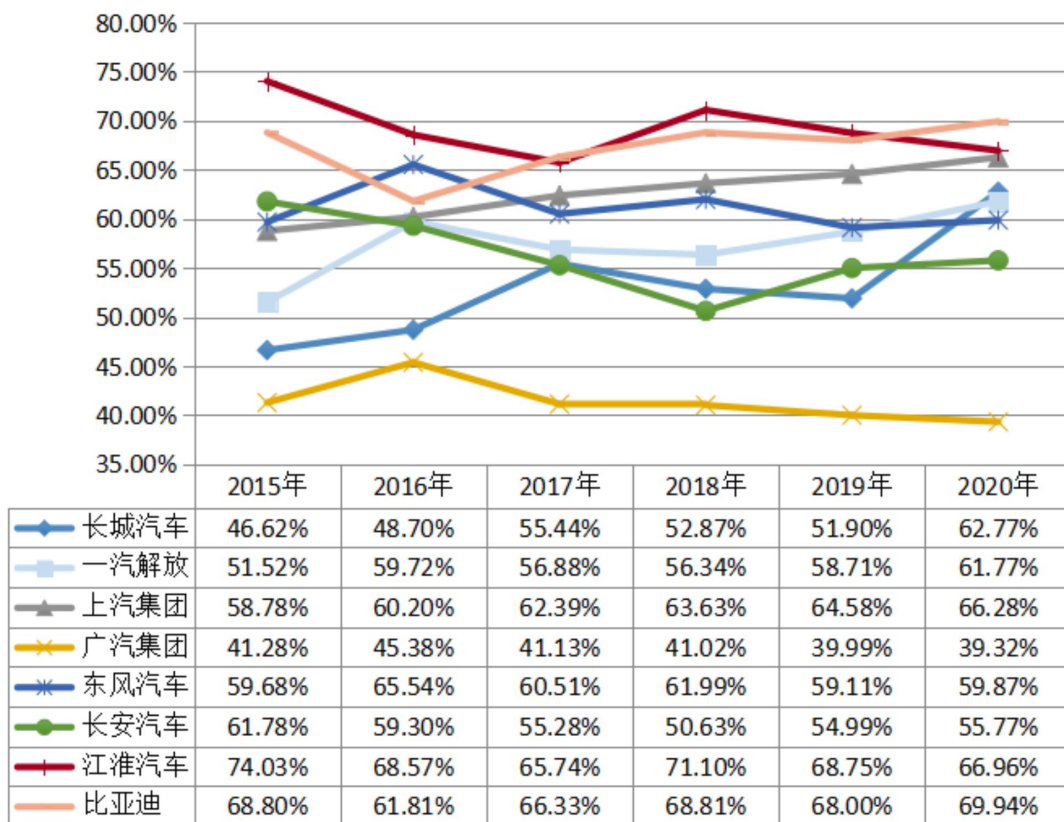


图 3.4 江淮汽车及同行业车企近六年资产负债率

由图 3.4 可知江淮汽车近六年资产负债率分别为 74.03%、68.57%、65.74%、71.10%、68.75%、66.96%，远超前于同行业其他车企。而国资委出具的汽车制造业近六年平均资产负债率分别为 60%、60%、59.5%、59%、58.6%、58.3%，由此可判定江淮汽车资产负债率偏高。2019 年、2020 年资产负债率接连同比降低，虽表明企业有意改善资金结构，调整资本结构，但仍处于行业高位。当企业的资产负债率较高时，企业的总资产对于债权的保障程度便会下降，极大地提升融资成本，信用评级也会随之受影响，现金流风险加剧，对企业的其他经营活动也产生负面影响。

此外，产权比率是有效判断企业资本结构是否稳定，财务结构是否稳健的重要标志之一。下图 3.5 是江淮汽车与同行业标杆车企近九年产权比率：

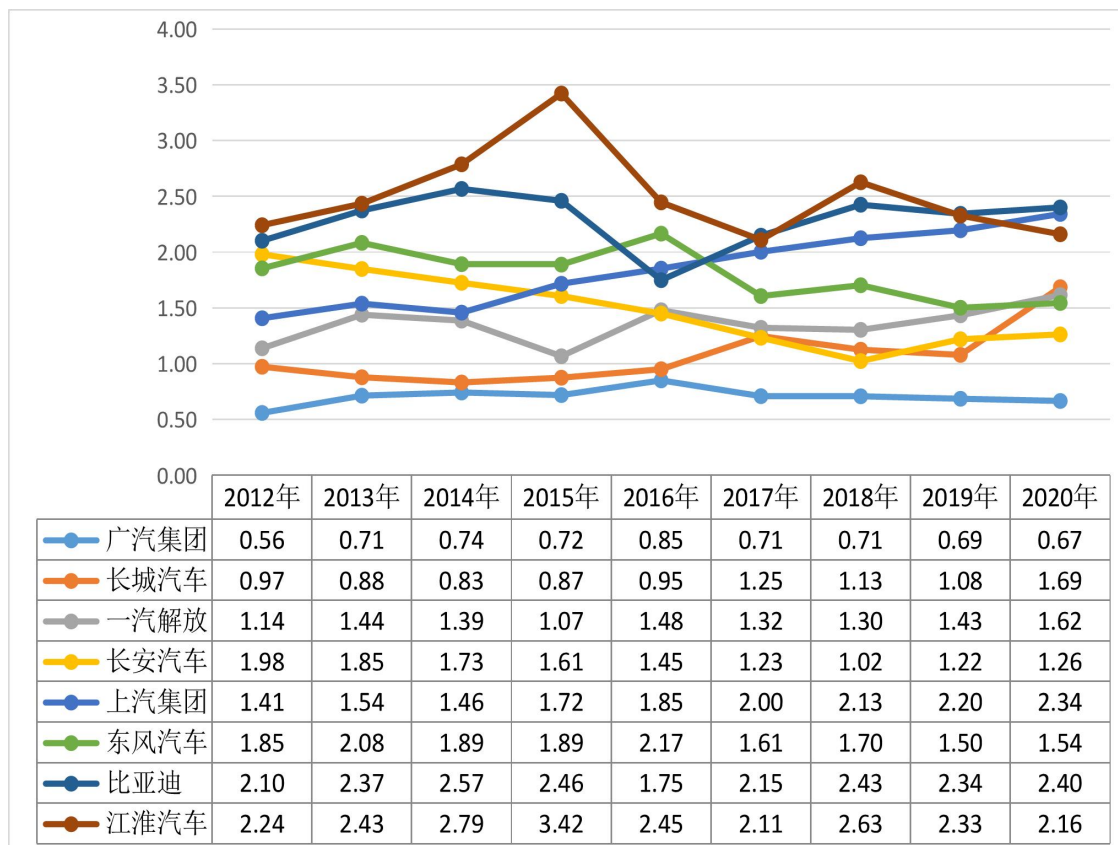


图 3.5 江淮汽车及同行业车企近九年产权比率

从横向变动幅度来看，2012 年-2020 年汽车行业产权比率呈现不同方向的波动，但是江淮汽车远高于同行业优秀企业。而从江淮汽车自身纵向对比来看，江淮汽车整体的产权比率波动较大，2012 年其比率值为 2.24，到 2015 年达到峰值

3.42, 接后两年迅速下降至 2.11, 在 2018 年产权比率达到 2.63, 接后两年平稳下降, 2020 年该比率达到 2.16。从整体出发, 江淮汽车近十年产权比率值均高于 2.1, 表明江淮汽车对于债权人投入的资本保障程度不够, 偿还长期债务的能力较弱, 产权比率波动幅度较大也说明江淮汽车的财务结构稳健性不强, 自有资金对于偿债风险的承受能力不足。

综上所述可以看出江淮汽车整体资本结构存在一定的失衡, 自有资本完全不足以覆盖债务资本, 偿债风险较高。因此下文从三个角度进一步分析江淮汽车的资本结构。

3.2.2 江淮汽车的债务结构分析

由前文对江淮汽车的整体分析可知, 江淮汽车的资产负债水平处于行业高位, 因此接下来对江淮汽车的负债结构展开分析。负债结构是指企业负债来源中不同形式负债的构成与比例关系。因此对于江淮汽车的负债结构从以下两个角度开展分析, 债务期限分析是对于江淮汽车所承担的债务进行期限划分。其次是对债务类型的分析, 分析构成企业负债的各种形式的债务构成与所占比重, 借此确定企业的主要负债形式, 债务比例是否合理等问题。

通过二者分析如果判定江淮汽车债务结构合理, 那么高负债率对企业的经营造成不良的影响后果可以在实际经营过程中自然调整。但如果债务结构不合理, 会对企业的现金流充裕程度产生负面影响, 不但会引发财务风险, 更是对企业的可持续发展埋下隐患, 因此管理者应当对江淮汽车所面临的偿债风险和经营风险进行控制。

3.2.2.1 债务期限分析

债务期限结构一般根据流动性划分。流动负债涵盖企业营运时自然产生的付款义务和企业自发性筹措资金向其他公司或机构借入所产生的的债务, 特点是获取的资金成本低, 能迅速补充企业所需资金流。而非流动负债可用于企业长期项目投资, 大额的资本注入更利于资本结构的调整。江淮汽车管理者应当细化两种模式之间的比例关系。江淮汽车债务期限结构比例如下图 3.6 所示:

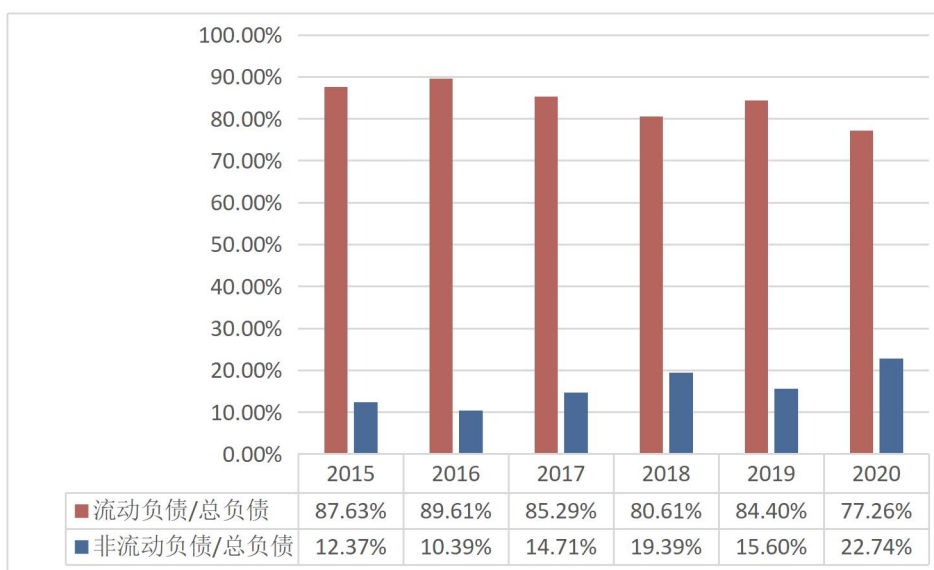


图 3.6 江淮汽车流动负债和非流动负债占比

通过前图 3.6 可以发现近六年江淮汽车流动负债占负债整体保持较高的比例，在 2016 年流动负债高达 89.61%，接近 90%，而非流动负债占负债总额比值较低，最高不到 23%。分析可知江淮汽车对于流动负债存在过度使用，从江淮汽车本身来说属于汽车制造业，整车制造周期跨度长，新能源项目还需要大量的资金注入维持，资金回笼期较长，对资金周转的速度要求较高。而短期负债虽然可以快速补充现金流，且资金成本远低于长期，分散财务风险维持企业的运营，但是过高比例的流动负债对企业的周转速度较为苛刻，一旦财务周转发生困难，如果江淮汽车没有偿还短贷的充足的自有资本，那么企业不光会面临资金链的断裂，也会影响企业的信用评级，加剧企业融资困境。因此江淮汽车应当对于流动负债和非流动负债之间进行风险收益权衡，平衡好二者关系。

3.2.2.2 债务类型分析

除去对债务期限结构的分析，还应对江淮汽车的债务类型进行分析，下图是江淮汽车 2016 年-2020 年主要负债类型占总负债的比重数据：

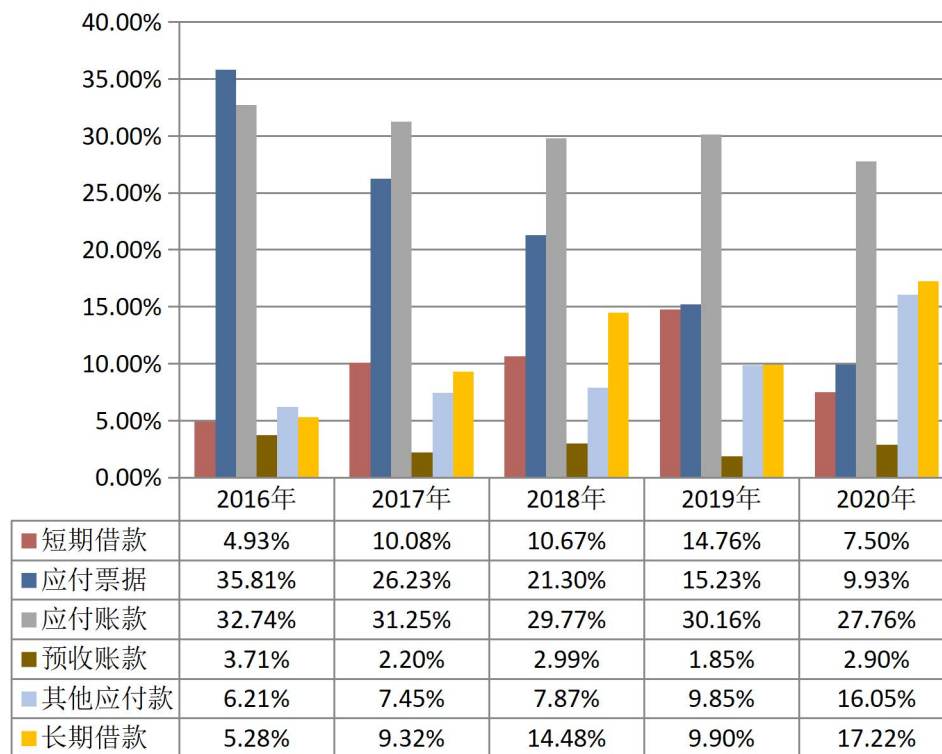


图 3.7 江淮汽车 2016-2020 年主要负债比重

江淮汽车的债务类型主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收账款、其他应付款、长期借款构成。主要负债类型占总负债比例 75%以上，而其中结算类债务占比较高，其中应付票据和应付账款占比合计从 2016 年的 68.55%，而后逐年下降，直到 2020 年该比例降至 37.69%。江淮汽车作为自主整车厂商，在汽车产业链中具有一定的竞争力，此外由于国企的隐性担保光环，较易获得无息商业信用，因此在长短贷中近 80%为信用借款。而近年来江淮汽车商业信用总额大幅下降，因此企业逐渐向上调整长期借款的比例，结算类债务比例逐渐下降。一味的依靠商业信用获得的融资会影响企业的健康运转。

由此分析判定江淮汽车面临较大的资金链缺口和偿债压力，公司债务负担在加重，长期偿付风险较高，债权结构不尽合理。

3.2.3 江淮汽车的股权结构分析

股权结构作为企业组织结构的集中体现，反映企业内部控制权的配置结果。股权集中度的高低和流通股占总股本的比重可以影响企业的运营效率，揭示企业的组织架构，进而对企业的可持续发展具有重要的意义。本文对于江淮汽车的股

权结构的分析从两个层面进行，一是股权集中度，二是股权构成。

3.2.3.1 股权集中度

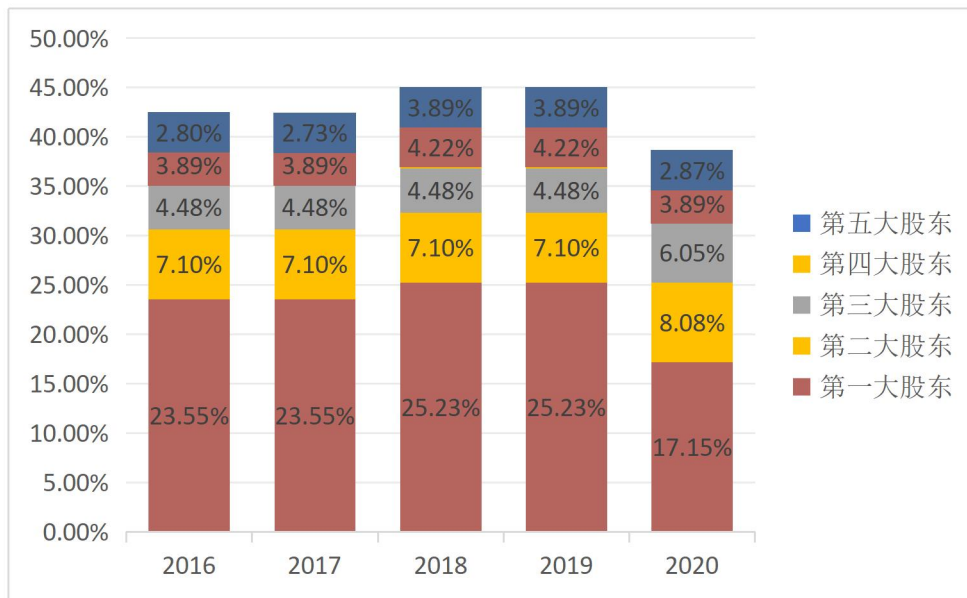


图 3.8 江淮汽车 2016-2020 年股权集中度

由江淮汽车 2016-2020 年报数据显示，江淮汽车公司前五大股东持股比例在 41.82%-44.92%之间，而第一大股东持股比重占前五大股权比重 60%左右，公司股权集中度过高。其第一大股东母公司控股比例在 2020 年降至 17.15%，这是由于大众汽车（中国）投资有限公司对其第一大股东注资，形成母公司第一大股东，也就是母公司 50%控股权，从而导致其第一大股东控股比例下降如下图 3.9 所示。这一注资也从侧面反映出江淮汽车与大众汽车的战略合作初达成效，为江淮注入新的动力，看好其持续布局新能源汽车产业，对江淮汽车来说是一个利好的局面。

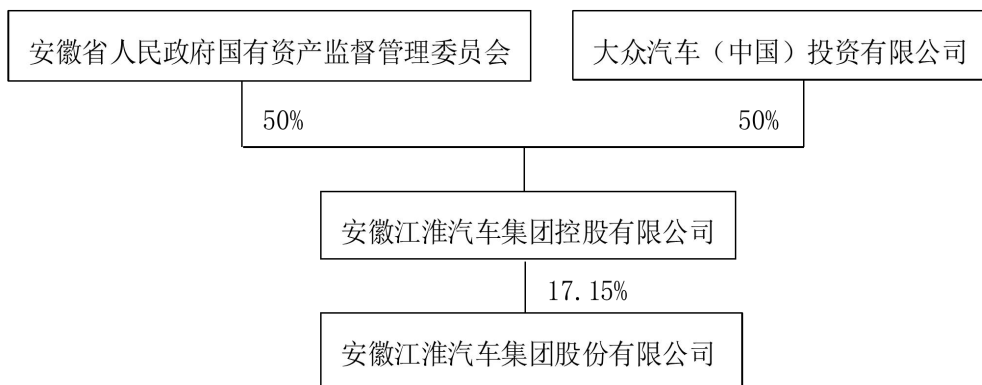


图 3.9 江淮汽车实际控制人关系图

3.2.3.2 股权构成

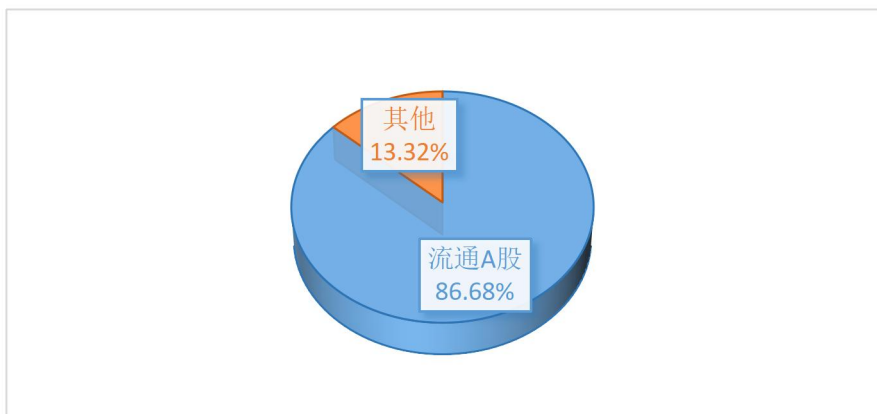


图 3.10 江淮汽车股本构成图

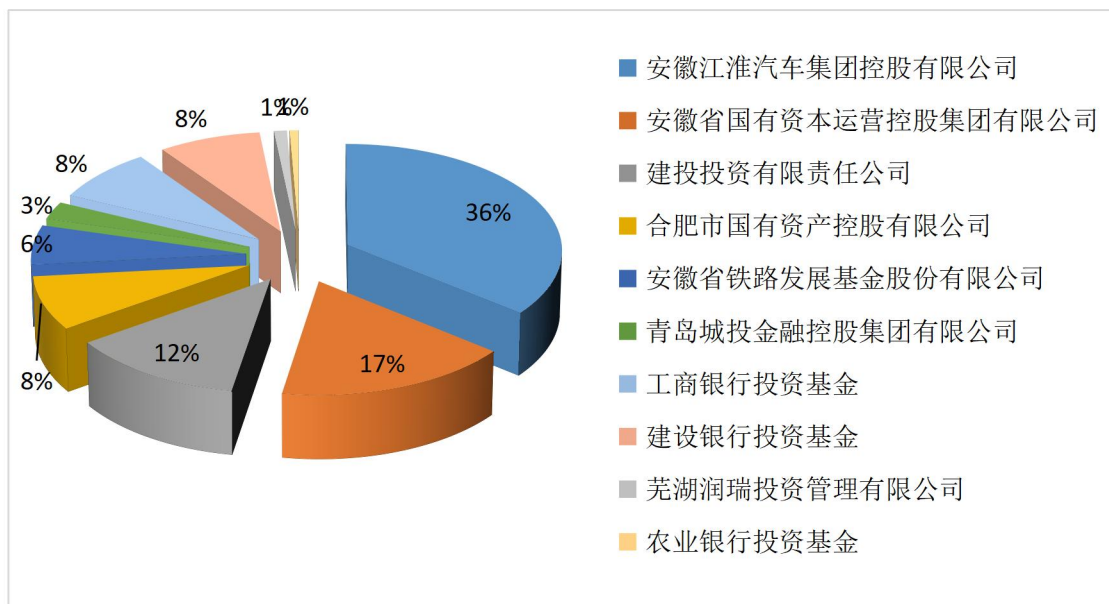


图 3.11 截止 2020 年末前十名股东持股情况

根据江淮汽车 2020 年报显示，江淮汽车十大股东中前六大股东均为国有法人，国有持股占 39.32%，属于典型的汽车行业国有企业。国有持股比例较高会给企业带来双重的影响，一方面获得隐性担保，政策扶持力度较大，其融资便利程度相对其他企业来说更高。但是从另一角度来看，国有企业治理架构较为固化，缺乏灵活性，容易导致相关者利益冲突，资本结构决策会受到一定的约束。故江淮汽车可以根据自身实际架构，调整持股比例，引入多方资本力量注入，提升江淮汽车的经营管理效率，为企业增加新的活力。

3.2.4 江淮汽车的融资结构分析

借助 2.3.2 里融资方式的优先级顺序,本小节对江淮汽车近五年资金来源进行分析。新能源汽车在我国仍处于成长期,由财政补贴培育而成。因此江淮汽车的资金来源除去内源性融资和外源性融资,还应将政府补助纳入企业的资本结构中加以分析。如下表 3.2 所示:

表 3.2 江淮汽车近五年资金结构分析

报告期	内源融资	外源融资		政府补助
		股权融资	负债融资	
2016 年	13.17%	14.69%	68.64%	3.5%
2017 年	14.68%	16.17%	65.61%	3.54%
2018 年	11.67%	14.77%	70.10%	3.46%
2019 年	12.80%	15.92%	67.43%	3.85%
2020 年	13.25%	16.76%	66.42%	3.57%

数据来源:江淮汽车年报数据整理得到

3.2.4.1 内源融资

留存在企业内部的运转资金可以有效的焕发企业活力,并且无需任何额外的融资成本,在一定程度上降低企业经营风险。如果企业内部留存较多,内源融资占企业营运资金比例较高有助于提升企业价值,在资本市场也会拥有更高的信用度。

但是由前表 3.2 可知,江淮汽车内源融资的比重较低,且呈现不规律的起伏,并且在 2018 年降至最低点,这源于企业自身的营收状况不稳定,汽车市场经历寒冬所致。而在 2020 年内源融资比重有所提升,说明企业的经营状况虽然有所改善,但是总体来看江淮汽车的内部留存相比其他公司较低。此外新能源项目尚未给江淮汽车带来较大的利润,整体营收状况走低,使得企业不得不继续借入资本来维持。除此之外江淮汽车保持稳定的股利支付率在 30%左右,加上其年报数据显示账面存在大量的应收账款,回收期长,资金回笼慢,只能利用外部融资缓解资金链的紧张,从而使其面临很高的偿债风险。

表 3.3 江淮汽车 2016 年-2020 年分红能力

报告期	现金股利支付率	留存收益率
2016 年	30.96%	69.04%
2017 年	30.69%	69.31%
2018 年	-	-
2019 年	30.36%	69.64%
2020 年	30.53%	69.47%

数据来源：江淮汽车年报数据整理得到

3.2.4.2 外源融资

1、负债融资

我国资本市场发育程度相对较缓，债券融资交易不够活跃，债券融资的规模较小，申报审批流程较为繁杂，但是债券融资的发行费用和利息费用可以进行抵税，融资成本明显可控，此外也不会影响治理层的控制权。分析江淮汽车年报可知，企业最近一次债券融资在 2012 年发行三年期，票面利率为 5.56%的债券。而此后并未进行过发债，依靠长短贷结合进行债务融资。信贷融资相比债券融资可以较快补充公司所需资金，但是具有一定的限制条件，且部分贷款需要担保，资金使用限制较多。

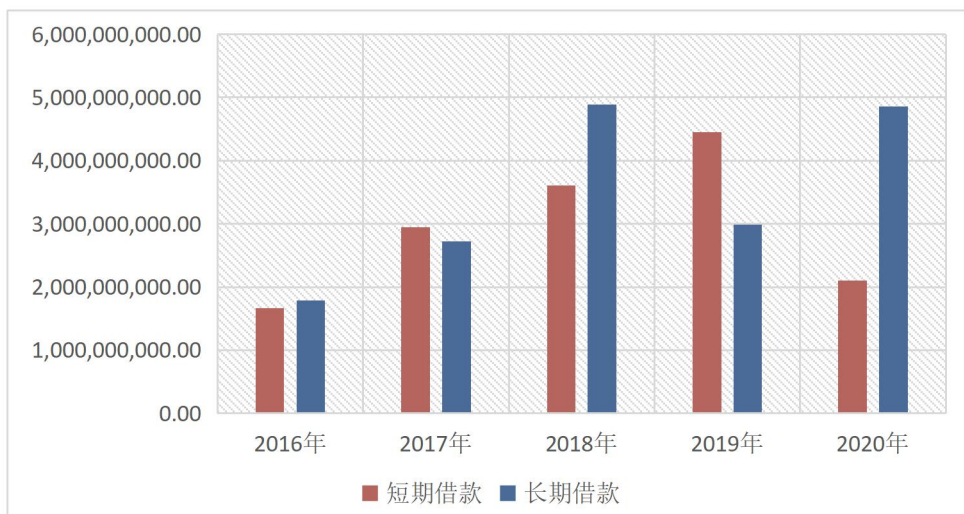


图 3.12 江淮汽车 2016-2020 年债务融资结构

通过前表 3.2 可知江淮汽车债务融资规模较大,近五年占比均超过 65%。而在 2018 该比例达到 70%,可见江淮汽车对融资方式有倾向性的依赖,对债务融资依赖性比较高。而从图 3.11 也可知从 2016 年至 2018 年江淮汽车公司的债务规模在不断扩大,其短期贷款比例呈现明显上升趋势,而在 2019 年债务规模逐渐开始缩小,长期借款比例明显下降。在 2020 年短期贷款比例明显下降,长期借款在 2020 年又呈现大幅提升。可见江淮汽车有意调整债务结构,调控借款周期,此举也意在改善江淮汽车资金流动性。不论是对新能源乘用车生产规模的扩大,还是对核心技术的升级投资,新能源汽车业务均需要大量的资金的持续注入。因此可以看到在江淮汽车盈利不足下其债务规模逐渐扩大,一定程度上会降低江淮汽车公司抵御风险的能力。

2、股权融资

股权融资,不同的股权增资方式会不同程度影响企业的每股收益。江淮汽车从不同方式获取的股权融资转化为股本和资本公积留存在企业内部供其运转。新能源汽车研发属于投资回报期长、高风险的投资活动,因此股权融资也作为江淮汽车发展的可靠融资来源。

表 3.4 江淮汽车股权融资情况

公告日期	融资类型	增发数量(万股)	增发价格(元/股)	发行费用(万元)	募集资金(万元)
2007-05-17	定向配售	16,000	5.07 元	840.00	81,120.00
2016-08-17	网下询价配售	43,007.90	10.62	7,009.25	456,744.00

数据来源:江淮汽车年报

截止 2020 年末,江淮汽车除增发合并江汽集团外,对外进行两次股权融资。在 2007 年通过定向增发的方式增发 16,000 万股,募集资金达到 81,120 万元用于小型多功能乘用车项目。而在 2016 年以非公开的形式进行网下询价配售,增发数量 430,079,096 股,募集资金总规模达到 456,744 万元,其募集用于新能源

核心技术项目投资，整合新能源汽车产业链。此外闲置募集资金暂时补充流动资金，可见江淮汽车对于新能源领域的持续发力，随着本次资本投入，江淮汽车的研发创新步伐明显加快。但是结合江淮汽车股权融资在融资结构的比例关系，股权融资并不是江淮汽车公司融资的主要方式，这跟江淮汽车属于国有控股企业也存在密不可分的关系。相对于债务融资的本息支付的硬约束，股权融资方式在支付清偿等方面的约束相对较“软”。因此江淮汽车可以适当调整股权融资比例，释放企业流动性。

3.2.4.3 政府补助

政府补助是当地政府根据国家政策、重点企业等向企业给予扶持，尽可能帮助企业优化资源配置。不论是汽车制造业整个上下游的供应链和销售链，甚至到居民消费的整个过程，都离不开政策对其的影响。新能源汽车目前在我国仍属于成长期，对于财政补贴依赖程度较高。从2009年-2013年补助启动期，到2014年-2016年补助细分，补贴范围扩大的发展期，再到2017年政府补助补贴金额下降到悬崖式。2019年新能源汽车市场开始进入后补贴时代，补贴政策逐步退坡，促使新能源企业自身寻求突破，抢占市场先机。

表 3.5 江淮汽车 2016 年-2020 年接受补助情况

单位：元

年份	补助金额
2016 年	1,720,187,251.02
2017 年	1,573,964,016.18
2018 年	1,654,436,193.80
2019 年	1,715,514,951.19
2020 年	1,509,206,991.00

数据来源：江淮汽车年报数据整理得到

由前表 3.5 可知江淮汽车近五年所受到的各种财政补助及发展奖金有受到补贴退坡的影响。从 2016 年的 1,720,187,251.02 元到 2020 年的 1,509,206,991

元,加上政府补助占江淮汽车运营资金比重可知江淮汽车对政府的财政补贴有所依赖。由江淮汽车年报也显示补助和非流动资产处置损益是江淮汽车非经常损益收入的核心增长源。江淮汽车作为省属重点大型上市国企,政府对于其自然也有资源倾斜。而政府背书也使得江淮汽车的融资变得便利,更易获得信贷机构的资金,从而使得江淮汽车对财政补贴和债务融资产生依赖,造成内源融资动力不足。

在内源融资无法提供足够的动力,债务压力过大的情况下,政府补助可作为缓解现金流紧张的一个途径使得江淮汽车得以运转。但是现如今新能源汽车产业升级迫在眉睫,已到由当初的“政策拉动”逐步向“市场引领发展”过渡的关键时期,依靠财政输血的企业急需调整资本结构,寻求创新发展。

3.3 江淮汽车资本结构存在的问题

3.3.1 资产负债率偏高,偿债能力较弱

由前图 3.4 和 3.5 可以看出江淮汽车与同行业优秀企业的资产负债率和产权比率的对比情况,江淮汽车远高于同行业平均值。江淮汽车近年为抢占市场,不断地增加新能源项目的资本投入。但是其需要有大量的资本持续稳定倾注,在自身的货币资金及利润留存不够支撑运转时,只得转向外部渠道获取。举债经营在某种程度上可以帮助江淮汽车扩大生产规模,开拓市场,但是债务规模增长的速度远高于利润增长的速度,这说明江淮汽车的经营并非是完全良性循环的,债权人、股东、经营者也应该充分考虑其财务杠杆风险,审时度势。江淮汽车作为行业内老牌制造车企,企业体量并不如上汽集团、一汽集团庞大,资产周转速度也有待提升,因此更应合理控制资产负债率水平,以便接近于行业均值略高的范围内,满足产业升级需要。

3.3.2 债务结构失衡,股权高度集中

根据前 3.2.2 小节债务结构分析可知,江淮汽车公司的流动负债率 2015 年-2020 年分别为 87.63%、89.61%、85.29%、80.61%、84.4%、77.26%,其流动与非流动负债比例失衡。短期借款比重也较高,这要求企业要不断的在较短的营业周期内还本付息,需要有稳定充沛的现金流。而从图 3.3 所示近五年江淮汽车的

净营业现金流量为负值，无法为到期债务进行偿债，很容易陷入财务风险，不但会影响企业的流动性，也会影响资本市场对其评价，进而影响企业价值。此外江淮汽车的流动负债中应付账款与应付票据占比超过 50%，如果到期无法偿付，追加违约金以及影响公司商业信用等问题也会接踵而至。并且从当前相关资讯和数据也表示江淮汽车有积极采取措施来平衡长短期负债的比例以改善资本结构。此外江淮汽车股权高度集中，对于治理层、债权人、经营层三方之间的权利义务很难形成权衡，资本结构决策的效果会大打折扣。

总体来说，江淮汽车公司的负债结构存在隐患，长短期负债比例失衡，企业对短期债权有很高的依赖，江淮汽车在短期内还本付息压力较大，对于资金周转速度要求较高。江淮汽车公司更应该去适度增加长期负债的比例来降低短期偿还借款的压力，除此之外还应当吸引其他投资机构来为企业注入经营活力，使得企业得以健康运转。

3.3.3 融资渠道偏好明显，融资方式单一

据前 3.2.4 融资结构分析可知，其中内源融资占总资金结构比例在 11.67%-14.68%之间，债务融资占总资金结构比例在 65%-70%之间，股权融资占总资金结构比例在 14.69%-16.76%之间，而政府补助作为补充性资金占总资金结构比例在 3.5%左右。可见江淮汽车对于不同的融资渠道有明显的偏好。根据江淮汽车年报显示 2017 年至 2020 年扣非净利润为负值，为企业提供内在动力不足，使得企业内源融资能力弱。因而转向外源融资，江淮汽车主要依靠长短期借贷和商业信用借款来维持现金流，债券融资以及股权融资渠道利用率不够，这与我国资本市场发展有密不可分的关系。

我国资本市场起步较晚，其交易市场的完备程度不够高，投资者由于信息的不对称无法获取相关信息进行准确的价值判断，对于企业融资传递的信号也无法做到精准识别，使得企业通过资本市场进行融资的困难程度加大。因此江淮汽车也很少使用债券融资和股权融资作为融资手段来补充企业现金流，主要依靠债务融资。这充分说明融资渠道利用率比较低，融资方式单一，难以提升江淮汽车资源配置效率，因此江淮汽车公司管理层应当积极拓宽融资渠道，提高渠道利用率。

4 江淮汽车资本结构优化设计

由第三章分析可知江淮汽车资本结构水平存在一定的问题，而资产负债率其作为衡量资本结构稳健性的重要标准，与投资者、经营者、债权人三方的相关利益挂钩。因此下文通过资本结构优化设计来确定江淮汽车的最优资本结构时，均采用最优资产负债率来代表江淮汽车最优资本结构，进而建立较为合理的资产负债率区间，保障企业的健康发展。

4.1 江淮汽车资本结构优化原则及目标

4.1.1 优化原则

根据第二章学者们关于企业最优资本结构的相关理论，本文在针对江淮汽车的资本结构优化调整应当遵循以下三个原则：第一个是资本成本最低原则，资本成本包含筹措资金所发生的风险报酬与时间价值，以及相关的费用支出。在实现江淮汽车最优资本结构，其优化调整在不降低企业价值的前提下所产生的资本成本应当最低。第二个是筹资时机适宜原则，江淮汽车在进行筹资活动来改善资本结构，补充企业流动资金时应当把控时机，确保企业在适当的筹资时机获得合理的外界资本注入，便于发挥资金的最大效益。第三个是最优筹资组织原则，资本结构与企业的整个经营状况和利益相关者密不可分，因此它并非一个静态的节点，而是需要从江淮汽车整体着手，多方面综合评估考量优化资本结构所带来的风险与收益，以此来确定动态的资本结构区间，对于风险的识别控制和预警计划都应当纳入优化方案当中。

4.1.2 优化目标

企业的资本结构受到宏观经济发展水平、行业政策变化、自身战略布局等影响，其最优资本结构也处在不断变化当中。在第二章的相关理论中，学者们认可的企业资本结构的目标有三种。利润最大化虽然从企业整体效益出发，但并未考虑货币时间价值和风险。股东财富最大化虽能体现长期效益，但是对于其他利益相关者的风险与利益没有考虑，并且股价影响因素没办法具体量化，故在实务中

实行存在一定难度。企业价值最大化着眼于企业的长远良性发展，对于企业相关利益者均可以保障，同时考虑到融资活动的风险与报酬，进行合理的资源协调配置。因此本文结合学者的研究结论，将以企业价值最大化作为江淮汽车公司资本结构优化目标。

4.1.3 资本结构优化思路

根据前文 2.3.2 小节内容，本文对于江淮汽车资本结构优化路径分为两步，首先借助静态方程进行江淮汽车最优资本结构静态测算，得到其最优资本结构下的资产负债水平。在此基础之上，借鉴学者们对于资本结构相关影响因素的研究，借助熵权系数法来确定各影响因素对于企业价值的影响权重。接着对于江淮汽车进行综合分析确定资本结构最优区间，确保企业的资产负债水平在合理范围内。同时提出相关建议和保障措施来使得江淮汽车资本结构方案可实施，可落实。

4.2 江淮汽车最优资本结构静态测算

根据前文 2.3.1 小节罗列的静态分析方法，本小节选取罗林教授和孟建波行长建立的最优资本结构定量模型对江淮汽车公司的资本结构进行分析计算。该定量模型计算出的资产负债水平为企业价值最大化时的资产负债水平，符合江淮汽车企业价值最大化的优化目标。该定量模型推导出的最优资本结构计算公式为：

$$\ln(Vr - I) = \frac{F + I}{Vr - I} + \frac{Vr + F}{V} * \frac{100B}{1 - B}$$

在对江淮汽车最优资本结构负债水平进行测算时，针对江淮汽车的实际财务情况对于上式进行调整为：

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

E：息税前利润总额；用固定资产折旧（Z）和长期负债利息（i L）的综合来替代模型中的固定成本（F）；V：企业总资产；I：企业利息支出；b：企业最优资产负债率。

本文选取的江淮汽车公司 2016 年-2020 年的相关财务数据如表 4.1 所示：

表 4.1 2016-2020 年江淮汽车公司相关财务数据

单位：万元

报告期	息税前利润 E	总资产 V	固定资产折旧 Z	长期债务利息 iL	利息支出 I
2016 年	156,727.49	4,921,459.78	151,172.97	280.83	22,541.49
2017 年	49,290.87	4,451,029.27	144,149.28	413.12	28,598.10
2018 年	-105,509.55	4,749,150.49	159,907.34	1,146.58	42,125.36
2019 年	51,898.58	4,385,451.60	146,324.53	1,030.78	42,961.52
2020 年	52,600.54	4,211,749.07	149,594.89	1,043.91	39,109.66

数据来源：江淮汽车年报整理计算

将上述数据代入调整后的定量模型中，测算出 2016 年-2020 年江淮汽车公司的最优资本结构如下表 4.2：

表 4.2 2016-2020 年江淮汽车公司最优资本结构的资产负债率

资产负债率	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
最优资产负债率 b	61.75%	59.34%	-	56.56%	55.80%
实际资产负债率 B	68.57%	65.74%	71.1%	68.75%	66.96%
行业平均资产负债率	60%	59.5%	59%	58.6%	58.3%
$(b-B)/B$	-9.95%	-9.74%	-	-17.73%	-16.67%

数据来源：前表 4.1 数据计算整理得到

表 4.2 表明在 2016 年、2017 年、2019 年之间江淮汽车的静态最优资本结构水平依次为 61.75%，59.34%，56.56%。2020 年最优资本结构水平达到 55.80%。与 2019 年、2020 年的实际资本结构之间的差别比例分别达到了 17.73%、16.67%。而该模型测算的最优资产负债率与国资委公布的汽车行业平均资产负债率水平接近，说明最优资本负债率存在参考价值，符合行业基本情况。证明江淮汽车资本结构确实存在可优化的空间，为后续确定目标资本结构区间的确定提供了重要

参考。

但是需要强调的是：一、该模型建立在所处的资本市场是完全市场的假设之上，融资活动除去正常的经营成本外无任何限制条件，而现实经济环境无法确保该假设完全成立。二、该模型属于数学推导公式，对于江淮汽车 2018 年息税前利润为负数的情况，该模型便无法计算，这也是该模型的缺陷之一。三、该模型在计算江淮汽车最优资产负债水平时只关注企业的财务数据，并未考虑外部因素和企业层面的因素对其影响，导致与实际的资本结构相差较大。

4.3 江淮汽车最优资本结构动态分析

根据上节的分析可知江淮汽车应该将受到的外部和内部双重影响因素纳入企业资本结构动态优化的考量。因此根据第二章学者们对于资本结构影响因素的研究总结和新能源汽车所处的行业发展环境，本小节将江淮汽车所面临的外部因素确定为宏观经济发展水平、利率水平、国家政策影响、行业发展环境，而其所受的内部影响因素确定为公司规模、盈利能力、成长性、可抵押有形资产、营运能力、股权集中度这六个层面。通过可量化指标对其进行分析，在分析上述影响因素与江淮汽车资本结构的相关性后，通过熵权法确定相关因素对于企业的资本结构优化影响权重，确定关键影响因素，结合江淮汽车最优资本结构静态值，调整更为合理的资本结构动态区间。

本小节所选用的定性分析模型为熵权法，在一定程度上避免主观因素的干扰。因此在选取相关指标时应当遵循三个原则：一、目标性原则，所选取的评价指标与江淮汽车资本结构目标一致，反映真实准确的评估效果。二、系统性原则，选取的指标应考虑其从属关系，以及相互影响的程度。三、全面性原则，对于江淮汽车来说，选取指标应当趋于全面，对江淮汽车的资本结构优化提供可靠的基础。

4.3.1 江淮汽车资本结构外部影响因素分析

4.3.1.1 宏观经济发展水平

GDP 及其增长率是衡量我国宏观经济发展水平的关键指标，其增速的快慢对企业的发展来说起到长久性的作用。在经济低迷的时期，企业为保全企业资产，

会采用更为保守的融资政策来稳定企业运营。而在经济发展较快时，市场需求得到大幅提升，可焕发企业的经营活力，企业经营状况有所好转，更多的采用财务杠杆来扩大生产规模，倾向于采用债务融资获得抵税收益。可见 GDP 增长率与企业的资产负债水平属于正向变动关系。

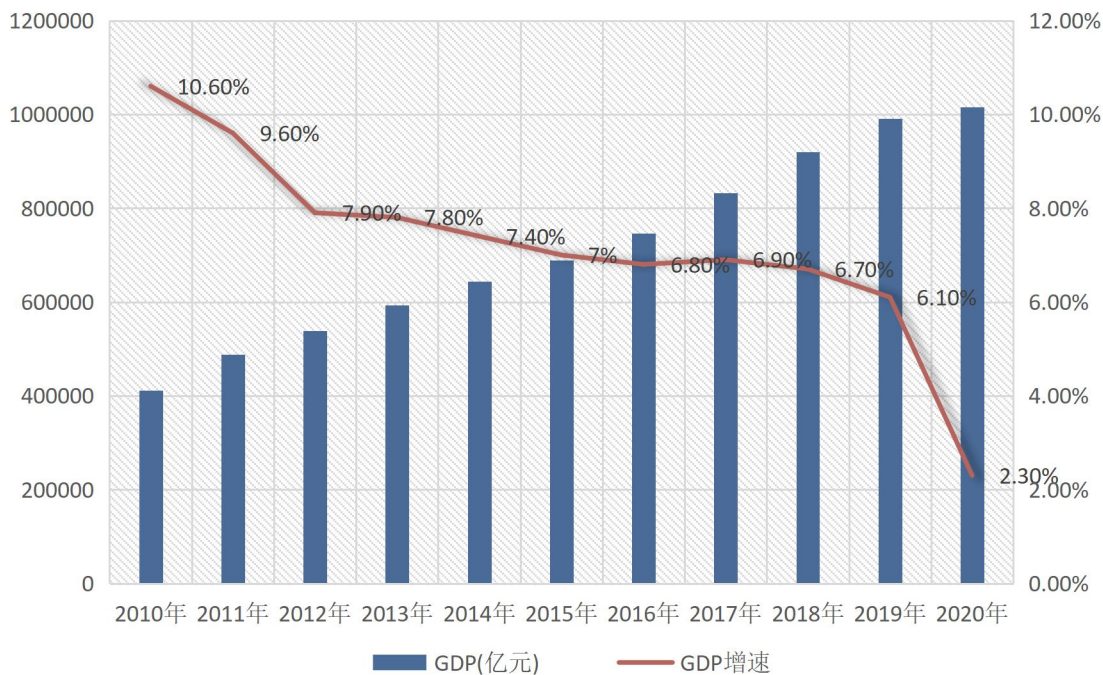


图 4.1 2010 年-2020 年 GDP 增长趋势

由图 4.1 可知我国 2010 年-2020 年 GDP 总额呈上升趋势，但是其 GDP 增速逐年下降，2020 年经济增速进一步回落，增速较 2019 年降低 3.8 个百分点，经济呈低迷态势。而宏观经济的下行会连带作用到物价的波动，见图 4.2 所示：

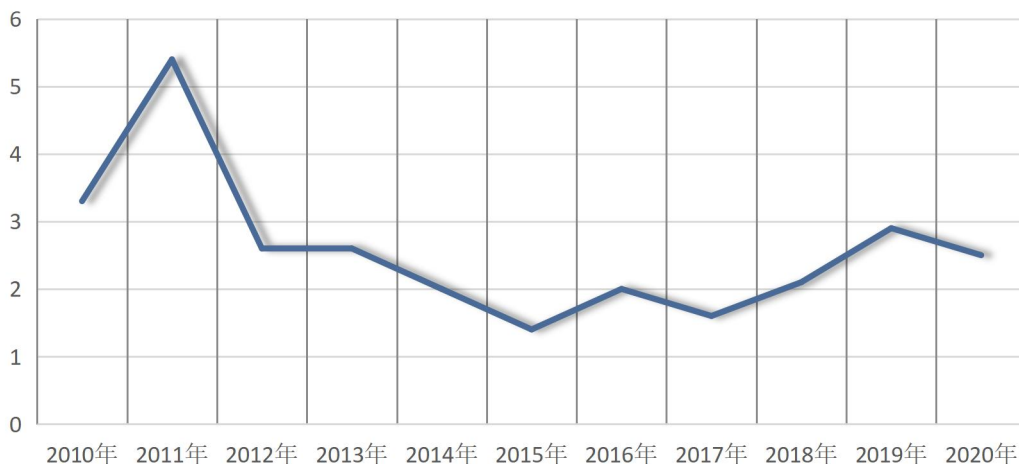


图 4.2 2010 年-2020 年 CPI 同比增长率

可以看出自 2011-2016 年 CPI 增长率呈大幅下降趋势,2017-2019 年 CPI 增长率表现出温和增长趋向,由于突发性疫情,2020 年 CPI 同比增长率下降 0.4 个百分点。通货膨胀率下降会导致商业收入的挥发性和操作风险加剧,提高了债务交易的不安全性,企业会减少债务融资。因此通货膨胀率与企业资本结构负债水平呈现正向变动关系。

汽车行业作为国民经济支柱行业之一,宏观经济呈低迷态势会对于其行业发展形成不利的局面。汽车行业上下游和供需关系均受到波及。消费者需求下降,产品销量出现不同程度的下滑,而整车制造商的项目周期跨度长,车企前期投入的资本难以在短时间内回笼,销售情况不理想,加剧企业的经营风险。因此江淮汽车的资本结构调整应充分考虑到未来 GDP、CPI 的变动趋势及其对汽车制造业的影响。

4.3.1.2 利率水平

利率水平作为调控经济的重要杠杆会直接影响企业进行债务融资的资本成本,进而对企业的资本结构产生重大影响。而江淮汽车近五年短期贷款比例过高,因此选取一年期贷款利率分析。2015 年央行将一年期贷款基准利率从 4.6%调至 4.35%,在当时很大程度上刺激资本投资。而后近五年并未对其进行调整,因此其对案例中的江淮汽车当前债务规模使用的影响程度相比其他宏观因素更微弱。

4.3.1.3 国家政策推动

新能源汽车自从被提升到战略性新兴产业地位以来,在国家和地方政府的大力扶持下已初具规模。由于新能源汽车目前对整车制造厂仅处于边际贡献的阶段,国家出台系列政策支持新能源汽车产业发展,从最初的购车补贴政策、购置税减免政策、双积分政策、公共领域推广政策、促进汽车消费、降低使用成本等政策陆续登台、谢幕。

从长期看各类政策不断的组合优化对汽车行业的升级转型起到极大的推动作用,有利于车企长远健康可持续发展。从短期来看对于行业内的公司带来一定的转型升级压力,促使新能源车企加大研发投入,不断创新新能源汽车相关技术,提高核心竞争力。

表 4.3 新能源汽车推广应用补助资金清算表

日期	企业申报推广数量（辆）	应清算补助资金（万元）	平均每辆新能源汽车补助资金（万元/辆）
2016 年	7,344	86,396.91	11.76
2017 年	104,891	589,032.67	5.62
2018 年	125,731	607,581.26	4.83
2019 年	301,756	957,897.99	3.17
2020 年	620,611	1,053,712.25	1.69

数据来源：工信部网站

4.3.1.4 行业发展环境

从全球视域范围内，新能源汽车成长突飞猛进。从我国来看，不论是为实现国家的双碳目标还是为汽车商业模式的创新，新能源汽车在我国仍有巨大的潜在市场等待开发。



图 4.3 2010 年-2020 年全国汽车保有量增长趋势

但是不可忽视的是中国新能源汽车产业的发展形势较为严峻，整体车企的创新能力不足，产品没有足够的利润支撑点，创造收益仅处于边际贡献的阶段，无法提供持续稳定的现金流，进而难以保证研发力度，形成恶性循环。而已经拥有成熟的生产工艺及产业链的国外新能源企业纷纷进入中国市场，实行批量生产和销售，进一步挤压中国本土车企的生存空间。但是从另一角度来看，汽车行业激烈的竞争格局会激励企业发展，实现资源的优化配置。

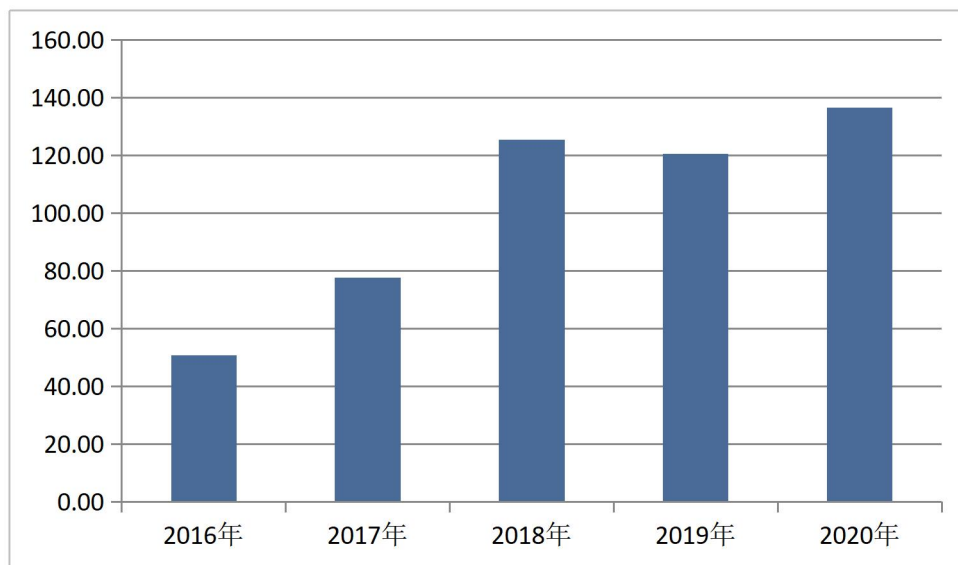


图 4.4 2016 年-2020 年我国新能源汽车销量情况 (单位: 万辆)

在政策引导的背景下,新能源汽车行业迎来广阔的成长空间。但在产业升级巨变的冲击和全球产业链所处困境之下,汽车公司经营状况趋于不稳定,生产销售效率可能会受此影响而降低,加大供应链上下游的逾期风险。因此江淮汽车预计会扩大债务融资的规模,借此扩大自身产业布局,加速汽车制造链条的更新换代。

4.3.2 江淮汽车资本结构内部影响因素分析

4.3.2.1 公司规模

企业规模是企业综合运营效率的直观体现。体量较大的公司在产业上下链中具有较高的议价权,更易获得政策扶持,商业信用更高,抵御风险的能力也较强,对于财务杠杆的使用并不保守反而借此更加快速的实现扩张发展。因此公司规模越大,对于负债的使用更频繁。

根据江淮汽车年报数可知,江淮汽车 2020 年总资产相比 2016 年降低 14.42%,主营业务收入分别为 525.29 亿元、492.02 亿元、501.60 亿元、473.62 亿元、429.05 亿元,2020 年主营业务收入相比 2016 年降低了 18.32%,如下表 4.4 所示。可见江淮汽车经营状况堪忧,没有持续收入增长优势。横向对比江淮汽车公司规模及营收并不占优,但是其负债比例却远高于行业其他优秀企业。因此,江

淮汽车公司目前规模水平可能会抑制公司在资本结构中增加负债的使用。

表 4.4 江淮汽车公司规模

单位：亿元

报告期	总资产	同比增速	主营业务收入	同比增速
2016年	492.14	26.50%	525.29	13.16%
2017年	332.93	-0.32%	492.02	-6.33%
2018年	369.16	10.88%	501.60	1.92%
2019年	438.54	18.79%	473.62	-5.58%
2020年	421.17	3.96%	429.05	-9.42%

数据来源：江淮汽车年报数据整理得到

4.3.2.2 盈利能力

盈利能力对资本结构的影响程度核心在于公司内部积聚能力的大小必然影响到企业对外部资金的依赖程度。2016年-2018年江淮汽车公司盈利能力整体呈现直线下降，2018年降至五年最低点，而后缓慢上升的趋势，与汽车制造行业均值之间差距显著，如下表 4.5 所示。这充分说明江淮汽车自有资本获取收益的能力较低，资产运营的效率远低于行业平均水平，对于企业的投资人、债权人的保障程度不够，在资金使用效率未取得较好的表现。因此判断江淮汽车当前的盈利能力会刺激负债的使用。

表4.5 江淮汽车盈利能力指标

报告期	净资产收益率		总资产净利率	
	江淮汽车	行业均值	江淮汽车	行业均值
2016年	10.46%	9.90%	2.76%	5.21%
2017年	3.12%	8.00%	0.51%	6.47%
2018年	-5.88%	9.10%	-3.09%	4.19%
2019年	0.82%	7.10%	0.38%	2.52%
2020年	1.10%	7.60%	0.58%	3.42%

数据来源：东方财富Choice数据

4.3.2.3 成长性

公司的成长性与行业发展前景息息相关，高成长性的公司往往是借助行业风口或者政策加持，拥有核心竞争力等优势，行业前景较好。当企业的成长速度加快，便会进行生产规模的扩张。无论是纵向扩张和横向扩张，为保持发展势头企业需要大量的资金。股权融资会一定程度稀释原有股东股权，减弱其控制权，所以企业便会转向加大债务融资的力度。因此公司成长性与资本结构呈现正向变动的关系。

江淮汽车在 2017 年之前成长能力接近于行业均值，净利润增长率在 2016 年一度达到行业均值的两倍。而自 2017 年开始，汽车行业进行严冬，成长性受挫大幅下降，在 2020 年逐渐上升，江淮汽车作为行业内体量中等的车企，抵御风险能力较弱，受到行业严冬的影响更甚。这也是由于新能源汽车企业具有高投入高风险的特性，成长能力并不稳定持续向好，市场体系不够健全，很大程度上取决于政策导向和行业环境。如下表 4.6 所示：

表 4.6 江淮汽车 2016 年-2020 年成长性指标

报告期	营业收入增长率		净利润增长率	
	江淮汽车	行业均值	江淮汽车	行业均值
2015 年	19.19%	14.18%	36.60%	55.96%
2016 年	13.16%	18.96%	41.98%	20.35%
2017 年	-6.37%	12.09%	-80.46%	-24.05%
2018 年	1.92%	-2.35%	-698.57%	-4.69%
2019 年	-5.60%	-3.79%	112.09%	-68.76%
2020 年	-9.42%	5.41%	45.23%	64.00%

数据来源：东方财富 Choice 数据

4.3.2.4 可抵押有形资产

有形资产比率越高越能体现企业可以对债权人的债权债务给予较好的保障，债务资本的可获得性越高，提升企业的抗风险能力。因此选取汽车工业协会公布的包括一汽集团、比亚迪、上汽集团等十家企业在内的有形资产比例均值，与江淮汽车进行比较，通过资产有形性来进一步考察其外部融资获取的能力。

江淮汽车的有形资产占负债比率远低于同行业前十名均值，其信用能力会受到影响，而在一定程度上也会影响江淮汽车债务的期限结构。因此在调整资本结构时应当考察资产有形型的强弱。如下表 4.7 所示：

表 4.7 江淮汽车有形资产占负债比率

报告期	有形资产占负债比率	
	江淮汽车	车企前十名均值
2016 年	27.87%	57.19%
2017 年	31.00%	58.74%
2018 年	22.07%	59.41%
2019 年	25.56%	58.48%
2020 年	29.33%	53.79%

数据来源：东方财富 Choice 数据整理

4.3.2.5 营运能力

企业营运能力强，说明资本的保全程度较高，外部融资所能给予的信用政策松紧度越宽松，对于资金流动性风险可以有较好的把控。可江淮汽车的营运能力与行业优秀值存在一定差距，表明企业资产的使用效率仍较低，进而会影响企业的获得能力和偿债能力，江淮汽车应该采取措施提高各项资产的利用程度，提升资产周转速度，提升抗风险能力。如下表 4.8 所示：

表 4.8 江淮汽车 2016 年-2020 年营运能力指标

报告期	总资产周转率（次）	
	江淮汽车	行业优秀值
2016 年	1.19	1.7
2017 年	1.05	2.1
2018 年	1.09	2.1
2019 年	1.04	2
2020 年	1	1.3

数据来源：东方财富 Choice 数据

4.3.2.6 股权集中度

从代理理论视角认为股权集中度高的公司会降低债务代理成本，导致监督成本减少，会增加债务杠杆的使用率。因此判断江淮汽车的高股权集中度与资本结构呈现同方向变动。

结合上述因素及指标相关分析，对江淮汽车公司资本结构的影响方向汇总结果见下表 4.9 所示：

表 4.9 内外部影响因素对江淮汽车公司资本结构的影响方向

	影响因素	负债率相关性
外部因素	宏观经济环境	正相关
	利率水平	正相关
	国家政策影响	正相关
	行业发展情况	正相关
内部因素	公司规模	负相关
	盈利能力	负相关
	成长性	正相关
	营运能力	负相关
	可抵押有形资产	负相关
	股权集中度	正相关

4.4 构建江淮汽车最优资本结构动态区间

4.4.1 指标选取

根据资本结构优化目标将企业价值最大化作为江淮汽车资本结构优化的第一层级，宏观经济状况 W1、国家政策影响 W2、行业发展情况 W3、公司资产规模 W4、盈利能力 W5、成长性 W6、营运能力 W7、可抵押有形资产 W8、股权集中度 W9 构成第二层级，对应二级指标所选取的衡量指标作为三级指标，如下表 4.10 所示：

表 4.10 各因素指标选取

一级指标	二级指标	三级指标
企业价值最大化	宏观经济环境 (W1)	GDP 增长率 (W11)、CPI 增长率 (W12)
	国家政策影响 (W2)	新能源汽车补助均额 (万元/辆) (W21)
	行业发展情况 (W3)	国内汽车销售量 (W31)
	公司资产规模 (W4)	总资产 (W41)、主营业务收入 (W42)
	盈利能力 (W5)	净资产收益率 (W51)、总资产净利率 (W52)
	成长性 (W6)	营业收入增长率 (W61)、净利润增长率 (W62)
	营运能力 (W7)	总资产周转率 (W71)
	可抵押有形资产 (W8)	有形资产比率 (W81)、流动比率 (W82)
	股权集中度 (W9)	第一大股东持股比例 (W91)

根据表 4.10 中本文选取江淮汽车五年相关数据, 如下表 4.11 所示:

表 4.11 各因素值

三级指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP 增长率	6.8%	6.9%	6.7%	6.1%	2.3%
CPI 增长率	2.0%	1.6%	2.1%	2.9%	2.5%
新能源汽车补助均额 (万元/辆)	11.76	5.62	4.83	3.17	1.69
国内汽车销售量 (万辆)	2802.8	2887.89	2808.1	2576.9	2531.1
总资产 (亿元)	492.14	332.93	369.16	438.54	421.17
主营业务收入 (亿元)	525.29	492.02	501.60	473.62	429.05
净资产收益率	10.46%	3.12%	-5.88%	0.82%	1.10%
总资产净利率	2.76%	0.51%	-3.09%	0.38%	0.58%
营业收入增长率	13.16%	-6.37%	1.92%	-5.60%	-9.42%
净利润增长率	41.98%	-80.46%	-698.5%	112.09%	45.23%
总资产周转率 (次)	1.19	1.05	1.09	1.04	1
有形资产比率	26.67%	28.63%	32.19%	35.00%	30.53%
流动比率	1.03	0.94	0.91	0.86	0.95
第一大股东持股比例	23.55%	23.55%	25.23%	25.23%	17.15%

4.4.2 模型构建

1、将表 4.11 中的数值带入矩阵

假设具有a个指标，b个对象指标，形成如下矩阵：

$$X = \begin{bmatrix} X_{11} & \dots & X_{1b} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ X_{a1} & \dots & X_{ab} \end{bmatrix}$$

2、矩阵数值标准化处理：

当指标与资产负债率正相关时，其标准化公式为： $r_{ij} = \frac{x_{ij} - \min(x_{ij})}{\max(x_{ij}) - \min(x_{ij})}$ (4.1)

当指标与资产负债率负相关时，其标准化公式为： $r_{ij} = \frac{\max(x_{ij}) - x_{ij}}{\max(x_{ij}) - \min(x_{ij})}$ (4.2)

其中， r_{ij} 为x的标准化数据， $r_{ij} \in [0, 1]$

按标准化处理规则对数据处理后将原矩阵转化为一个新的矩阵，为保持数据的有效性，对标准化后的数据进行整体平移，即 $X_{ij} = X_{ij} + \alpha$ ， α 为最接近 X_{ij} 的最小值，本文取 $\alpha=0.0001$ 。处理结果如下：

$$X = \begin{bmatrix} 0.9784 & 1.0001 & 0.9566 & 0.8262 & 0.0001 \\ 0.3078 & 0.0001 & 0.3847 & 1.0001 & 0.6924 \\ 0.7616 & 1.0001 & 0.7765 & 0.1285 & 0.0001 \\ 1.0001 & 0.3904 & 0.3119 & 0.1471 & 0.0001 \\ 0.0001 & 1.0001 & 0.7725 & 0.3368 & 0.4459 \\ 0.0001 & 0.3458 & 0.2463 & 0.5370 & 1.0001 \\ 0.0001 & 0.4493 & 1.0001 & 0.5901 & 0.5729 \\ 0.0001 & 0.3847 & 1.0001 & 0.4069 & 0.3727 \\ 1.0001 & 0.1352 & 0.5023 & 0.1693 & 0.0001 \\ 0.9136 & 0.7626 & 0.0001 & 1.0001 & 0.9176 \\ 0.0001 & 0.7369 & 0.5264 & 0.7896 & 1.0001 \\ 1.0001 & 0.7648 & 0.3374 & 0.0001 & 0.5367 \\ 0.0001 & 0.5295 & 0.7060 & 1.0001 & 0.4707 \\ 0.7922 & 0.7922 & 1.0001 & 1.0001 & 0.0001 \end{bmatrix}$$

3、计算数据的第j项指标与第i年指标两项数据的比重值：

$$P_{ij} = \frac{X'_{ij}}{\sum_{i=1}^n X_{ij}} \tag{4.3}$$

4、计算第j项指标的熵值：

$$e_j = -\frac{1}{\ln n} \sum_{i=1}^n p_{ij} \ln p_{ij} \quad , \quad 0 \leq e_j \leq 1 \quad (4.4)$$

5、差异性系数计算：

$$g_j = 1 - e_j \quad (4.5)$$

6、确定评价指标的权重 W_j ：

$$W_j = \frac{g_j}{\sum_{i=1}^m g_i} \quad (4.6)$$

经过模型计算差异性系数结果以及各级指标权重如下表 4.12, 表 4.13 所示。

表4.12 指标计算表

指标	P _{ij}					熵值 e _j	差异性系数 g _i
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		
GDP 增长率	0.26011	0.26589	0.25433	0.21965	0.00003	0.85987	0.14013
CPI 增长率	0.12905	0.00004	0.16130	0.41931	0.29030	0.79682	0.20317
新能源汽车补助均额	0.54072	0.21106	0.16864	0.07952	0.00005	0.72250	0.27750
国内汽车销售量	0.28560	0.37503	0.29117	0.04817	0.00004	0.76515	0.23485
总资产	0.00004	0.39137	0.30232	0.13179	0.17448	0.80830	0.19170
主营业务收入	0.00005	0.16240	0.11565	0.25220	0.46970	0.77511	0.22489
净资产收益率	0.00004	0.17198	0.38281	0.22586	0.21930	0.83228	0.16771
总资产净利率	0.00005	0.17773	0.46202	0.18800	0.17220	0.79615	0.20385
主营业务收入增长率	0.55347	0.07481	0.27799	0.09368	0.00006	0.68322	0.31677
净利润增长率	0.25420	0.21218	0.00003	0.27827	0.25532	0.85863	0.14136
总资产周转率	0.00003	0.24137	0.17242	0.25861	0.32757	0.84616	0.15383
有形资产比率	0.37895	0.28979	0.12786	0.00004	0.20337	0.81639	0.18361
流动比率	0.00004	0.19565	0.26086	0.36953	0.17392	0.83395	0.16605
第一大股东持股比例	0.22099	0.22099	0.27899	0.27899	0.00003	0.85733	0.14266

表 4.13 江淮汽车影响因素各级指标权重

影响因素	二级指标	二级权重	三级指标	三级权重
外部环境	宏观经济环境 (W1)	12.50%	GDP 增长率 (W11)	5.10%
			CPI 增长率 (W12)	7.40%
	国家政策影响 (W2)	10.09%	新能源汽车补助均额 (W21)	10.09%
	行业发展情况 (W3)	8.54%	国内汽车销量 (W31)	8.54%
内部因素	公司资产规模 (W4)	15.16%	总资产 (W41)	6.98%
			主营业务收入 (W42)	8.18%
	盈利能力 (W5)	13.51%	净资产收益率 (W51)	6.10%
			总资产净利率 (W52)	7.41%
	成长性 (W6)	16.67%	主营业务收入增长率 (W61)	11.53%
			净利润增长率 (W62)	5.14%
	营运能力 (W7)	5.60%	总资产周转率 (W71)	5.60%
	可抵押有形资产 (W8)	12.72%	有形资产比率 (W81)	6.68%
			流动比率 (W82)	6.04%
股权集中度 (W9)	5.19%	第一大股东持股比例 (W91)	5.19%	

根据前表 4.13 各影响因素权重可得，外部环境因素对企业资本结构优化目标的影响权重为 31.13%，其中宏观经济环境影响权重为 12.50%，国家政策影响权重为 10.09%，行业发展前景影响权重为 8.54%。内部影响因素所占权重 68.87%，其中影响最大的是企业的成长性权重为 16.67%，其次是公司资产规模影响权重 15.16%，盈利能力影响权重为 13.51%。可抵押有形资产影响权重为 12.72%，营运能力和股权集中度指标权重分别 5.60%、5.19%。因此江淮汽车在对其资本结构优化时应重点放在内部影响因素上，注重内部经营管理，同时顺应外部环境的变化，作出合理的资本结构决策。

4.4.3 确定最优资本结构区间

据前文 4.2 小节对江淮汽车最优资本结构水平静态测算的结果可知,江淮汽车公司的资本结构保持在 55.80%为理想资本负债水平。但是企业的生存环境和内部环境处在不断变化之中,因此江淮汽车应该结合前文 4.3.1 小节,4.3.2 小节分析内容,对最优资本结构静态值进行调整,将其保持在一个合理的区间,使其适应江淮汽车所面临的现实环境,实现资本结构优化目标。

江淮汽车应当注重从企业盈利能力、成长性、可抵押资产价值等内部影响因素进行调整,结合外部宏观经济环境和行业发展前景的综合考量,本文对江淮汽车的最优资本结构水平进行动态区间界定,分析如下:

据表 4.2 可知近五年江淮汽车资产负债率在 65%左右波动,而汽车行业均值约保持在 58%附近。此外江淮汽车近年经营状况急转直下,盈利能力和成长性都受到影响,主打产品销量不前,没有形成稳定的现金流,容易出现财务风险,应当适度降低财务杠杆的使用力度,减少短期借款规模,因此静态最优资本结构点向汽车制造业均值靠近较为合理。

区间下限低于江淮汽车静态资本结构点,可以灵活的选择更为适宜的融资方式,满足江淮汽车对于资金的弹性需求。但是根据学者研究结果证明资本结构动态优化存在一定的调整成本,因此江淮汽车对于区间下限不会做大幅度的调整变动,考虑到内部影响效果的时效性、资本结构决策的时滞性以及资本结构的适应度,将其最优资本结构区间确定为(52.80%-58.3%)。

由此,江淮汽车在顺应宏观经济形势变化的基础上,借助政策扶持调整资本结构决策,合理利用杠杆,提升江淮汽车财务稳健性,增强抵御风险能力,为利益相关者提供稳定保障,实现企业的长期健康发展。

5 江淮汽车资本结构优化建议及保障措施

5.1 江淮汽车资本结构优化具体建议

5.1.1 增加内源资本积累，重视股利分配管理

根据前文分析可知，江淮汽车近五年营收状况欠佳，大排量乘用车销量下滑，新能源汽车还未创造强势有利的盈利空间，其盈利能力、成长性、营运能力均受到波及，内源融资无法提供稳定的现金流，内源融资能力严重下滑。由此使得江淮汽车相较行业内其他车企的债务融资规模及比例都较高，相应的资本结构存在一定的失衡。因此江淮汽车应当尽可能增加内部造血能力，提高盈利能力，增强成长性。

5.1.1.1 提高企业盈利能力

随着汽车电动化、智能化、网联化、共享化的产业升级趋势，江淮汽车作为国内历史悠久的汽车制造商，在新能源汽车制造方面具有先发优势。但是江淮汽车的新能源汽车面临市场时并未产生很好的效益，整体营收呈下滑态势。故江淮汽车目前的发展方向应当是寻找或者创造新的利润空间点，提升旗下新能源产品的竞争力。这对于企业的研发创新能力提出严格要求，因此江淮汽车需要对公司的研发支出进行合理规划，加大对核心技术的研发比重。除此之外，对汽车整个价值链的成本费用也应当进行有效的控制，保证资金的配置效率效益发挥到最大。

针对当前的战略板块，江淮企业不但需要保持原有的市场份额，还应当通过与大众汽车的深化合作，进一步扩大产业版图，打通充电产业链的上下游资源，大力推动电动汽车市场的发展，抢占产业制高点。除去在国内的经营扩张，江淮汽车还可顺应宏观政策的趋势，积极与国际市场接轨，通过目前“一带一路”的政策导向扩大出口市场，可通过调查相关国家消费者对于汽车的需求情况，了解当地人的需求消费水平，积极推进相关车型的生产拓销。不仅可以进一步释放江淮汽车的剩余产能，还可以更好的拓宽经营渠道，增加国际市场占有率，进一步提高公司收入，增强企业造血能力，增强内源资本积累能力。

5.1.1.2 选择适度的股利分配政策

汽车行业目前处于升级转型的关键时刻，合理的股利分配政策对企业资本结构稳定性具有重要作用。根据前文分析图 3.10 可知 2016 年-2020 年中除去 2018 年江淮汽车净利润为负没有进行分红，其余年度的现金分红率稳定保持在 30%左右。而纵观江淮汽车近五年经营状况，企业经营现金流并不稳定，其内部留存利润比例较低，所采用的固定股利支付率分配政策可能会使企业的资金运转吃紧。

因此江淮汽车可以根据自身的经营情况和利润累积能力来选择更为合理的股利政策。例如江淮汽车可以只将剩余的盈余发放股利来保持企业的理想资本结构。或者江淮汽车可以采用低正常股利加额外股利政策，根据实际经营状况向股东发放额外股利，但此部分股利并非以固定数值发放。不仅使得江淮汽车具有更大的灵活性，还可以吸引部分对稳定股利收入比较偏好的投资者，以帮助江淮汽车提升资金流动性，增加内源资本积累。

5.1.2 合理调整负债结构，缓解偿债风险

根据第三章对江淮汽车的分析可知，江淮汽车流动负债比例和短期借款比重相比行业内呈现较高的水平。因此江淮汽车应当积极调整流动负债与非流动负债的占比，调整短期借款与长期借款的使用频率，使得江淮汽车对于资本结构决策具备更大的灵活性，可以充分利用债务税盾的收益性灵活调整资本结构。

一、提高中长期债务的比重。流动负债相对于长期负债来说更易获得，企业的商业信用可为企业获得一定的债务资本。而江淮汽车目前销售并不稳定，且增长乏力，受行业影响销售波动幅度比较大。因此从当前的情况来看，江淮汽车应当适度提高中长期债务比重，减少短期偿债压力。

二、提升江淮汽车的偿债能力。根据江淮汽车财务数据可知，其公司的固定资产和存货占总资产比例较高，可充分利用公司的资产来进行融资，提高公司的资产流动性和变现能力，尽量的减少闲置库存，加速产品周转，使得公司的信贷管理步入良性循环。此外江淮汽车还可利用应收账款证券化，加速应收账款的变现，增加企业资产周转，提升江淮汽车的偿债能力，缓解偿债风险。

5.1.3 利用多元化融资渠道，改善融资体系

根据第三章分析可知，江淮汽车目前所利用的融资渠道较为单一，基本依靠信用借款和政府补助来补充企业所需运营资金，对于股权融资和债券融资利用较少。因此江淮汽车单一的融资模式不利于企业价值最大化资本结构目标的实现。基于此，江淮汽车应当拓宽融资渠道，提高融资效率，推动企业健康运转。

一、利用股权融资、债券融资等外部融资渠道，由前文对于江淮汽车股权融资结构和负债融资结构分析可知，江淮汽车截止 2020 年末近五年内只进行过一次股权融资，也并未发行债券获取资金。股权融资无需还本付息，风险相比起债务融资风险较小，不但可以增加江淮汽车的资本金，也可用于投资活动，提升抗风险能力。此外还可积极采用员工持股计划，转变企业约束机制，调整江淮汽车的收益权，实施资本积累。这样不但可以激发员工的积极性，还有利于经营结构的调整，焕发江淮汽车的活力。

债券融资和股权融资一样都属于直接融资，相比起信用借贷获得融资，债券融资筹集的资金通常更加稳定，融资的期限也更长。此外江淮汽车如果发行债券筹集到的资金用途更为自由，不受资金使用范围具体限制，没有很多的限制条款，江淮汽车可以根据自身实际运营情况来使用资金，提升企业的营运能力。此外债券融资的税盾作用可以降低融资成本，例如江淮汽车可以利用发行可转换债券，或者绿色金融债券，增强资金灵活性。因此江淮汽车可以平衡外源融资中不同融资的比重，以此扩大融资渠道，丰富融资方式。

二、借助政府扶持政策，引入战略投资者。由第四章江淮汽车资本结构影响因素的分析可知，宏观因素占其比重达 31.13%。江淮汽车所处的汽车行业所受宏观经济和产业政策影响较大，新能源汽车行业产业政策中的财政补助、税收优惠、“双积分”政策等直接与企业的生产能力、盈利能力相挂钩。目前江淮汽车与大众汽车、蔚来和华为的战略合作，迎来发展的转机，被资本市场寄予厚望，因此江淮汽车可以借此风口，引入战略投资者，不但可以优化股权结构，还可以引进专业人才，弥补现金流缺口，提高研发创新能力，增强江淮汽车的综合竞争力，保持其在新能源的发展优势，摆脱沦为代工厂的困境。

5.1.4 建立风险监测和预警系统

江淮汽车近几年所出现的资本结构的不合理之处，与企业自身对于风险管控意识不强，对于自身资本结构存在的风险认知不够密不可分。也与自身国企属性相关，政策扶持在一定程度上帮助其提高成长性，但是江淮汽车仍应从企业内部提高抗风险意识。因此江淮汽车应该建立完整的风险识别预警系统，设计专门的资本结构监测模块，对于风险及时作出预警，帮助企业更好的规避风险。风险预警系统可以通过相关量化指标即时分析企业资本结构相关情况，与同行业优秀值进行比对分析，将企业潜在的财务风险反映给管理者，采取相关措施来防范经营风险，不断优化财务杠杆，在可行范围内降低资本成本，使其资本结构处在合理的动态水平内。

同时，风险预警系统的建立离不开管理者及相关员工的资本结构优化意识培养。如果江淮汽车管理者及相关员工对于风险意识淡薄，对于其财务指标的把控较为宽松，风险监测系统将流于形式，不利于江淮汽车的发展。除此之外，还要加强对普通员工资本结构优化意识的培养。因为资本结构涉及整个企业的所有经营活动，培养员工的资本结构意识可以有效的提升部门之间的配合效率，提高风险可控性。

5.2 实施江淮汽车资本结构优化的保障措施

在江淮汽车资本结构优化建议实行中会遇到各种阻碍，包括组织内部的沟通协调、资本市场发育不完善等问题。为了更好的落实优化建议，本小节结合表 4.13 中可知内部因素对江淮汽车资本结构影响程度约为 68.87%，宏观环境对其影响程度为 31.13%，借此来对江淮汽车实施资本结构优化提供如下内外部保障措施：

5.2.1 内部保障

5.2.1.1 完善内部控制制度，营造良好内部环境

江淮汽车应该建立完善的内部控制制度，遵循全面性、重要性和制衡性等基

本原则，完善江淮汽车内部治理结构，做好整个生产链条各项风险评估，提升营运资金的安全性，严格规划成本费用支出，做好资金分析与预测，为江淮汽车资本结构的优化营造良好的内部环境，进一步提升企业资本结构决策的科学性。

5.2.1.2 配备专业化人才，提升员工资本结构优化意识

江淮汽车还应当设立专业化的资本结构小组，确保对于资本结构可以做到动态监测，便于对企业执行科学有效的资本决策。此外江淮汽车仍应培养员工资本结构动态优化观，提升资本结构优化意识，充分发挥各部门对企业整体资本结构的贡献效用，形成有效的监督机制，使得企业能够有保持资本结构灵活性的实行条件，从而推动企业长远健康可持续发展。

5.2.2 外部保障

5.2.2.1 完善资本市场，提升资本市场有效性

我国资本市场成熟度不如发达国家，资本市场制度仍需健全，因此应当加强监管与政策手段改善资本市场的现状，修缮相关法律法规，进一步完善信息披露制度，优化企业融资环境。此外债券市场其发展程度相比股票市场较为缓慢，这离不开债券发行流通门槛高，审批手续严苛的特点。相关部门可以在风险可控的情况下放宽限制，建立健全债券信用评级制度，完善偿债保障机制，进一步提升资产市场有效性，激发资本市场活力。

5.2.2.2 加强新能源行业顶层设计，保障产业升级

进一步加强推进新能源汽车顶层设计，给中国汽车行业提供一个稳定的政策预期，优化双积分管理政策框架。中国汽车工业协会也应当推进上下游供需和技术对接，推动不同领域融合发展，放宽准入标准加强流程监管，保障企业转型升级。因此江淮汽车作为具有新能源先发优势的车企，应保持并加大研发力度，提高企业核心竞争力，在优胜略汰的竞争格局中力争上游。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

企业资本结构一直是财务管理中亘古长新的话题，其涵盖了整个企业资本运营的体现。随着我国资本市场的逐渐完善，对于上市企业的资金杠杆水平提出新要求。而不合理的资金杠杆如长短期债务比重失衡或者债权资本比例过高会导致企业的资本结构失衡，从而加剧财务风险。汽车行业目前正处于转型升级的浪潮中，如何保持资本结构的协调性，为企业核心技术的研发注入持续稳定的现金流，提高产业核心竞争力，也成为新能源车企共同面临的难题。

本文立足于当下汽车行业变革的巨大冲击背景，以深耕汽车制造业多年的老牌自主汽车厂商-江淮汽车为案例企业，多维度对江淮汽车的资本结构进行全面详尽的分析论述，对江淮汽车资本结构目前存在的问题进一步概括说明。以此为基础展开对于江淮汽车资本结构动态优化的模型搭建，确定企业最优资本结构区间以及优化方案，推进完成企业价值最大化的优化目标。本文具体的研究结论如下：

第一、江淮汽车资本结构主要存在三大问题。通过横向对比行业标杆企业，纵向分析资本结构波动趋势，发现江淮汽车的实际资产负债水平远高于行业均值，内部积累不足，新能源汽车业务也并未带来新的利润空间。债务结构比例失衡，对短期债权和政府补助有较高的依赖程度，股权高度集中。融资渠道具有明显的偏好性，且融资方式大都借助信用进行规模贷款。因此江淮汽车资本结构目前存在的问题为资产负债水平较高、内部造血能力不足，负债结构不合理、偿债风险高，融资渠道利用单一三大问题。

第二、根据静态测算方程测算出 2016 年、2017 年、2019 年、2020 年江淮汽车最优资本结构下的资产负债水平依次为 61.75%，59.34%，56.56%，55.80%，2018 年江淮汽车息税前利润为负值因此无法测算，进一步补充该方程的使用限制条件。

第三、从外部环境和内部因素两个层面选取相关指标，借助熵权法确定江淮汽车资本结构关键影响因素权重，其中外部环境因素对企业资本结构优化目标的影响权重为 31.13%，其中宏观经济环境影响权重为 12.50%，国家政策影响权重

为 10.09%，行业发展前景影响权重为 8.54%。内部影响因素所占权重 68.87%，其中企业的成长性权重为 16.67%，公司资产规模影响权重 15.16%，盈利能力影响权重为 13.51%。

第四、根据资本结构的适应度和资本结构决策的调整成本权衡，考虑关键影响因素，最终调整后确定江淮汽车的最优资本结构动态区间为（52.80%-58.3%）。

第五、针对江淮汽车目前存在的三大问题，结合最优资本结构动态区间和关键影响因素，提出江淮汽车资本结构优化具体建议：增强内源资本积累，重视股利分配管理；合理调整负债结构，缓解偿债风险；利用多元化融资渠道，改善融资体系；建立风险监测和预警系统。此外从内外部完善资本结构优化保障措施：完善内部控制制度，营造良好内部治理环境；提升员工资本结构优化意识；完善资本市场，提升资本市场有效性；加强新能源汽车行业顶层设计，保障企业升级。

6.2 研究展望

本文虽深入研究案例公司的资本结构，但仍存在以下不足，主要包括：1、对于江淮汽车的所有研究数据均来自江淮汽车公司年报和东方财富数据库，以及相关期刊文献，对于企业内部的运营管理未进行过深层次的了解，分析较为浅显。2、资本结构理论包含内容较多，受本人能力限制可能存在疏漏，对于资本结构动态优化的理念框架仍需进一步构建。3、本文基于江淮汽车实际案例提出的优化建议较为宏观，构建的动态区间较为理想化。若要使得建议切实落地，还需结合实际不断地修缮资本结构优化方案。

随着新能源汽车升级步伐加快，汽车行业面临着巨大的机遇与挑战。与大众汽车、蔚来汽车、华为的深化合作也帮助江淮汽车迎来了历史性的重大转机。面对未来严峻的竞争形势，江淮汽车应当把握自己的竞争优势，找准市场定位，增强新能源汽车产品的核心竞争力，壮大资本实力，争取在新能源汽车领域拥有一定的市场份额。

参考文献

- [1]Allen M T. Capital structure determinants in real estate limited partnerships[J]. *Financial Review*, 2014, 30(3): 399-426.
- [2]Bond S, Scott P. The capital structure decision for listed real estate companies[J]. Available at *Asset*, 2006, 68(1) : 103-114.
- [3]Cook D O, Tang T. Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 16(1): 73-87.
- [4]FOSS N J. Resources, firms, and strategies: a reader in the resource-based perspective[M]. New York: Oxford University Press. 1997.
- [5]Harlan A. The dynamics of capital structure: Evidence from Swedish micro and small firms[J]. *Research in Banking and Finance*, 2013, 2(1): 199-24.
- [6]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.
- [7]Kennedy R A, Levy A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 68(1): 75-109.
- [8]Martin G, Christ F. What determines the capital structure of real estate companies?:An analysis of the Europe Index[J]. *Journal of Property Investment Finance*, 2015, 27(4): 318-372.
- [9]Michal.C.Jense,William.H.Meckling, Theory of the Firm:Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure[J].*Journal of Financial Economics*,1976,(3) 4:305-360.
- [10]Modigliani F,and Miller, M.H the Cost of Capitai,Corporation Finance and t he Theory of Investment[J].*The American Economic Review*,1958,(48):261-297.
- [11]Morri G, Cristanziani F. What determines the capital structure of real estate companies?: An analysis of the EPRA/NAREIT Europe Index[J]. *Journal of Property Investment&Finance*, 2009, 27(4): 318-372.

- [12]Myers,S.C,Majliff,N.S.Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have[J].Journal of Financial Economics,1984,13(2),187-221.
- [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]Ross, S.A. The Determination of financial Structure: The Incentive-Signaling Approach[J].Bell Journal of Economics,1984,13(2),187-221.
- [15]TEECE D J, PISANO G, SHUEN A. Dynamic Capabilities and Strategic Management: Organizing for Innovation and Growth[J]. Strategic Management, 1997, 18(7):509-533.
- [16]Tongkong S. Key factors influencing capital structure decision and its speed of adjustment of Thai listed real estate companies[J]. Procedia-Social and Behavioral Sciences, 2012, 40: 716-720.
- [17]Westgaard S, Eidet A, Frydenberg S, et al. Investigating the capital structure of UK real estate Companies [J]. Journal of Property Research, 2008, 25(1): 61-87.
- [18]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 (7) :97-102.
- [19]蔡方. 论资本结构优化目标与资本结构优化[J]. 企业经济, 2010 (9) :19-20.
- [20]程利敏, 唐建新, 徐飞, 陈东. 资本市场开放与上市公司资本结构调整——基于陆港通的试验检验[J]. 国际金融研究 , 2019 (10) :77-85.
- [21]丁翌. 上市公司最优资本结构问题研究——以汽车制造业为例[J]. 合肥学院学报(综合版), 2017, 34 (03) :95-99.
- [22]傅元略. 企业资本结构优化理论研究 [M]. 大连: 东北财经大学出版社, 1999. 27-33.
- [23]洪艺珣. 宏观经济前景与资本结构动态调整——以中国上市公司为样本的实证设计[J]. 厦门大学学报, 2013 (3) :88-95.
- [24]洪锡熙, 沈艺峰. 我国上市公司资本结构影响因素的实证分析[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2000 (3) :114-120.

- [25]黄辉. 企业资本结构调整速度影响因素的实证研究[J]. 经济科学, 2013(3):96-106.
- [26]黄占鹏. 宏观经济周期、产权性质与公司资本结构[J]. 上海管理科学, 2017, 39(05):8-12.
- [27]江龙, 宋常, 刘笑松. 经济周期波动与上市公司资本结构调整方式研究[J]. 会计研究, 2013(07):28-34.
- [28]孔爱国, 薛光煜. 中国上市公司资本结构调整能力的实证研究[J]. 复旦学报(社会科学版), 2005(4):39-46.
- [29]况学文. 国外目标资本结构存在性之争[J]. 会计之友, 2021(4):2-11.
- [30]李爱华. 基于财务权变理论的企业资本结构优化[J]. 财会通讯, 2014(25):32-34.
- [31]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(10):27-28.
- [32]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.
- [33]吕峻, 石荣. 宏观经济因素对公司资本结构影响的研究——兼论三种资本结构理论的关系[J]. 当代经济科学, 2014, 36(06):95-105+125-126.
- [34]刘颖斐, 余芳沁. 企业转向内地证券市场融资动机分析——以“长城汽车”回归 A 股市场为例[J]. 财会通讯, 2012(14):102-104.
- [35]李志学, 秦子蕊, 杨婷婷. 新能源上市公司融资环境与最优资本结构研究[J]. 西安石油大学学报, 2019(6):1-10.
- [36]廖敏霞. 我国上市公司资本结构优化分析[J]. 财政监督, 2009(15):172-174.
- [37]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(12):9-11.
- [38]李耸. 产权性质、融资约束与资本结构动态优化研究[J]. 武汉理工大学学报(信息与管理工程版), 2017, 39(2):227-231.
- [39]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(01)23-38.
- [40]孟建波, 罗林. 企业最佳资本结构的定量研究[J]. 广东金融, 1998(01):4-5.

- [41] 马娟. 公司融资选择与最优资本结构安排目标模式——基于静态权衡理论的研究[J]. 财会通讯, 2013(06):78-80.
- [42] 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(8):11-15.
- [43] 潘敏. 资本结构、金融契约与公司治理[J]. 中国金融, 2003, (11):17-21.
- [44] 乔虹. 保利地产资本结构优化设计[J]. 财会通讯, 2017(17):13-16+129.
- [45] 孙力强, 陈小悦. 风险不对称下的最优资本结构[J]. 南开管理评论, 2008, 11(2):69-76.
- [46] 盛明泉, 张春强, 王焯. 高管股权激励与资本结构动态调整[J]. 会计研究, 2016 (02):44-50.
- [47] 史燕平, 杨文涛. 资本结构偏离与融资租赁决策——基于资本结构动态权衡理论[J]. 经济与管理评论, 2022, (1):78-91.
- [48] 汤谷良, 赵玉涛. 保险公司资本结构的动态调整机制研究[J]. 河北经贸大学学报, 2015(36):54-61.
- [49] 唐丽, 陈华东. 试论国有企业资本结构的动态优化[J]. 企业经济, 2001(7):157-163.
- [50] 张维. 公司融资结构的契约理论:一个综述[J]. 改革, 1995, (04):109-116.
- [51] 巫岑, 黎文飞, 唐清泉. 产业政策与企业资本结构调整速度[J]. 金融研究, 2019(4):92-110.
- [52] 王维, 张中华, 周鹏. 汽车上市公司财务状况实证分析[J]. 财会通讯, 2013(11):37-38.
- [53] 肖作平. 资本结构影响因素和双向效应动态模型——来自中国上市公司面板数据的证据[J]. 会计研究, 2014, (2):36-41.
- [54] 于蔚, 金祥荣. 宏观冲击、融资约束与公司资本结构动态调整[J]. 世界经济, 2013, (3):24-47.
- [55] 杨飞. 中国房地产上市公司资本结构优化调整研究[D]. 清华大学, 2014.
- [56] 于蔚, 钱彦敏. 转型经济中宏观冲击与公司融资决策——基于资本结构动态调整框架的实证研究[J]. 证券市场导报, 2013, (10):24-30.

- [57]张广婷,洪佳萍,金晨. 货币政策对中国民营企业的影响——基于资本结构动态调整的视角[J]. 复旦学报, 2020(03):169-177.
- [58]张慧. 资本结构理论后续发展回顾与启示[J]. 上海立信会计学院学报, 2009, 23(4):73-77.
- [59]张红琴. 我国汽车制造业企业竞争力与资本结构研究[J]. 会计之友, 2015(02):102-104.
- [60]张建军,丁江贤. 基于西方资本结构理论的我国上市公司资本结构优化研究[J]. 财会通讯, 2010(06):70-72.
- [61]朱凯,卫勇,闵操. 金融创新中的信号传递机制——基于上汽金融资产证券化的案例研究[J]. 会计与经济研究, 2018, 32(04):62-75.
- [62]张文君. 产业集聚与资本结构: 权衡理论还是啄食理论[J]. 财经科学, 2012(06):46-53.

后 记

行文至此，落笔匆匆。在兰州的第七个春天，即将迎来求学生涯的最后一个毕业季。回顾七年在本校的生活，我对世界的认知在不断失去、不断得到中逐渐清晰又逐渐模糊，但唯一确定的便是永远可以相信人生的可能性，没有所谓最佳的选择，更不存在已注定的结果，唯有更加平和的心态和坦然面对一切的勇气。

感谢我的导师方文彬教授，孜孜不倦地对于论文辛勤指导，教诲我们读书与做人之道。

感谢我本科的班主任关瑞娣老师，是她让我看到对自己理想的渴望与坚持。

感谢家人给我无条件的爱和信任，让我随时有一处温柔的港湾可以停歇。

感谢一路相识的每一位朋友同学，他们如此优秀，如此闪闪发光。

感谢小宇，是他让我的生活逐渐被阳光照进来填满彩色，让我拥有自信与勇气去面对未知的世界。开始愿意发现细微的有趣跟美好，并分享与他。

感谢 tatan，猕猴桃带给我们宿舍数不尽的欢乐。

感谢辣子烤肉和牛肉面，兰州味道终将成为记忆。

感谢电影和书籍，除了一个现实的此生，而应拥有一个诗意的世界。

愿我们都能成为想成为的人，多一些无惧无畏，少一些身不由己。不断努力，不断前进，实现疲惫生活里的英雄梦想。

明朝即长路，惜取此时心。

李亚茹