

分类号 F23/1063  
U D C

密级 公开  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 基于财务权变理论的上汽集团资本结构优化研究

研究生姓名: 李锦浩

指导教师姓名、职称: 方文彬 教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2024年6月3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： 李锦浩 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 方文彬 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 高松 签字日期： 2024年6月3日

## 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： 李锦浩 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 方文彬 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 高松 签字日期： 2024年6月3日

# **Research on capital structure optimization of SAIC based on financial contingency theory**

**Candidate : Li Jinhao**

**Supervisor:Fang Wenbin**

## 摘 要

在当前全球经济环境下，企业资本结构的优化成为推动公司长期稳健发展的核心问题之一。资本结构的合理性不仅关系到企业的经营策略和价值创造，而且直接影响到企业的可持续发展。特别是对于汽车行业，这一行业正面临着新能源革命和国家政策的双重挑战。此前的中央经济工作会议指出，要稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车，这对传统汽车企业提出了转型升级的要求。在这样的背景下，财务权变理论提供了一个理论框架，以可持续发展为最终目标，结合财务权变理论的四个层面进行深入探讨，全面审视资本结构优化议题，具有一定的研究意义。

上汽集团，作为曾经的行业“老大哥”，伴随着新能源时代的到来，这位燃油车时代的霸主显然有点“水土不服”。因此，为了应对行业变革，对上汽集团资本结构的优化研究不仅对财务权变理论在案例企业中的应用提供启示，也对上汽集团优化其资本结构，提升自身的财务稳健性提供参考，这对于处于转型期背景下的汽车企业来说能够起到参考。

本研究首先逐步阐明了资本结构和财务权变的概念界限。因为2018年是上汽集团转型的重要年份，这一年开始，新能源汽车市场快速发展，对上汽集团的资本结构产生了重大影响。接着，通过选取2018至2022年的上汽集团财务数据，并运用纵向及横向分析方法，揭示了其在转型期间资本结构的不合理之处，并据此断定上汽集团目前急需对其进行资本结构调整。在此基础上，基于财务权变理论，从路径依赖、内外部因素等视角，对上汽集团的资本结构影响因素分析，并运用变异系数法对其进行筛选，测算出最佳的资本结构范围为 $[56.38\%, 62.38\%]$ 。为了帮助上汽集团达到这一最佳的资本结构，论文还给出了一系列具体的优化对策，主要有：适当降低资产负债率、调整债务结构等、实现融资方式多样化及提升内源融资比例等四项关键对策。

**关键词：**财务权变理论 资本结构优化 新能源 变异系数法

## Abstract

Under the current global economic environment, the optimization of enterprise capital structure has become one of the core issues to promote the long-term and steady development of the company. The rationality of capital structure is not only related to the business strategy and value creation of enterprises, but also directly affects the sustainable development of enterprises. Especially for the automotive industry, this industry is facing the dual challenges of the new energy revolution and national policies. The previous Central Economic Work Conference pointed out that it is necessary to stabilize and expand traditional consumption and boost new energy vehicles, which puts forward the transformation and upgrading requirements for traditional automobile enterprises. In this context, financial contingency theory provides a theoretical framework, with sustainable development as the ultimate goal, from the four dimensions of financial contingency theory to optimize the capital structure of the overall analysis, has a certain research significance.

Saic, as the former "big brother" of the industry, with the arrival of the new energy era, the hegemon of the fuel vehicle era is obviously a little "acclimatized". Therefore, in order to cope with the industry changes, the study on the optimization of SAIC's capital structure not only provides inspiration for the application of financial contingency theory in the case enterprises, but also provides reference for SAIC to optimize its capital structure and improve its

financial robustness, which can be a reference for automobile enterprises in the background of transformation.

Firstly, the conceptual boundaries of capital structure and financial contingency are expounded step by step. Because 2018 is an important year for SAIC's transformation, the rapid development of the new energy vehicle market has had a significant impact on SAIC's capital structure since the beginning of this year. Then, by selecting the financial data of SAIC from 2018 to 2022 and using vertical and horizontal analysis methods, this paper reveals the unreasonable capital structure of SAIC during the transformation period, and concludes that SAIC is in urgent need of capital structure adjustment. On this basis, based on the financial contingency theory and from the perspectives of path dependence, internal and external factors, the influencing factors of SAIC's capital structure are analyzed, and the coefficient of variation method is used to screen them, and the optimal range of capital structure is calculated as [56.38%,62.38%]. In order to help SAIC achieve this optimal capital structure, the paper also gives a series of specific optimization countermeasures, including: appropriate reduction of asset-liability ratio, adjustment of debt structure, diversification of financing methods and improvement of the proportion of internal financing.

**Key words:** Financial contingency theory; Capital structure optimization; New energy; Coefficient of variation Method

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.3 国内外研究现状.....	2
1.3.1 资本结构基本理论研究.....	2
1.3.2 财务权变理论.....	3
1.3.3 资本结构优化研究.....	4
1.3.4 文献述评.....	5
1.4 研究内容与研究方法.....	6
1.4.1 研究内容.....	6
1.4.2 研究方法.....	7
<b>2 相关概念及理论基础</b> .....	9
2.1 相关概念.....	9
2.1.1 资本结构.....	9
2.1.2 财务权变.....	9
2.2 理论基础.....	9
2.2.1 优序融资理论.....	9
2.2.2 动态权衡理论.....	10
2.2.3 财务权变理论.....	11
<b>3 上汽集团资本结构分析</b> .....	12
3.1 上汽集团基本情况.....	12
3.1.1 企业概况.....	12
3.1.2 经营状况.....	12
3.2 上汽集团资本结构纵向分析.....	14
3.2.1 总资本构成.....	14
3.2.2 债务结构.....	16

3.2.3 股权结构 .....	18
3.2.4 内源资本 .....	20
3.3 上汽集团资本结构横向分析 .....	22
3.4 上汽集团资本结构存在的问题 .....	25
3.4.1 资产负债率偏高 .....	25
3.4.2 融资方式单一 .....	25
3.4.3 债务结构不合理 .....	26
3.4.4 内源融资能力低 .....	26
<b>4 基于财务权变理论的上汽集团资本结构影响因素分析 .....</b>	<b>28</b>
4.1 路径依赖对资本结构的影响 .....	28
4.1.1 融资来源偏好 .....	28
4.1.2 融资方式偏好 .....	29
4.2 外部因素对资本结构的影响 .....	30
4.2.1 GDP 的实际增长速度 .....	30
4.2.2 通货膨胀率 .....	31
4.2.3 货币政策 .....	32
4.3 内部因素对资本结构的影响 .....	32
4.3.1 企业规模 .....	32
4.3.2 企业盈利能力 .....	33
4.3.3 企业成长能力 .....	34
4.3.4 企业所得税影响 .....	35
4.4 可持续增长对资本结构的影响 .....	36
<b>5 上汽集团资本结构优化设计 .....</b>	<b>37</b>
5.1 上汽集团资本结构优化设计的目标及原则 .....	37
5.1.1 设计目标 .....	37
5.1.2 设计原则 .....	37
5.2 上汽集团资本结构动态优化 .....	37
5.2.1 构建指标体系 .....	37
5.2.2 变异系数法下的模型构建 .....	39



5.2.3 最优资本结构区间 .....	41
5.3 上汽集团资本结构优化的具体建议 .....	43
5.3.1 合理降低资产负债率 .....	43
5.3.2 优化债务结构 .....	43
5.3.3 拓展多元化融资渠道 .....	44
5.3.4 提高内源融资比重 .....	45
<b>6 研究结论与展望 .....</b>	<b>47</b>
6.1 研究结论 .....	47
6.2 研究不足与展望 .....	47
<b>参考文献 .....</b>	<b>49</b>
<b>后记 .....</b>	<b>54</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

在当今全球汽车行业中，新能源汽车的发展已成为不可逆转的趋势。中国作为全球最大的汽车市场，对新能源汽车产业的发展格外重视，这不仅体现在市场需求的快速增长上，也体现在政府层面的积极推动和政策支持上。2020年11月2日，国务院办公厅颁布了《新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)》，该规划旨在促进新能源汽车产业实现高质量发展的长期策略。该规划明确了预计至2025年，新能源汽车在总销量中的比例应达到约20%，并提出到2035年，新能源汽车成为市场主流，公共领域基本实现电动化。这一政策背景为新能源汽车企业提供了巨大的发展机遇，同时也提出了更高的要求，尤其是在资本结构优化和企业转型升级方面。

《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》进一步明确了在构建高质量发展新格局的过程中，优化资产结构和资本结构是企业的重要任务。实施“进退守试”战略，即以产业结构调整为导向，将资产结构优化和资本结构优化协同联动，为企业提供了优化资本结构的政策指导和实践路径。在这样的大背景下，财务权变理论作为研究企业资本结构优化的关键理论指导，提供了一种独特的视角。财务权变理论认为，企业的资本结构优化不应仅仅基于静态的财务指标，而应考虑到企业所处的宏观经济环境、行业特性、企业生命周期等动态因素。这一理论强调了在不同的外部环境和内部条件下，企业应采取不同的资本结构策略以适应变化，实现长期可持续发展。国内外关于财务权变理论和资本结构优化的研究，已经涵盖了多个行业和市场环境，但在新能源汽车产业这一特定领域的应用研究相对较少，尤其是在中国这样的大市场环境下。

上汽集团作为中国领先的汽车制造公司，其资本结构及其优化对于其财务稳健性及市场竞争力具有重大影响。截至目前，上汽集团表现出一种非传统资产配置：其总资产规模宏大，近1万亿人民币，其中流动资产规模超过非流动资产。另一方面，上汽集团的资产负债率达到了约66.03%，面临较高财务杠杆带来的风险。上汽集团的资本结构分析显示，在转型过程中，企业财务状况面临挑战，资产负债率逐年上升，现金流压力增大，资本结构的优化迫在眉睫。由于资本结构优化的重要性，以及上汽集团作为国内汽车工业的龙头，在全球范围内具有代表性，因此，该公司的资本结构问题成为值得深入

研究的课题。

## 1.2 研究意义

### (1) 理论意义

当前，国内外学者对企业的资本结构进行了大量的实证研究，对于转型背景下汽车行业的案例研究更为有限。公司的资本结构受多种变量左右，且鉴于各个企业的战略规划与管理模式的独特性，这些影响因素在不同公司间的差异显著，因而要求对每个案例进行深入具体的探讨。将财务权变理论与动态能力理论相结合，以促进资本结构的最优化，不仅深化了动态能力理论在实践中的应用范围，同时也为资本结构的研究提供了全新的观察角度。

### (2) 现实意义

作为汽车行业里规模领先的上市企业，对于此类企业而言，合理的资本结构是非常重要的。本选题基于上汽集团具体面临的资本结构现状，探讨资本优化的路径，并对如何达到最优给出具体的解决方案。对上汽集团而言，不但能够减轻企业的负债风险，还能够保持企业资本成本在可控范围的同时，增强企业的筹资和投资能力。这将为企业的技术创新提供财务后盾，进而提升其在新能源市场的竞争优势，也为同行优化资本结构提供了有益的参考。进一步讲，汽车行业作为国家经济的基石产业，其资本结构的优化过程对于整体经济增长和社会的和谐稳定具有深远影响。这不仅关乎企业的生存与发展，也关系到整个国民经济的健康运行。

## 1.3 国内外研究现状

### 1.3.1 资本结构基本理论研究

#### (1) 国外研究现状

早期的资本结构理论源于 David Durandra 在 1952 年的探索，尽管那时的市场环境相对单一，对资本结构的研究也因此受限，主要关注净收益等基本方面，但这一研究方向仍奠定了基础。然而，Durandra 的方法依赖于经验，缺乏数据支撑和统计分析。进入 20 世纪中叶，随着商业社会对资本结构理解的需求增强，学者们开始深入探讨企业财务结构。接着，MM 理论在 1958 年由 Miller 和 Molidiani 提出，从无税到有税的演变历经

十年，后来进一步细分为公司和个人税收两个角度，经过许多学者的研究和改进，最后形成了一个较为成熟的 Miller 模型。

Mivers 和 Mailuf 在 1984 年提出了优序融资理论，认为企业融资选择不同方式和顺序会带来不同成本，并利用资本结构作为传递经营信息的手段，主张优先使用内部留存资金，其次是债务，最后是股权。Baker 和 Wurgler 在 2002 年提出的市场择时理论则挑战了传统理论，认为企业的资本结构并非最优，而是历史行为的结果，更准确地解释了企业的融资行为。Mazzoni（2018）的观点则强调，提升财务杠杆并充分挖掘企业的商业信用潜力，对资本结构的优化具有积极影响，而且这种杠杆效应越大，资本结构的效益就越显著。Dhankar（2021）的研究则采取实证方法，以中国企业的案例进行探究，他揭示出投资结构在企业发展中的关键性作用，超越了企业家的考量。由于投资机构的利益直接关联，它们倾向于通过各种策略深度参与企业治理，这有助于降低资本成本，从而推动资本结构的优化进程。这些研究深入探讨了资本结构优化的多元视角，并凸显了企业需深入理解自身资本结构，巧妙运用财务杠杆和投资策略，以优化资本结构，最终提升企业的价值和竞争优势。

## （2）国内研究现状

樊红艳（2010）在回溯 MM 理论的基础上，借助期权定价模型，重新论证了 MM 理论，并尝试从债务与权益两个方面来研究该公司的资本结构。谈多娇等（2017）通过机会成本理论解析了债务融资优先的原因，强调并非所有企业都适合低杠杆策略。孙巍等（2020）构建了股权结构、债券结构与产业升级之间关系的分析模型，并在此基础上，进一步分析了新冠病毒对公司资本结构的影响，得出了适度降低公司资本负债比率有利于产业升级，而过度负债则会阻碍产业升级的结论，从而为战略新兴产业，特别是新能源公司的发展提供一定的理论依据。徐晓芳等人（2020）关注过度负债问题，他们的研究结合了中国经济发展的现实，指出强制去杠杆政策增加了过度负债企业调整资本结构的可能性。此外，他们区分了过度负债与一般高负债，并通过实证分析揭示了财务杠杆、财务弹性与技术创新之间的复杂联系。唐丹彤（2021）揭示了政策清晰度如何影响企业的心理预期。企业倾向于根据预测作出应对，然而，面对政策的重大转变或未来不确定性时，这些因素可能对企业资本结构产生负面影响。该研究以众多 A 股上市公司为样本，数据显示，国有企业、市场化程度较低以及依赖重资产的企业更易受此类影响。

### 1.3.2 财务权变理论

### （1）国外研究现状

早在 Nelson（1991）的著作中，他引入了“动态企业能力”的理念，视组织及其体制为这种动态能力的核心，确保技术在推动经济增长中的有效运用。紧接着，Teece（1994）在其开创性的理论框架中，明确指出动态能力是一种独特的特质，即企业通过整合、构建并适时调整内部与外部资源，以适应瞬息万变的商业环境的能力。而财务策略的灵活性理论，其深远影响正是源于这一理论萌芽阶段。随后，Teece（2007）对动态能力进行了更为深入的剖析，将其划分为三个维度，丰富了我们对于企业竞争力动态理解的维度多样性。

### （2）国内研究现状

王欣与王磊在 2012 年的研究中，构建了一种财务权变理论的分析模型，该模型详尽探讨了资本结构动态调整的过程。他们摒弃了以往单一聚焦企业内部要素的传统思维，将外部环境的影响力融入资本结构探讨的广阔领域，开创性地从过去路径、外部影响、内部条件及可持续发展四个方面展开分析。这一全面的视角为学者和实践者提供了一个更为立体且实用的研究视角，助力他们洞察并有效管理资本结构调整中的多元变量和难题。李爱华（2014）认为，企业的日常管理就是要协调好企业和生产两个方面的互动关系。从财务权变理论出发，对我国上市公司的资本结构进行了深刻的剖析，提出了公司的资本结构应该保持在一个最佳的范围，在不同的阶段，要根据不同的情况来选择最优的资本结构，才能满足市场的要求。孙慧（2015）认为，公司未来的财务行为既受到以往的财务行为的影响，也受到了外部与内在因素的共同作用，最终达到了一个稳健、长远的发展目标。汤谷良（2015）的研究强调了企业在面对内外部环境变迁时，应具备策略性的资本结构选择灵活性，这些建议基于权变理论的原则。根据权变理论，企业倾向于通过动态的自我调适机制来顺应环境的瞬息万变，以维持其长期的生存与增长能力。同时，他们探讨了行业内企业在应对策略上的多样性。顾研（2018）和周强龙（2018）研究表明，认为在面对不确定的宏观经济形势下，上市公司高管通常会通过降低财务杠杆水平，实现对公司资本结构的优化，从而提升公司价值。陈美晗和台玉红（2022）通过对这一现象的分析，发现在新冠肺炎疫情期间，能适时调整自身资产结构的企业，其再融资能力更好，其企业价值也会更高。

## 1.3.3 资本结构优化研究

### （1）国外研究现状

Kennedy 和 Levy（2014）的研究显示，GDP 和通胀因素对企业的资本结构选择有显著影响。Martin 和 Christ（2015）研究发现，集权类企业的股权集中表明股东控制欲强，故内部融资不受青睐，只能通过外部借债进行融资。Jeffery and Harris（2016）认为，由于外界因素的作用，公司的最优资本结构会随着时间的推移而不断发生变化，而外部环境的变化又会导致公司最优的资本结构发生变化，因而动态特性是其转变路径的重要特征。

### （2）国内研究现状

企业的资本结构调整策略可分为静态和动态两种路径，静态调整关注的是在特定环境下的理想资本组合。孟建波和罗林（1998）主张以最大化企业价值时的理想负债比率作为衡量标准，他们通过理论建模简化得出资本结构的优化公式。杨宝臣等人（2000）则从代理成本和风险成本的角度构建了更为复杂的最优资本结构模型，尽管其前提假设较为严格，本文在静态优化中倾向于采用孟氏模型。

廖敏霞（2010）倡导企业管理者需具备动态资本结构优化的策略思维，强调调整债务、股权构成以及提升内生融资能力是优化资本结构的关键。陈德刚和罗勇（2011）的研究揭示，动态环境对企业资本结构的重要性超越了静态分析，主张企业应从动态视角来确定资本结构的优化区间。万宇洵和彭舒扬（2012）着重指出，优化不仅限于外部市场和法规环境，内部治理结构的强化，如增强企业的自我资金积累，同样至关重要。毛育晖和杨艳（2014）进一步强调，尽管短期内可能偏离目标结构，但从长远看，企业会通过动态调整回归至最有利于价值增长的资本结构。孙海燕和耿成轩（2019）深入研究了 2002 年至 2017 年间我国战略新兴产业上市公司的资本结构动态调整趋势，发现它们确实在实践中实施了动态调整策略。

## 1.3.4 文献述评

资本结构对于企业在进行融资决策时至关重要，同时它与公司的发展趋势，如财务结构、利润和风险承受能力相联系，良好的资本结构可增强企业价值并推动其持续成长，这是众多学者研究的核心议题。在理论研究方面，从 MM 理论、权衡理论、股权优先理论，到代理成本理论、股权控制理论、市场时机理论等，众多途径为企业的资金筹集顺序、方式、时机等提供了独到的分析框架，并且为财务权变理论的发展奠定了基础。同

时，这些理论也关注到了外部不确定性因素对企业资本结构优化的影响。

在资本结构调整研究领域，学者们采用了广泛的样本数据进行研究，目标在于探究影响资本结构的多元要素。通过实证研究，这些因素不论被企业领袖关注或忽视，它们与资本结构调整间的关联已得到确认。鉴于实证研究结果存在局限性并且难以广泛应用，且现有结果有时相互矛盾，再加上全球经济增长减速与国际贸易紧张氛围，资本结构优化问题已经变得尤为破题。现有研究往往侧重于单一或两个关键因素的影响，而未全面采用财务权变理论进行研究。在这样的不确定环境中，采用个案研究方法对公司可能提供更多洞见。为优化特定行业的资本结构，结合实证研究的相关性结论进行企业个案分析显得尤为重要。

本文在原有研究成果的基础上，在以财务权变理论为基础构建的综合框架内，采取变异系数方法来计算各个影响因素的权重，以识别出关键因素，更加注重了数据的波动性和差异性。引入财务权变理论后，资本结构的影响因素众多，同时内外部因素的变化较大。在这种情况下，数据的变异程度较大，变异系数法能够更好地反映各指标之间的差异，从而更准确地确定权重。因此，将变异系数法应用于财务权变理论的权重计算中，是本文的一个创新点。选择上汽集团作为研究对象，结合定性和定量的方法，估算出其最佳资本结构区间，并分析存在的问题，为上汽集团规划资本结构调整方案，以提升企业效益。本研究力图为财务权变理论在案例企业中的应用提供启示，以及为上汽集团和其他新能源汽车企业提供决策参考。

## 1.4 研究内容与研究方法

### 1.4.1 研究内容

本文以上汽集团为研究对象，基于财务权变理论对其进行资本结构优化研究，其主要内容包括以下六个部分：

第一部分：绪论。主要介绍本文的研究背景及意义、国内外研究现状、研究内容、研究方法和本文的创新点。

第二部分：相关概念与理论基础。对本文所涉及的资本结构、财务权变理论和资本结构优化概念及理论进行阐述，并介绍本文的研究思路和理论框架。

第三部分：上汽集团资本结构分析。此部分核心关注点集中于深入剖析上汽集团的资本结构。首先概述了上汽集团的基本概况和当前的经营状况，之后通过对上汽集团近

5年的财务指标对比，并参照同行业企业的相关数据，揭示出该集团在资本结构方面存在的具体问题。

第四部分：针对财务权变理论的资本结构决定因素探究。本部分内容在于运用财务权变理论，从路径依赖、外部因素、企业内部状况以及可持续发展四个方面对上汽集团进行详尽的研究。

第五部分：上汽集团资本结构优化设计。依据前一部分对上汽集团资本结构影响要素的剖析，我们将这些关键因素纳入到模型构建中，并利用变异系数法来确定各项指标的相对重要性，找出影响企业资本结构优化最关键的因素。测算上汽集团最优资本结构区间，最后为使上汽集团达到最优资本结构区间提出具体的优化建议。

第六部分：结论与展望。进行全文总结，并提出本文的研究不足。

## 1.4.2 研究方法

### （1）文献研究法

我们首先通过对众多学者和专家关于资本结构理论的深度研读与整理，探讨了诸多学者和专家对于资本结构领域的独到见解。这不仅为我们构建了一个独特的理论基石，也为本文的研究视角带来了创新性。同时，这一梳理也确保了我们的研究能紧密连接先前的研究，但又能在资本结构探讨的广袤领域中填补一些先前文献可能忽视的细节，丰富了现有研究的多元性。

### （2）案例分析法

在对资本结构探讨的过程中，论文不仅依赖于理论框架的系统阐述，本文更进一步地选择了现实案例进行深入探讨，依据具体情况揭示问题并设计应对策略。采用案例分析法，分析企业现存的资本结构问题，之后结合权变理论进一步分析案例，提出改进问题的建议。

### （3）定性分析与定量分析结合法

资本结构探讨的手段多元，兼具定性和定量视角。定量剖析侧重于采用严谨的数学模型和统计策略，对可量化的关键参数、数据点及参照基准进行深入挖掘。相反，定性分析则侧重于解读和评估事项的本质特性，而非单纯的数据罗列。两者并行使用，能够全面审视问题的重要性及其内在特性，确保理解的深度和全面性。

本文具体框架如下：



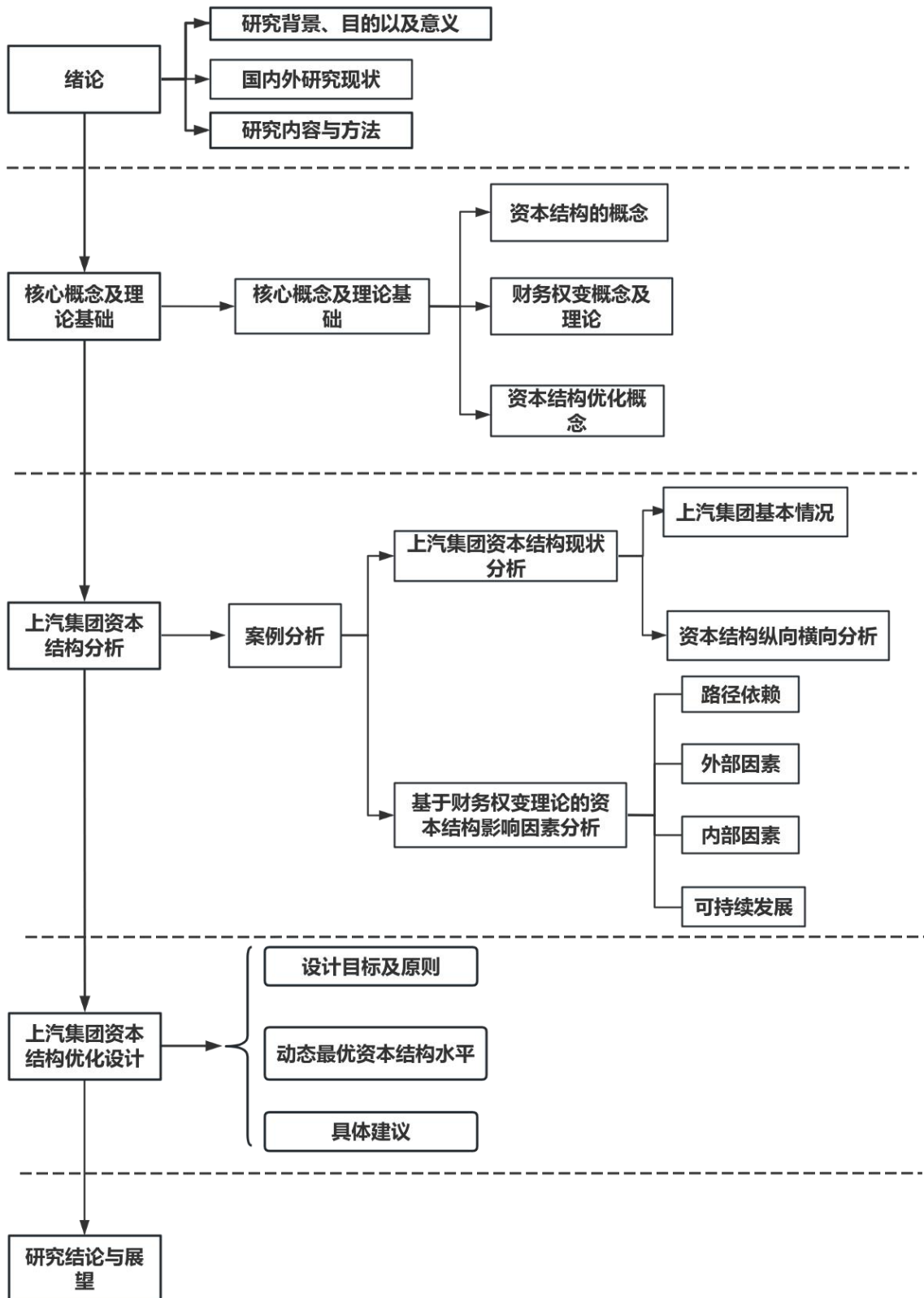


图 1.1 论文研究的主体框架

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 资本结构

企业的资本结构，即其资本构成中各类资本组成以及之间的关系，构成了资本结构的核心内容。它涵盖了股权资本和债务资本这两大部分，而债务资本的细分则根据借款期限划分为短期和长期两种形态。由此，从债务资本的角度出发，资本结构呈现出了广义和狭义两种解读方式。狭义的理解倾向于排除短期债务在资本结构分析之外。而广义视角则将所有债务形式纳入资本结构的讨论范畴，这两种观点在学术界均有各自的拥护者，并且都能找到合理的理论支持。

在上汽集团的资本结构优化研究中，涉及了评估不同融资渠道的成本（债务成本和权益成本），考量了财务杠杆效应如何影响企业风险和回报以及如何实现企业价值的最大化。结合上汽集团的实际业务、市场环境和业务风险等因素，资本结构优化研究将探讨如何利用财务权变理论来为该公司提供一种稳健的融资策略，旨在平衡风险与收益，最终推动上汽集团的长期财务稳定与增长。

#### 2.1.2 财务权变

财务权变是企业不停变化的市场和竞争环境下，根据外部与内部因素的动态变更作出适应性财务决定的能力。它强调的是企业财务管理的适应性和动态特征，而非特定的能力。这个概念意味着企业须不仅要理解环境的变化，还要按照环境及自身条件的变动做出灵活的财务响应。其核心观点涵盖三个方面：首先，企业作为社会系统的一部分，其运营会受到外部社会环境影响，只有灵活应对，企业才能实现可持续发展；其次，企业应同时订立长期与短期目标，并在适宜时机采用最恰当的管理策略，以完成既定目标；最后，管理策略应与企业内在特性构建出一种关联性。

### 2.2 理论基础

#### 2.2.1 优序融资理论

优先顺序融资理念阐述了企业在进行融资时应当采取的策略，即首选使用自身累积的盈余投资，其次选择举债，最后考虑发行股票。在此架构下，企业自有资金的重投资被视为最低成本的融资方式，因为这部分资金并不增加额外成本。企业积累的财富通常有两个去处：一是再注入企业以持续其成长，二是作为回报分配给股东。利用企业内部累积的盈余进行融资在成本方面几乎没有负担，因此这成为在融资需求出现时应当首先利用的资金。

由于企业内部情况的信息不公开，外部的投资者相对管理层来说在信息获取上处于不利地位，他们缺乏足够的信息来准确评估企业的运营状况，外部的信息不充分容易导致误判，使他们可能会错误地认为企业表现不佳，进而影响股价走势。因此，在资本筹集策略上，应当倾向于债务筹资而非股权引入，以避免对股价造成不利的影响。

### 2.2.2 动态权衡理论

静态权衡理论与动态权衡理论都是研究企业资本结构的理论。在静态权衡理论视角下，企业通过调节债务与股权的比例来提升其市值。其较窄的观点将企业所得税减免与破产的直接成本权衡，提出存在一个理想的资本结构平衡点，在此点上税收优势与破产损失的折现值达到最优平衡。更广泛的静态权衡理论则也考虑了代理成本的作用。动态权衡理论构建在静态模型的基础之上，并且尝试对静态理论未能充分解释的现象提供解释。该理论指出，企业资本结构是多种成本相互影响的结果，包括交易费用、破产清算费用、债务税盾的价值以及运营代理费用等，寻求这些成本总和的最小化是确定最优资本结构的关键。在进行资本结构调节时，难以避免地会产生成本，受这些成本的限制，资本结构调整的效能也会受到影响。动态权衡理论中，企业资产替换问题较静态理论中更加突出，进一步增加了资本结构决策的复杂性。

在资本结构的调整过程中，公司必须面对变更成本与潜在益处的动态平衡。在决策调整资本结构之前，公司通常会对潜在的成本和预期益处进行评估。这种评估通常会得出一个特定的范围，只有在预期收益超越这一界限时，公司才认为调整资本结构会带来确切的利润，并主动进行改变。在动态权衡理论的框架下，这意味着公司不会根据修正后的MM理论所提出的理论精确数值来进行调整，而是在它们的资本结构偏离理想区间时才会行动。经济学家们考察了企业在债务融资过程中可能产生的各种代价，并将其归纳为不同类型的成本，这些成本与债务融资带来的税收益处进行了权衡。在资本结构调

整的动态行为中，涉及对保持在预设的适宜区间之外的资本结构进行评估，如果存在在这一区间之外，那么调整将带来显著收益，反之，则可能没有必要进行结构调整。

### 2.2.3 财务权变理论

权变理论是在动态能力理论上发展起来的。将路径分析、对内外环境的审视、组织能力的增强、争取竞争上的有利地位等核心要素纳入其框架中。

财务权变理论主要围绕四个方面进行展开：路径依赖、环境因素、公司内部动态和持续性增长。公司在调整资本结构时会受到其历史发展所走过的路径的显著影响，展现出政策的连续性。公司资本结构变迁受到过往历程的深刻影响。在外部环境方面，包括了宏观经济状况和行业特定环境的两个重要层面。这些外在因素要求公司持续审视和调整其资本结构，以适应不断变化的情形。关于内部因素，它企业本身在发展中所产生的积淀，是其获得竞争优势的来源。至于可持续发展，在权变理论下是企业在进行资本优化下达到一个财务目标，确保企业在长期内的一个经济可持续性。

## 3 上汽集团资本结构分析

### 3.1 上汽集团基本情况

#### 3.1.1 企业概况

上汽集团（全名：上海汽车集团股份有限公司，英文简称 SAIC Motor）是一家成立于 1997 年 11 月，总部位于中国上海的汽车制造公司。上汽集团在上海证券交易所上市，股票代码为 600104。

上汽集团是全球排名前列的汽车制造公司，不仅在传统的汽油动力汽车领域占有重要地位，在新能源汽车和智能网联汽车领域也展现出强劲的竞争力。公司拥有一整套完整的汽车产业链，涵盖研发、生产、销售及服务，且与全球众多知名汽车企业有着深入的合作，如与通用汽车(GM)和大众汽车(VW)的合资合作。尤其在整车销售方面表现强劲，2022 年销售量达到 530.3 万辆，连续 17 年居全国首位。其自主品牌销量 278.5 万辆，占总销量的 52.5%，突显其在品牌自主化方向上的不断延伸。新能源汽车与海外业务皆超过百万销量，前者同比增长 46.5%，后者增幅达到 45.9%，体现了公司在新能源和海外市场上的优秀表现。

尽管如此，2022 年的年度报告显示公司的业绩受到了一系列挑战，营业总收入 7440.6 亿元，相比前一年度下降了 4.6%，净利润 161.2 亿元，下降了 34.3%。不过，正视挑战，上汽集团制定了面向未来的发展战略：坚持市场导向、抓住“新四化”大趋势、自主品牌核心能力建设并以数字化转型为支撑，期望实现制造与服务并举的发展。公司的目标是到 2025 年，实现全球整车销量 700 万辆，自主品牌销量占比 60%，新能源汽车销量占比 50%，并将海外销量提升至 150 万辆，占比 20%以上。

上汽集团理解并且敏锐地抓住了汽车产业正在经历的重大变革，执行改革并采用了新的经营策略，以在国内外的竞争中保持其领导地位。尤其针对中国汽车市场的趋势，公司看准全球化的机会，锐意在新赛道上提升竞争力，并期望发展自身在全球的汽车产业竞争力，尤其是在新能源、电动车及智能网联技术领域。

#### 3.1.2 经营状况

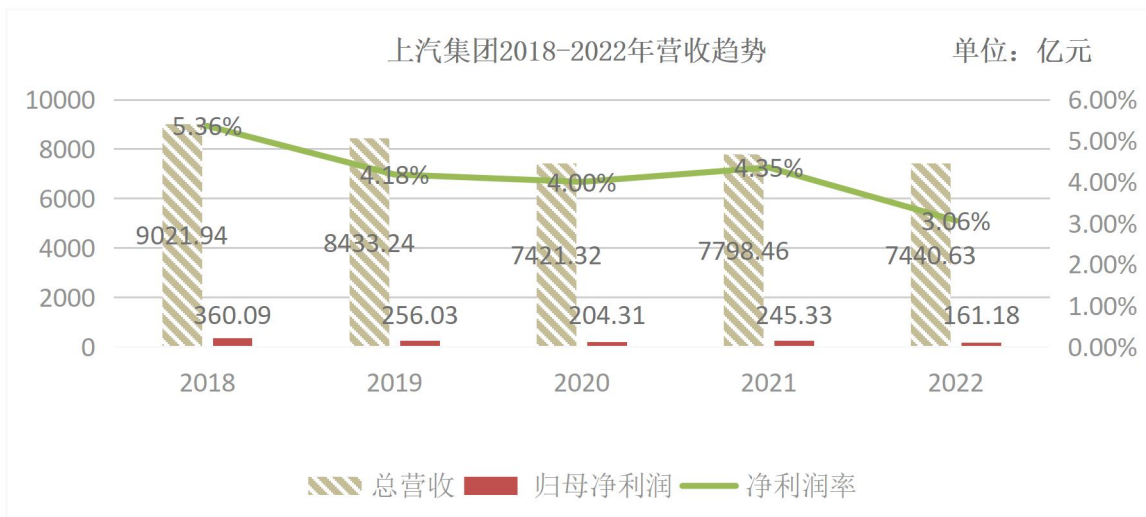


图 3.1 上汽集团 2018-2022 年营收趋势

如图 3.1 所示，尽管上汽集团年度总收入依然庞大，达到 7440.6 亿元，但相对下滑了 4.6%，具体到核心的汽车制造业，其营收为 7209.88 亿元，呈现 5.12% 的负增长。毛利率微降至 9.61%，较去年微降 0.02 个百分点。值得注意的是，该集团归属于上市公司股东的净利润创下了自 2011 年以来的新低，仅为 161.18 亿元，同比骤降了惊人的 34.3%。现扣非归母净利润 89.9 亿元，相比去年下降了 51.6%，主要原因是产业价值链和供应链遭遇阻碍、市场波动加剧以及高价位的原材料成本。此外，公司还进行了 35.41 亿元的资产减值准备，涉及应收账款、库存和长期资产等多个领域，这进一步降低了年度利润总额，导致业绩表现下降。

整车业务收入 5050.7 亿元，同比下降 9.3%，投资收益 147.0 亿元，同比下降 45.9%。在 2022 年，上汽大众归属母公司的净利润降至 87.29 亿元，首次低于百亿元，同比减少了 14.3%；而上汽通用的净利润则为 55.79 亿元，同比下降了 23.2%，与 2019 年相比将近腰斩。两家合资公司合计贡献投资收益 71.5 亿元，同比下降 18.0%，合资企业的利润下滑影响公司投资收益。

公司将坚守市场导向原则，积极顺应“新四化”的宏观趋势，将自主品牌的能力建设视为关键策略，通过不断加速重大创新项目的转化应用作为推动力，同时依托数字化转型的技术革新，致力于同步提升制造与服务的综合实力，构建一个在品牌形象上更具号召力，运营体系更为卓越，管理机制更为灵动的全新上汽集团。在继续保持整车销量国内行业领先地位的同时，着力推动结构调整和布局优化。计划到 2025 年，公司将在世界范围内销售七百万台汽车，其中：在品牌构成方面，由以合资企业为主导的汽车市场，

逐步转向以汽车和汽车为主导的汽车市场，在世界范围内销售的汽车占到 60%以上。在产品技术方面，实现了由传统车型向电动、智能化、互联化方向转型。配备 L2 级及之上的智能网联汽车在我国市场份额已突破 50%。在营销布局方面，实现了由以本土化为主转向以本土化和国际化并举，在国外销售了一百五十万台，占了 20%以上，力争打造一个拥有行业全球性竞争力和品牌国际影响力的万亿规模的汽车工业集团，成为世界一流的汽车企业。预计在 2022 年，公司将实现汽车销售 600 万台，较上年同期增加 10%，实现营业收入突破 8 千亿，营业成本约 7100 亿。

## 3.2 上汽集团资本结构纵向分析

### 3.2.1 总资本构成

#### (1) 产权比率

表 3.1 2018-2022 年上汽集团产权比率情况

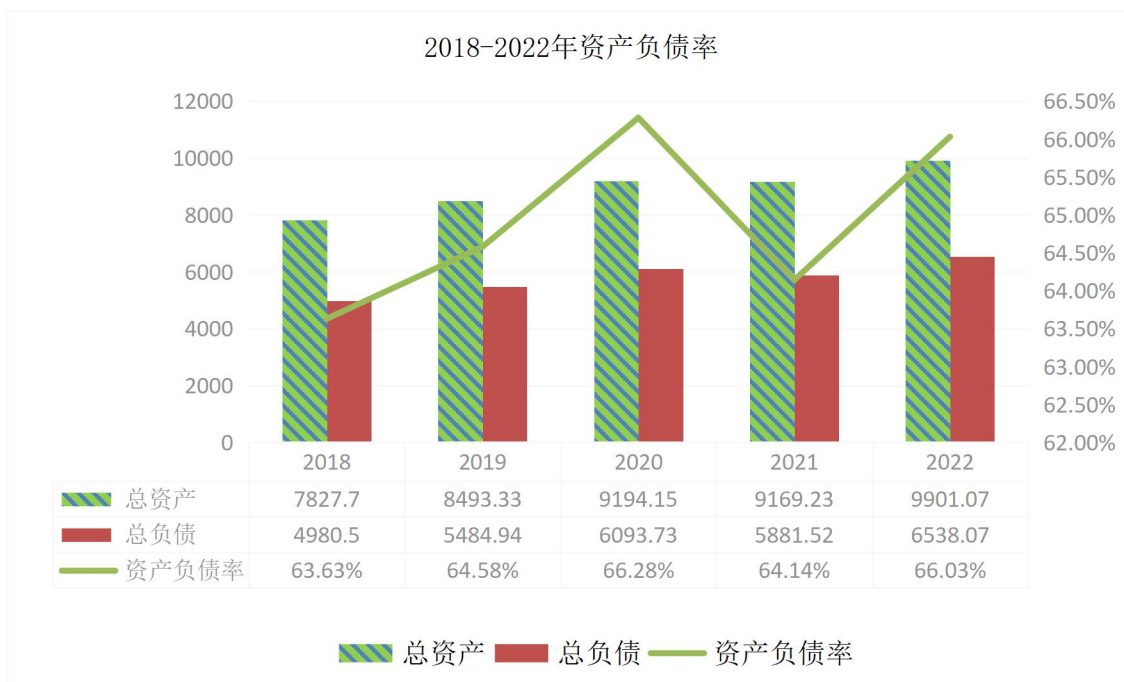
	2018	2019	2020	2021	2022
总资产（亿元）	7827.7	8493.33	9194.15	9169.23	9901.07
总负债（亿元）	4980.5	5484.94	6093.73	5881.52	6538.07
所有者权益（亿元）	2847.2	3008.4	3100.41	3287.71	3363
产权比率（%）	2.13	2.2	2.34	2.15	2.34

（数据来源：同花顺）

根据表 3.1 的数据分析，我们可以观察到上汽集团在 2018 年到 2022 年期间的产权比率相对较高。具体来说，2018 年到 2020 年期间，该公司的产权比率分别达到了 2.13、2.2 和 2.34，均远超过了理论上建议的 1.0 的标准，表明总负债量超过了所有者权益。尽管 2021 年产权比率有所下降，2022 年却再次上升至 2.34，显示了较高的偿债风险。在这几年中，上汽集团通过发行债券和中期票据等方式筹集资金，如 2019 年 9 月发放的 30 亿元 3 年期固定利率债券，以及上汽金控在 2020 年 10 月和 2021 年 8 月分别发行的 10 亿元和 5 亿元中期票据。此外，公司还大力投入技术研发，致力于打造新一代智能电动车架构、智能重卡项目以及开发可快充、可快换、可升级的电池平台、新一代电

轴、800V 电驱动系统和电池包等资产扩张活动导致债务规模增加。因此，从其产权比率的分析来看，上汽集团面临的偿债风险和压力较大。

## (2) 资产负债率



(数据来源: 同花顺)

图 3.2 2018-2022 年上汽集团资产负债率

从图 3.2 中可以看出，2018 年至 2022 年上汽集团的资产负债率均在 63% 以上，其资产负债率整体较高，债务融资规模居高不下，且有扩大趋势，是行业内的高杠杆企业。特别是 2018 年以来，上汽集团的负债率持续上升，2020 年上半年更是高达 66.28%，为过去 5 年的新高，表明上汽公司面临着巨大的债务融资和偿债风险。该公司的负债比率大幅升高，其中一个主要的因素是受新冠疫情的冲击，上汽公司的资金流转效率降低。与此同时，上汽集团在 2020-2022 年间连续发行了 500 亿、300 亿、500 亿人民币的企业债和中期票据进行了大量的筹资。由于上述原因，企业的整体负债水平明显提高。2021 年，公司的总资产规模维持平稳，但债务水平小幅下滑。这种变动主要是因为企业调整了筹资方式、调整了股利政策和新冠肺炎期间的税收减免政策，公司的短期债务下降了 300 多万，其中包括应付债券、应付税费和应付股利。在各方面因素的共同作用下，2020 年上汽公司的负债率由 2020 年的 66.28% 降至 2021 年的 64.14%。



2022年，上汽集团的资产负债率攀升至66.03%，这一变化的关键因素在于上汽集团商业信用负债为805亿元，2020年的商业信用负债仅为555亿元，同比增长率超过40%，这些短期借款为集团日常经营提供资金支持，但也增加了负债压力。芯片短缺和地区限电再次打击产能，增加了资产负债管理难度。同时上汽集团海外业务比重大，人民币兑外币汇率波动会对资产负债表产生一定影响，从而影响资产负债率数值。以上原因的叠加，是上汽集团近年来资产负债率持续上升的主要成因。未来它需要通过多措并举来控制和优化资产负债结构，降低财务风险。

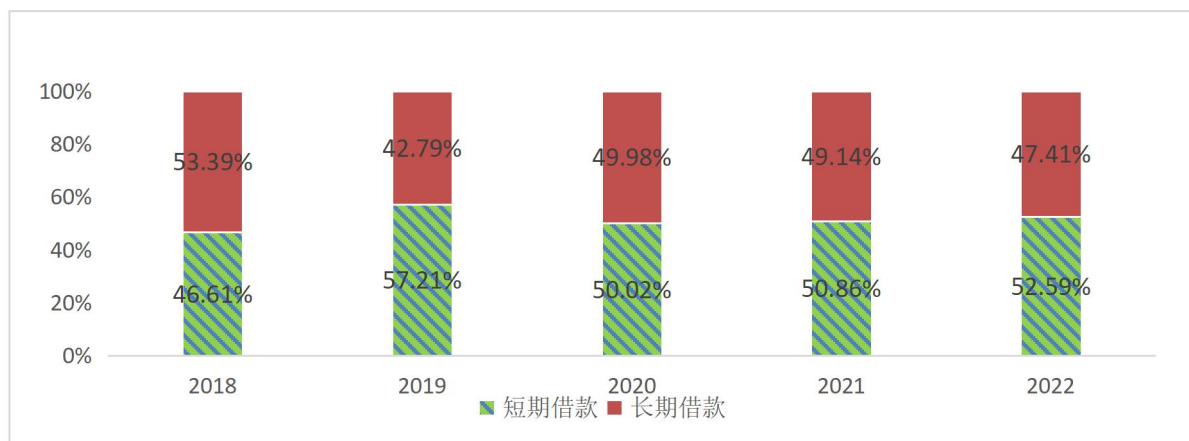
### 3.2.2 债务结构

#### (1) 短期借款与长期借款分析

表 3.2 2018-2022 年上汽集团负债结构

	2018	2019	2020	2021	2022
短期借款（亿元）	167.26	255.88	236.29	278.49	383.37
短期借款增长率（%）	/	52.98%	-7.66%	17.86%	37.66%
长期借款（亿元）	191.58	191.37	236.08	269.11	345.55
长期借款增长率（%）	/	-0.11%	23.36%	13.99%	28.40%
借款总计（亿元）	358.84	447.25	472.37	547.6	728.92

（数据来源：同花顺）



资料来源：上汽集团 2018-2022 年年报

图 3.3 2018-2022 年上汽集团短期借款与长期借款占比

短期借款总体呈上升趋势，2018年为167.2亿元，2022年为383.3亿元，五年增长了近1.3倍。长期借款呈波动上升趋势，2018年为191.5亿元，2022年为345.5亿元，五年增长约80%。2018-2020年，短期借款增长较快，公司近年销售受疫情等不利因素影响，产品销售周期延长，增加了短期资金需求。2021年后长期借款增速超过短期借款，表明近期重点更多放在支持长期项目建设，缓解短期借款依赖，有利于企业发展。2021-2022年公司年度报告注明，近期重点调整向长期债务。2021年长期债务同比增长超过短期债务。在债务的到期结构上，若企业拥有大额的长期债务，则企业的短期债务负担不会太重。上汽集团近年来积极布局新能源汽车，聚焦汽车产业升级转型。上汽集团在过去5年中，通过增加无形资产投入和重大项目建设，将新能源汽车研发视为长期战略性项目，在技术研发和产品开发等方面持续增加投入，实现产学研结合，支持企业长期发展。从图3.3来看，上汽集团的短期借款与长期借款的比例相对稳定，近五年均维持在50%上下。仅有2019年短期借款增加52.98%，占比达五年最高，为57.21%。长期借款规模从2018年的190亿增长到2022年的345亿，增长速度较快但控制在一个合理区间。截止2022年年底，短期借款和长期借款分别占比52.59%、47.41%，短期借款占比略有增加，但总体来说二者较为均衡。由此来看，上汽集团债务期限结构稳健，短期偿债压力在可控范围内，财务风险较为合理，但借债成本仍值得进一步关注。

## (2) 有息债务占比

表 3.3 2018-2022 年上汽集团有息债务情况

	单位：亿元				
	2018	2019	2020	2021	2022
短期借款	167.26	255.88	236.29	278.49	383.37
长期借款	191.58	191.37	236.08	269.11	345.55
一年内到期的非流动负债	146.14	268.38	234.27	256.97	395.44
应付债券	133.75	161.62	234.92	193.97	151.22
长期应付款	11.98	15.67	15.46	11.45	8.9
有息负债总额	650.71	892.92	957.02	1009.99	1284.48
货币资金	1237.71	1278.27	1425.65	1385.26	1551.57
货币资金-有息负债总额	587	385.35	468.63	375.27	267.09
负债总额	4143.23	4628.03	5108.84	4804.81	5439.75
有息负债/负债总额	15.71%	19.29%	18.73%	21.02%	23.61%

资料来源：上汽集团 2018-2022 年年报

从有息负债与货币资金情况来看，上汽集团 2018-2022 年的货币资金涵盖了有息债务，而“货币资金”与“有息负债总额”之间的差异很大，这表明该公司拥有充足的资本，无论从短期还是从长远来看，都不存在偿债风险。但值得注意的是，有息负债金额增长较快，2022 年总的有息债务为 1284.48 万元，为 2018 年的 1.97 倍，而货币资金”减“有息负债总额”的差额逐渐减少，2022 年较 2018 年降低 54.50%，说明上汽集团的有息负债增幅明显。

### (3) 商业信用融资

表 3.4 2018-2022 年上汽集团商业信用融资情况

单位：亿元

	2018	2019	2020	2021	2022
应收票据及应收账款	610.9	475.86	470.89	518.44	687.89
预付款项	186.94	289.39	391.02	226.75	221.77
应收预付款	797.84	765.25	861.91	745.19	909.66
应付票据及应付账款	1548.27	1700.48	2050.47	1990.52	2442.81
预收款项	153.55	118.73	/	/	/
应付预收款	1701.82	1819.21	2050.47	1990.52	2442.81
应付预收款-应收预付款	903.98	1053.96	1188.56	1245.33	1533.15

资料来源：上汽集团 2018-2022 年年报

从商业信用融资情况来看，上汽集团 2018-2022 年无偿占用上下游资金从 903.98 亿元增长至 1533.15 亿元，增幅高达 69.6%，上汽集团从上下游公司得到了大量无息贷款的支持。趋势表明，上汽集团具备出色的议价能力和竞争力，享有较高的话语权，在新冠肺炎疫情的影响下，上汽集团明显通过商业信用的手段为减轻了集团的债务压力。再结合上述两张表可以看出，上汽集团商业信用融资金额每年均高于有息借款金额，说明公司在供应商和银行等方面的信用评级和信用额度都在不断提升。这也说明商业信用融资是上汽集团的重要融资渠道。

### 3.2.3 股权结构

本部分将讨论集团股权结构的均衡性，通常情况下，当企业的股权集中度超过 50% 以上，如同上汽集团的情况，意味着最大股东具备对公司绝对的控制力，其他股东难以

对决策施加实质性影响。在这种情况下，公司的决策往往由单一股东主导，可能导致上汽集团的内部治理结构失衡，进而阻碍其长期发展。如当股权集中度在 25%至 50%的范围内时，表明公司股权分布相对均衡，有利于决策的公正与效率。而如果集中度低于 25%，则可能暗示第一大股东持股比例偏低，易引发股东间的潜在交易纷争，以及管理层内部的不稳定因素。因此，股权结构的合理性对于上汽集团的运营至关重要。

表 3.5 2022 年上汽集团前十大股东持股情况

机构或基金名称	持有数量(股)	占总股本比例	股东类型
上海汽车工业(集团)有限公司	73.24 亿	62.69%	其它
中国远洋海运集团有限公司	6.79 亿	5.82%	其它
跃进汽车集团有限公司	4.14 亿	3.54%	其它
上海国际集团有限公司	4.03 亿	3.45%	其它
中国证券金融股份有限公司	3.50 亿	2.99%	其它
香港中央结算有限公司	2.30 亿	1.97%	其它
中央汇金资产管理有限责任公司	9858.50 万	0.84%	其它
河北港口集团有限公司	8771.93 万	0.75%	其它
中信建投证券-中国华融资产管理股份有限公司-中信建投-先锋单一资产管理计划	7168.89 万	0.61%	集合理财计划
中信证券股份有限公司	4907.30 万	0.42%	证券公司

资料来源：上汽集团年报

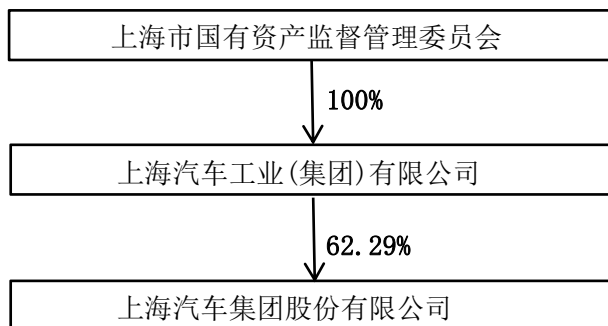


图 3.4 上汽集团控股层级关系

从控制权关系来看,2022 年年报显示,上海市国有资产监督管理委员会是上汽集团最终的控制人,实际控制人为上海汽车工业(集团)有限公司绝对控股,2022 年底持股 73.24 亿股,占总股本比例为 62.69%。除控股股东以外,其余十大股东占比单个均不超过 6%,合计为 20.39%,占比较低,股权集中度较高,但从利润分配来看,近几年持续实现利润分红,红利率在 2-4%之间,兼顾股东回报和公司长期发展,从股东大会决议来看,未见重大决议缺乏充分讨论的情况,从风险控制来看,年报详细披露各项风险及防控措施,风险控制能力强。虽然近几年营收增长速度有所放缓,但 2018-2022 年净利润保持在 200 多亿元以上,2022 年也有 480 多亿元,经营效益持续保持较高水平,说明管理层运营能力强这也反映了上汽集团控制权相对稳定,管理层内部结构稳定,

从股权融资情况来看,上汽集团由于公司属性,股权结构相对比较稳定。自 2010 年以来,集团在 2011 年和 2017 年共计定向增发 2 次,其中 2011 年定向增发募集金额 291.16 亿人民币;2017 年定向增发募集金额为 148.54 亿人民币,由上海汽车工业(集团)总公司、中原资产、平安资产、恒健投资和中国华融等公司共同投资。筹集的款项将会被用作新能源领域的投资,其中主要涉及到新能源汽车研发,燃料电池,自主互联网汽车的研发,和电商平台车享网。近 5 年来,上汽集团主要依靠各类债券融资来满足资金需求,而没有通过再次增发股份或其他股权融资方式进行融资。审视其全部的资本融资历程,上汽集团涉足股权融资的活动显得相对有限,主要还是倾向于通过发行债券来进行规模化融资。依赖单一的融资渠道无疑会显著提升企业的融资风险及财务风险。

### 3.2.4 内源资本

优序融资假说主张,内源性融资在企业的融资策略中通常占据首要位置。相较于通过银行贷款、发行债券或股票等外源融资方式,内源融资具有明显的成本优势,因为它不涉及支付外部借贷的利息或发行费用,这样不仅能够降低融资成本,还能有效避免因过度借贷而带来的财务风险。通过利用内源资本进行融资,企业可以避免发行新的股份,从而不会稀释现有股东的股权,保障股东的控制权不受影响。内源资本的主要来源包括留存收益和折旧,这两者为企业自身运营活动所产生。此外,控制现金分红也是增强内源融资能力的有效手段,企业选择降低现金分红,有助于企业在内部积聚更充足的现金流,从而增强财务稳定性和自主性,减少对外部融资的依赖。这种做法在财务管理实践中是一种常见且有效的内源融资策略,有助于企业实现稳健的财务管理和持续的业务发

展。

### (1) 现金分红比例

表 3.6 2018-2022 年上汽集团股利分配的情况表

报告期	分红方案说明	分红总额	股利支付率	税前分红率
2018	10 派 12.60 元(含税)	147.21 亿	40.88%	4.94%
2019	10 派 8.80 元(含税)	102.81 亿	40.16%	4.89%
2020	10 派 6.20 元(含税)	71.77 亿	35.39%	3.25%
2021	10 派 6.82 元(含税)	78.47 亿	32.17%	4%
2022	10 派 3.371 元(含税)	38.74 亿	24.08%	2.33%

资料来源：上汽集团 2018-2022 年年报

2018 年至 2022 年上汽集团每年都进行股利分配，每次股利分配均为现金分红。但从近五年的分配趋势来看，上汽集团股利支付率逐渐递减，2018 年、2019 年股利支付率较高，均达到 40% 以上。自 2020 年以来，分红总额和股利支付率都明显下降，尤其是 2022 年，股利支付率相比 2021 年下降了 8% 左右。究其原因，一是由于汽车行业整体不景气加上新冠肺炎疫情的冲击，企业收益锐减，需留存更多利润应对市场风险；二是由于公司业务转型，新能源汽车开发等需要大量研发资金投入，上汽集团在相对高杠杆的情况下减少股利分配是大势所趋。

### (2) 留存收益及留存收益增长率

表 3.7 2018-2022 年上汽集团留存收益情况

	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入（亿元）	9021.94	8433.24	7421.32	7798.46	7440.63
营业收入增长率（%）	/	-6.53%	-12.00%	5.08%	-4.59%
盈余公积（亿元）	408.43	408.43	408.43	408.43	408.43
未分配利润（亿元）	1150.97	1252.81	1349.64	1487.59	1569.07
留存收益（亿元）	1559.4	1661.24	1758.07	1896.02	1977.5
留存收益增长率（%）	/	6.53%	5.83%	7.85%	4.30%

资料来源：上汽集团 2018-2022 年年报

从营业收入变化情况来看，上汽集团近五年来受到行业整体低迷的影响、新能源政策补贴退坡影响以及 2020 年以来新冠肺炎疫情冲击等多方面因素，导致 2019 年、2020

年、2022年三年公司营业收入增长率均为负数。近年来仅有2021年营业收入增长率为正数，说明上汽集团的盈利能力有所下降。

从留存收益变化情况来看，2018-2019年，留存收益增长6.53%，主要原因是公司整车销量同比增长6.5%到达至630万辆，带动利润增长。2020-2021年，留存收益增长7.85%，主要原因是：车市需求恢复，整车销量同比增长12.5%到达至600万辆，同时新能源汽车政策支持持续，销量保持快速增长。2022年留存收益增长率低是因为整车销量同比下降，利润受影响。新能源汽车补贴政策调整，利润空间收窄。结合现金分红变化分析也可以看出，2019年及以后上汽集团的现金分红逐渐降低，留存收益变动趋势与营业收入相对一致。总体来看，面对经济总体下行的状况以及转型面临的困境，上汽集团更应留存更多现金，需要调整股利政策，促进资金积累。

### 3.3 上汽集团资本结构横向分析

为了更好的分析上汽集团资本结构存在的问题，本文将上汽集团影响资本结构的财务指标同汽车行业比较优秀的车企进行对比，探究其差异，并提出优化措施。新华网上市公司事业部联合企查查，以Choice金融终端数据，以中证行业分类为依据，梳理中国汽车行业上市公司市值榜单，我们选择了市值前十名中，在规模、业务范围和市场定位上汽集团相似的五家汽车制造业企业，分别为比亚迪、长城汽车、长安汽车、赛力斯和广汽集团作为参考对象。

#### (1) 资产负债率

表3.8 2018-2022年同行业与上汽集团资产负债率对比

	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年
上汽集团	66.03%	64.14%	66.28%	64.58%	63.63%
比亚迪	75.42%	64.76%	67.94%	68.00%	68.81%
长安汽车	56.90%	58.74%	54.78%	54.99%	50.63%
赛力斯	79.16%	75.86%	78.61%	73.76%	73.00%
广汽集团	35.67%	39.95%	39.32%	39.99%	41.02%
长城汽车	64.82%	64.58%	62.77%	51.90%	52.86%
平均值	63.00%	61.34%	61.62%	58.87%	58.33%

数据来源：东方财富

上汽集团在过去几年的资产负债率保持在相对稳定的水平上，如表3.8所示，从

2018年的63.63%逐渐增加到2022年的66.03%。相较于行业平均水平，该企业的负债资产比例较高，这可能反映了它有较高的债务水平或较大的资产规模。其原因主要在于对于短期融资券方面，上汽集团可能在某些年份面临短期资金需求，通过发行短期融资券来筹资。短期融资券的发行会增加公司的短期债务，从而导致资产负债率的上升。其次，中长期债券的发行也可能是上汽集团资产负债率上升的原因之一。公司需要进行大规模的投资或扩张，它发行中长期债券来融资。这将增加公司的长期债务，并对资产负债率产生影响。另外，上汽集团发行了绿色债券来支持绿色项目，那么绿色债券的额度将反映在公司的负债中，从而对资产负债率产生影响。如表3.9所示，上汽集团利用中长期债券融资100亿，绿色债券融资29.1亿，连续发行债券在短时间内有效地缓解了公司资金压力，但同时，这也导致了上汽集团的债务偿还风险显著增加，揭示了其过度依赖债务融资的状况。另一方面，广汽集团的负债资产比率显著低于行业平均，显示出其强大的长期偿债能力，以及有效利用财务杠杆以获取更高收益的优势，这是因为广汽集团并没有对广汽丰田和广汽本田等资产并表。上汽集团的偿债风险较高，财务风险比较大。

表3.9 债券融资公告

年份	债券名称	票面利率	面值
2021	19 上汽 01	3.42%	30 亿
	19 上汽 02	5.75%	20 亿
	19 上汽绿色 01	2.52%	9.10 亿
2022	19 上汽 01	3.42%	30 亿
	19 上汽 02	5.75%	20 亿
	19 上汽绿色 01	2.6%	20 亿

## (2) 流动负债比率

表3.10 同行业公司与上汽集团流动负债率对比

	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
上汽集团	83.21%	81.69%	83.84%	84.38%	83.19%
比亚迪	89.48%	89.45%	77.89%	81.20%	87.08%
长安汽车	90.73%	90.86%	96.62%	91.71%	91.17%
赛力斯	86.83%	77.78%	78.64%	76.02%	78.06%
广汽集团	83.48%	79.24%	75.48%	75.67%	74.11%
长城汽车	79.77%	84.38%	83.97%	93.02%	92.00%
行业均值	85.58%	83.90%	82.74%	83.67%	84.27%

数据来源：东方财富



从表 3.10 可以看出,所选取的汽车企业都偏好利用流动负债进行融资,上汽集团的流动负债率基本上是和行业平均水平持平的。与比亚迪、长安汽车相比,上汽集团流动负债率偏低。这是因为上汽集团规模较大,资产质量高,能力筹措长期资金较强,比亚迪、长安汽车近年发展迅速,资产规模扩张需要更多流动资金支持。与广汽集团相比,上汽集团流动负债率略高是因为广汽集团以商用车为主,产品周期较长,流动负债需求相对较低,上汽集团业务范围广,包括整车、零部件等,流动负债需求相对复杂一些。从疫情开始后,上汽集团多采用商业信用融资的方式,所以流动负债率较高。虽然上汽集团的流动负债比率在 80%以上,但接近行业平均,说明其短期偿债能力与同行企业相当,风险控制在一个合理范围内,只要上汽集团保持良好的盈利能力和现金流,同时控制好风险,与行业平均相近的流动负债率对其发展并不构成限制。因为行业特殊,所以整个流动负债比率很高,该行业的债务结构不稳定。

### (3) 内源资本对比

表3.11 2018-2022 年上汽集团与同行业企业内源资本占比对比

	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
上汽集团	19.97%	20.68%	19.13%	19.56%	19.92%
比亚迪	9.67%	10.64%	14.38%	12.86%	12.51%
长安汽车	30.77%	28.78%	31.28%	34.49%	38.63%
赛力斯	-11.15%	-4.38%	1.76%	7.53%	8.18%
广汽集团	32.21%	36.10%	35.26%	33.70%	32.59%
长城汽车	30.32%	27.69%	30.63%	39.00%	37.79%
行业均值	18.63%	19.92%	22.07%	24.52%	24.94%

数据来源:东方财富

从 2018-2022 年同行业内源资本占比数据可以看出,上汽集团内源资本占比一直保持在 19%-20%之间,2021 年和 2022 年高于行业平均水平,表现较为稳定,这得益于其规模优势,但相对于毛利率较高的企业,还需通过不断优化提升自身核心竞争力。广汽集团和长城汽车内源资本占比都超过 30%,高于同行业其他企业,这主要因为它们重卡等汽车毛利率高达 30%以上,高于上汽集团轻型车平均毛利率 15-20%。未来上汽集团需要开拓重卡等高毛利产品市场,以提升整体毛利水平。赛力斯内源资本占比偏低,主要因为近年来经营不佳,亏损较多,内部资本积累能力相对不足。比亚迪虽然内源资本占比较低,这是因为比亚迪现金分红比例较高而且比亚迪在新能源车电池和电控等关键技术方面投入很大,单辆毛利高达 3 万元,高于上汽集团新能源车平均毛利水平。总体来

说，上汽集团应该调整产能结构，减少股利支付，积累资金，加快新技术研发力度。

### 3.4 上汽集团资本结构存在的问题

#### 3.4.1 资产负债率偏高

2022年，上汽集团资产负债率达到66.03%，高于同行业平均水平。高资产负债率意味着企业使用了较多债务进行运营和投资，偿债风险大。2018-2022年，上汽集团资产负债率从63.15%持续上升，2020年曾高达66.28%。这与其利用大量银行贷款等债务融资手段扩张规模有关。长期高杠杆运营会增加企业的经营和偿债风险。上汽集团正积极发展新能源车等新业务，但资产规模相对较小，2022年净利润仅152.9亿元。高资产负债率意味着更多资金用于偿还债务，难以支撑新业务的快速增长。上汽集团资产规模巨大，一旦资产负债率下降，需要大量减少债务规模，对企业运营和现金流将产生很大影响。这对上汽集团的资本结构调整提出了更高难度。总之，上汽集团资产负债率水平高、上升趋势明显，已成为其资本结构的重要问题，给企业发展带来一定障碍，需采取有效措施进行调整优化。

#### 3.4.2 融资方式单一

我们了解上汽集团年报发现，上汽集团主要依靠债务融资。从2018-2022年的数据看，上汽集团的债务融资占比一直高于60%，最高达到67%，而股权融资占比则一直低于40%。这说明上汽集团过于依赖债务融资，融资结构单一。上汽集团债务融资中，短期借款比例高。短期借款不但利率较高，还会增加企业的经营风险。与长城汽车相比，上汽集团股权融资比例明显偏低。长城汽车2020年股权融资占比达到39%，相比同期新能源车企如比亚迪，上汽集团在利用政策支持发展新能源车方面落后，未充分利用政策红利。融资渠道单一会增加上汽集团的经营风险，一旦资金链断裂，将面临严重后果。上汽公司应该拓宽融资渠道，加大股票融资比例，运用金融政策对绿色债券的发行进行扶持，达到多元化的目的，并进一步优化公司的资金结构。如果未来银行信贷政策进一步收紧，上汽集团的融资压力将进一步加大，新能源汽车产业的高速发展将会使其财务压力进一步加大。

### 3.4.3 债务结构不合理

从上文分析中我们可以看出，2022年年底，上汽集团短期借款占总债务的比例为52.59%，长期借款占比为47.41%，相比同行业平均水平偏低，不利于支持企业长期投资需求。短期借款比重高于长期借款，表明债务结构偏向短期。自从2021年以来上汽集团面临原材料价格上涨、供应链受阻等市场环境挑战。这给企业资金链施加了一定压力。同时我们可以观察到上汽集团每年有息负债金额增长较快，2022年有息负债总额为1284.48万元，是2018年的1.97倍，上汽集团于2019年9月和11月分别发行人民币30亿元和20亿元3年期固定利率公司债券。此外，子公司上汽金控也于2020年和2021年分别发行人民币10亿元和5亿元中期票据，这些债务融资导致上汽集团有息负债和总负债规模快速增长。高比例的有息负债将增加企业的融资成本，尽管现金余额可以覆盖有息负债，但如果未来利率上升或经营现金流下降，将给公司带来更大财务风险。

上汽集团的商业信用融资的金额比有息借款的金额更高，上汽集团与供应商和经销商之间主要通过应收账款、应收票据、预付款项等资产进行质押融资，用应付账款进行反向融资，以及采购销售备付金等方式进行商业信用融资，获得短期资金支持。这种方式虽然手续简单，但也存在一定风险。银行对企业信用的评级直接影响融资额度和成本。信用状况如果恶化，将进一步加剧企业的融资困境。商业银行的借贷利率具有显著的波动性，容易受到宏观政策调控。一旦利率上调，将增加企业成本。上汽集团过度依赖商业信用融资会增加企业的经营风险，一旦应收应付款项链断裂，将对企业短期还款造成压力。上汽集团是一家大型汽车制造企业，资金需求较大，尤其是在新能源汽车领域的投入，商业信用融资难以满足新兴技术和新产品研发等长期创新投入的大额资金需求。包括芯片短缺等外部环境影响下，上汽集团需要更多灵活性资金支持其供应链调整，相比股权融资和其他中长期融资手段，商业信用融资难以提供持续和稳定的资金支持给企业的战略转型和产业升级。高比例的商业信用融资意味着上汽集团债务结构过于依赖短期资金，长期负债比重不足，一旦短期资金供给出现问题，将面临偿债风险。上汽集团未充分利用政策优势，与比亚迪公司积极利用新能源汽车购置税减免等政策不同，上汽集团在政策支持上存在不足，企业需要优化融资结构，拓宽融资渠道。

### 3.4.4 内源融资能力低

从上文的财务数据可以看出，2018-2022年上汽集团的内源资本占比一直保持在

19%-20%之间, 低于同行业平均水平, 表明内源资本积累能力相对不足。2019-2022 年公司营业收入同比下降, 2021 年和 2022 年净利润同比大幅下降, 这影响了企业内部资本的持续积累。但是 2021 年营业收入突然升高, 这是因为 2021 年是新冠疫情影响较小的一年, 全球经济复苏, 中国车市需求恢复增长。上汽集团 2021 年整车销量同比增长 12.5%, 达到 600 万辆, 海外整车销量同比增长近 30%, 2021 年是新能源汽车政策支持最力度最大的一年。根据国家发展改革委文件, 2021 年新能源汽车补贴标准再次上调, 上汽集团是新能源车主要生产商之一, 受益显著。留存收益的增长幅度受营业收入影响较大, 2018-2019 年增长 6.53%, 2020 年下降到 5.83%, 2022 年仅增长 4.3%, 反映出内源资本积累依赖营业收入, 缺乏稳定性。并且留存收益规模相对企业总规模来说还不足, 2022 年仅 1977.5 亿元, 难以支持企业快速发展需求。通过横向对比发现相比同行业, 上汽集团内源资本占比处于中上水平, 但相对于毛利率较高企业还需提升。上汽集团持续减少股利分配比例, 2018 年股利支付率高达 40%以上, 而 2022 年仅为 24.08%。这说明公司正逐步减少依赖外部融资, 但内部资本积累仍需加强, 公司尚未建立长效机制将分红与公司业绩和股东回报紧密衔接, 分红缺乏与经营业绩挂钩的情况仍存在。上汽集团提出了“全面国际化”和“新能源汽车”等战略目标, 但实现这些目标需要大量资金投入, 内源资本不足将成为制约因素。综上, 可以看出上汽集团内源资本积累面临规模、结构、依赖度不足问题, 如果长期不解决这些问题, 将会导致上汽集团资本结构的优化难度增加, 难以支持企业转型升级的需求。

## 4 基于财务权变理论的上汽集团资本结构影响因素分析

### 4.1 路径依赖对资本结构的影响

#### 4.1.1 融资来源偏好

财务权变理论的创建者指出，资本结构的决策并非是孤立的，而是会受到企业以往的财务决策路径、选择的融资手段及偏好等历史因素的影响。换言之，企业的资本结构展示了其资源分配和战略发展方向，因此，企业的管理者在调整和优化资本结构时，需要建立在过往融资决策的基础之上，从而在不偏离原有发展轨迹的同时对其现行的资本结构进行优化和完善。

首先，我们要对上汽集团的融资方式进行分析，并分析其在股票发行和债券发行时的偏好。在此，本文将对上市公司股权融资进行研究，主要是指其已发售的股票、累计股本增值、公司所拥有的债权与债务。包括其短期贷款，长期负债和债券的发行，以发现其对融资方式的偏爱。

表 4.1 股权和债务融资方式（单位：亿元）

年份	股权融资		债务融资		
	股本	资本公积	短期借款	长期借款	应付债券
2018 年	116	553	167	191	133
2019 年	116	555	256	191	161
2020 年	116	570	236	236	235
2021 年	116	565	278	269	194
2022 年	116	579	383	345	151

资料来源：新浪财经

表 4.2 股权融资和债务融资占比

年份	股权融资	债务融资
2018 年	36%	64%
2019 年	35%	65%
2020 年	34%	66%

续表 4.2

年份	股权融资	债务融资
2021 年	36%	64%
2022 年	33%	67%

资料来源：根据上汽集团年报计算所得

由表 4.2 可以看出，从 2018-2022 年的数据看，上汽集团的债务融资占比一直高于股权融资占比，上汽集团明显偏好于债务融资。从表 4.1 可以看出，上汽集团倾向于利用短期融资。上汽集团的短期债务比例持续超过长期债务比例，存在一定程度的短债长借问题。从上文分析也可以看出，上汽集团对股权融资利用相对较少。近 10 年仅有两次定向增发，融资规模也较小。从上汽集团管理层讨论看，公司注重利用杠杆带来的资本成本优势。从企业利润表看，2022 年利息费用为 224.44 亿元，通过债务融资获得的税收优惠显著。因此上汽集团偏好债务融资，主要是利用低成本、可控风险及路径依赖等优势满足大规模资金需求，这与其作为国内最大汽车企业的实际情况相符。

#### 4.1.2 融资方式偏好

从先前的分析中可以了解到，上汽集团倾向于采用债务融资策略。为深入了解其具体倾向于哪种债务融资模式，本文将深入剖析上汽集团的债务融资结构，以揭示其首选的债务融资形式。债务融资的内部结构详情见表 4.3：

表 4.3 上汽集团 2018-2022 年债务内部结构

	2018	2019	2020	2021	2022
有息负债	15.42%	18.96%	18.43%	20.78%	23.45%
商业信用	61.97%	60.37%	59.87%	58.30%	48.56%
短期借款	46.61%	57.21%	50.02%	50.86%	52.59%
长期借款	53.39%	42.79%	49.98%	49.14%	47.41%

数据来源：上汽集团公司年报

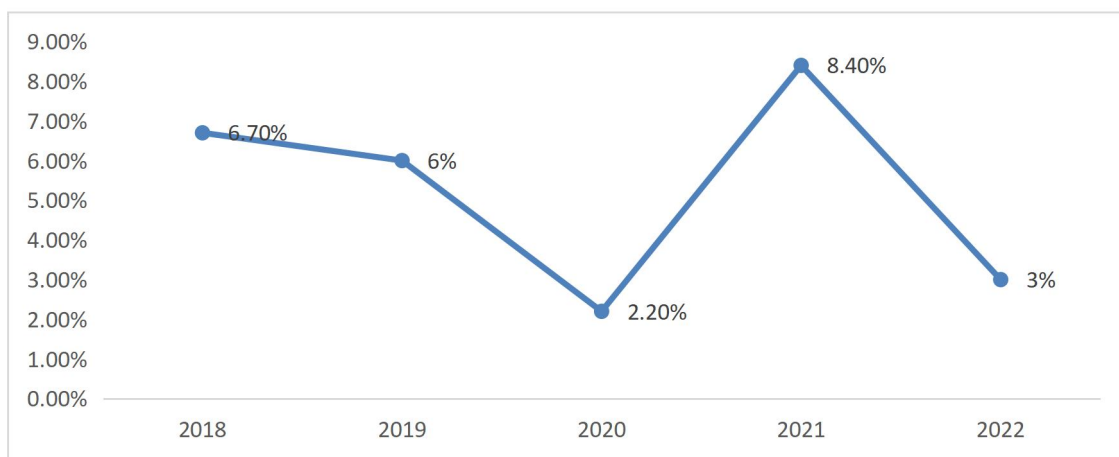
根据图 4.3 数据显示，从 2018-2022 年的数据可以看出，从有息负债比重来看，2018-2022 年有息负债比重从 15.42%持续增长至 2022 年的 23.45%，表明上汽集团逐年

增加对债务融资的依赖。从商业信用比重来看,2018-2020年商业信用融资占比超过60%,表明此前上汽集团主要依靠商业信用融资。但2021-2022年商业信用融资比重下降至58.3%和48.56%,显示其开始减少对商业信用的依赖。从短期长期债务比重来看,2018-2019年短期借款占比超过长期借款,表明此前短债长借问题突出。但2020-2022年短期借款占比基本稳定在50%左右,与长期借款比重趋于平衡,风险得到一定控制。综上,可以看出上汽集团融资方式正从过去依赖商业信用融资,转向增加对有息债务融资的依赖,同时也在优化债务期限结构,从过去的短债长借趋向平衡。

## 4.2 外部因素对资本结构的影响

### 4.2.1 GDP 的实际增长速度

GDP 增速较快,意味着宏观经济环境繁荣,这时企业往往更倾向于加大债务融资的规模,利用杠杆效应追求更高回报。GDP 增速放缓,可能意味着银行贷款数量受限,企业可能面临更高的融资成本。这时企业应考虑减少对债务融资的依赖,增强股权或内部融资比例。



资料来源:中国国家统计局

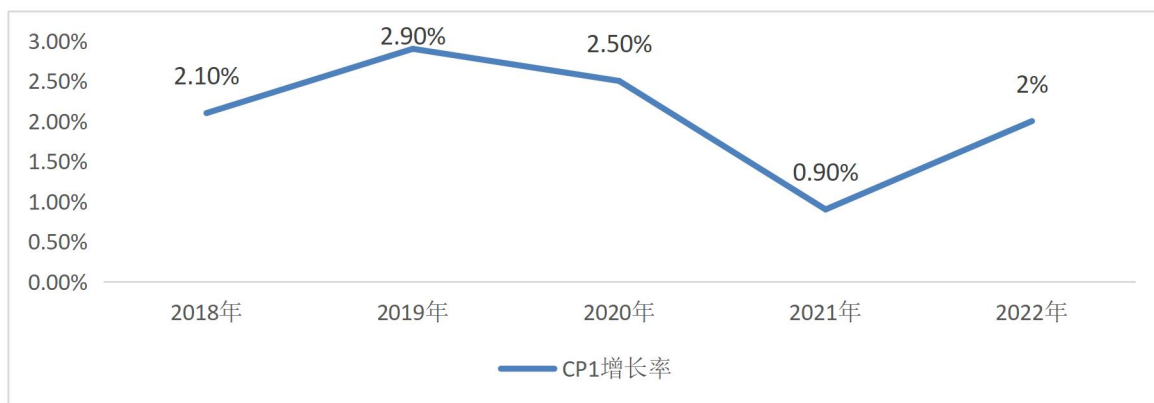
图 4.1 GDP 增长率

近几年来,中国的 GDP 增速经历了一定的波动。在过去的十年中, GDP 一直保持着相对较快的增长速度,尽管也面临着一些增长放缓的压力。这种变化是由多种因素引起的,包括国内外经济环境的变化、中国经济结构调整和其他宏观经济政策的影响。2019

年,受国内外环境挑战的影响,中国经济增速放缓,全国年度GDP增长率达到6.1%。2020年受到新冠疫情(COVID-19)的巨大影响,中国的GDP增长率进一步下降。2021年随着经济的逐步恢复和疫情防控措施的有效实施,中国经济恢复增长。2021年中国GDP增长约8.1%,这一增速超过了中国政府设定的年初目标。2022年根据年初时的预测,预期中国GDP增速可能会有所放缓,因为正面临着复苏动能减弱、全球供应链中断以及其他国际政治和经济因素的挑战。2021年,GDP恢复增长,但增速可能难以持续,2022年面临下行压力。这给上汽集团带来不确定性,增加了融资难度和成本。GDP增速放缓后,银行对企业风险评级可能下降。上汽集团作为汽车制造企业,其经营与经济周期挂钩,在经济下行期面临更大不确定性。这可能使银行在贷款审批时更为谨慎,降低贷款批复比例,增加上汽集团的融资难度。为降低融资成本风险,上汽集团需要优化资本结构,一方面降低杠杆比例,另一方面开拓低成本融资渠道,如股权融资、项目融资等。这将迫使上汽集团加快调整原有依赖债务融资的资本结构模式。

#### 4.2.2 通货膨胀率

通货膨胀率的上升对于企业而言,带来了成本预测的挑战和收入不稳定性加剧,因为不断上涨的价格水平使得对未来的财务规划与现金流量预测变得更加困难。企业可能因此增加更高的风险溢价,以调整未来现金流的估值。高通胀环境也可能导致借贷成本上升,因为债权人为了弥补通胀的损失,往往会要求更高的利率。因此,企业倾向于降低对外部债务融资的依赖,减少新的借贷,并可能更多地利用内部资金或股权融资。综上,可以认为通货膨胀与企业的资本结构存在逆向关联,即通货膨胀上升时,企业对债务融资的依赖可能会下降。



资料来源:中国国家统计局



图 4.2 CPI 增长率

2022 年 CPI 同比增长 2%，2021 年 CPI 同比增长 0.9%，2020 年 CPI 同比增长 2.5%。2022 年通胀水平较 2021 年有所上升，但整体通胀环境还处于较低水平。尽管通胀上升，但受益于原材料价格回落，上汽集团单位生产成本下降。2022 年上汽集团资产负债率 66.03%，高于 2021 年的 64.14%，通胀环境下，上汽集团融资成本上升，资产负债率有所增加。购车决策延后。高通胀环境下，消费者购买力下降，可能会延期更换车辆的计划。如果通胀持续，上汽集团很可能面临整体销量的下滑。随着销量下降，上汽集团的主营业务收入将会相应下滑。总体来看，2022 年 CPI 上升对上汽集团影响有限，但通胀环境下，上汽集团利润下降，资产负债率和短期偿债压力均有一定程度上升，需要通过优化资本结构来降低财务风险。

### 4.2.3 货币政策

在 2019 至 2022 年的经济环境中，央行采取了一系列措施以缓和疫情对经济的影响，并促进经济的复苏。通过七次降低存款准备金率和实施拓宽信贷额度的策略，央行旨在降低银行资金成本，进而增加银行对企业的贷款量，减轻企业借贷的经济负担。国家统计局的数据也显示了 2022 年企业债券发行量和银行借款的规模实现了显著增长。这表明债务融资，包括企业债券和银行贷款等形式，成本降低，获取难度也降低，对企业来说更具吸引力。因此，在政策的刺激下，企业更倾向于使用债务融资，并且它们在企业资本结构中的比例预计将会提升。

## 4.3 内部因素对资本结构的影响

### 4.3.1 企业规模

规模越大，企业信誉度和资产质量越高，面临的风险越低。这使得大企业更容易获得低成本的债务融资，企业倾向于利用较低成本的债务融资来提升财务杠杆效应。企业产品和市场渠道更多元化，经营更稳定，这为债权人提供了更高的还款保障。规模大的企业内部资金积累能力强，可利用内部资金支持部分投资，降低对外部融资的依赖，通过发挥规模经济的作用，有效压低生产成本，进而提升利润空间，增加内部资金积累速度。

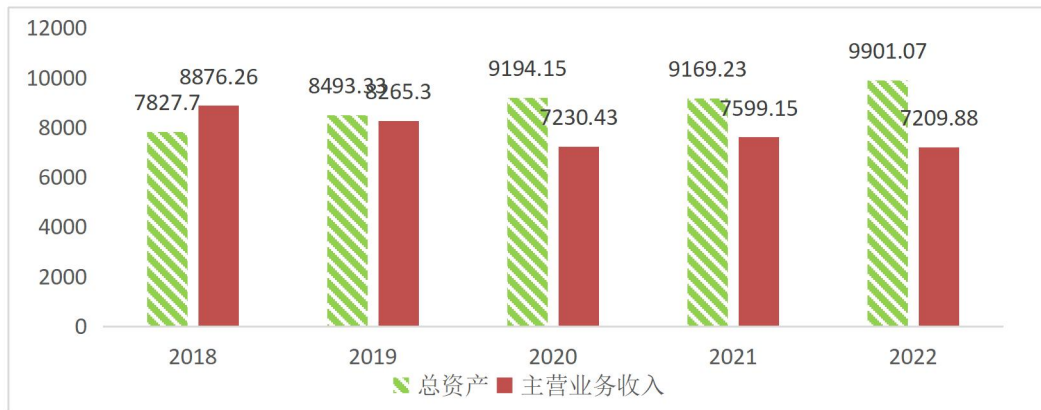


图 4.3 上汽集团 2018-2022 年总资产、主营业务收入

如图 4.3 所示，2018 年总资产 9169.23 亿元，2022 年增长到 9901 亿元，此可见，企业的规模和实力正稳步扩张。2018 年主营业务收入 8876 亿元，2022 年下降到 7209 亿元，反映企业市场竞争力在收缩。仅从规模的角度来看，企业可能是在变大。然而，规模的增大并不一定意味着企业的整体健康和长期成功。如果主营业务收入的下降是持续性的，那么尽管资产规模在增加，企业的长期可持续发展能力可能仍然受到质疑。企业会通过增加债务融资来弥补主营业务收入下降带来的影响。这也更符合上汽集团这几年面临行业不景气、新能源政策调整等挑战，通过增加债务融资来支持企业运营的实际情况。

### 4.3.2 企业盈利能力

企业的利润水平直接决定了其内部获得可持续再投资经营的资本量（即内源资本）。当企业盈利良好时，它能留存更多的资金用于内部发展和扩张，这部分资金通常不涉及额外的融资成本，具有较高的使用灵活性。内源资金可降低对外举债的筹资需求，从而降低了企业的负债资产比例，对改善资本结构起到积极作用。盈利能力的增强能够增加内源资本的比例，减轻因融资活动而产生的成本压力，使得企业能够保持更健康和更可持续的财务状态。因此，通过提高盈利能力，并有效利用留存的盈余来自我融资，企业能够降低负债比例，并更快地实现资本结构的优化。



图 4.4 上汽集团 2018-2022 年总资产收益率和净资产收益率

如图 4.4 所示，上汽集团 2018-2022 年的 ROA 和 ROE 整体呈下降趋势，说明其盈利能力在整体下滑。上汽集团为弥补盈利能力下降带来的内部资金短缺，从 2018 年到 2022 年实际增加了债务融资。根据年报数据显示，2018-2022 年期间，上汽集团的短期借款从 167.26 亿元增加到 383.37 亿元，长期借款从 191.58 亿元增加到 345.55 亿元。债务规模的实质性增长，导致上汽集团的资产负债率从 2018 年的 63.63% 上升至 2022 年的 66.03%，杠杆水平提高。资本结构调整成为债务融资主导，依赖外部融资成为企业运营的主要方式，这与盈利能力下降形成了内在联系。未来，上汽集团需通过内部改革提升盈利，减轻依赖外部融资，重新平衡优化资本结构。

### 4.3.3 企业成长能力

成长能力强的企业资金需求大，难以依靠内部资金满足，更倾向于通过增加债务融资来支持扩张，往往采取较高杠杆的资本结构战略。但是，成长能力强也意味着风险较高，资本结构需谨慎把握成长与风险平衡，成长能力下降时，企业可能优先调整过高的杠杆结构，通过内部融资等方式重整资本结构。成长能力不稳定会增加企业的资本成本，影响债务融资条件，需要关注与此对应的风险管理。

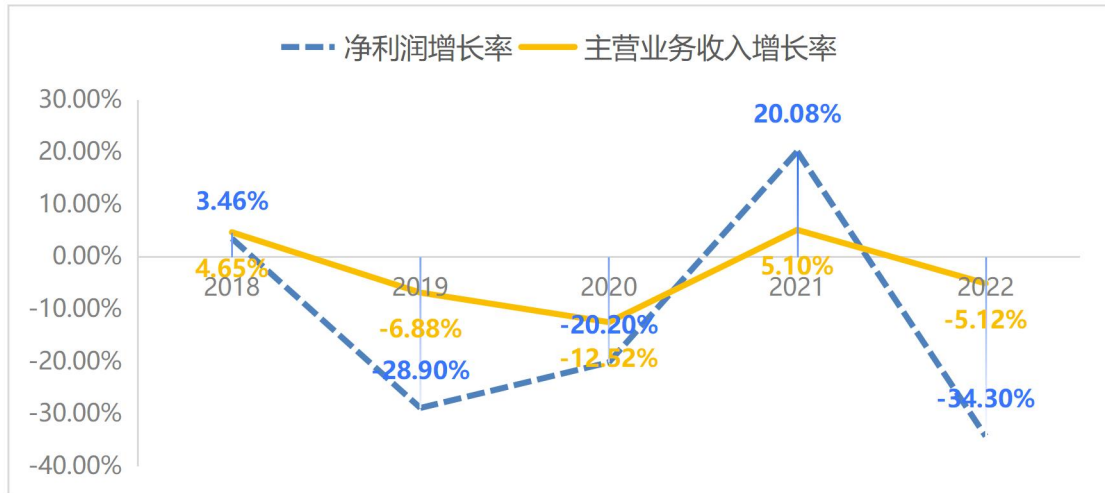


图 4.5 上汽集团 2018-2022 年净利润增长率、主营业务收入增长率

图 4.5 是对上汽集团 2018-2022 年的成长能力进行的分析,可以看出 2018-2019 年,上汽集团净利润增长率由 3.46%下降至-28.9%,主营业务收入增长率由 4.65%下降至-6.88%,表明 2019 年成长能力下降。汽车市场环境不好,2018-2019 年,中美贸易摩擦加剧,2020 年新冠疫情爆发,导致全球和国内汽车需求下滑。2021 年上半年,上汽集团积极采取措施补库应对需求,同时推出新车型新产品,提振销量。全年整车销量同比增长 5.5%。而且新能源汽车政策继续支持,2021 年前半个月,上汽公司为满足市场的需要,通过新的车型和新的产品来刺激销售,并在此基础上进行了一系列的调整。今年汽车销售较上年同期上升 5.5%。另外,国家对新能源车的扶持也在持续,2021 年上汽新能源汽车的销售较上年同期上涨 128.9%,稳居全国首位,带动了公司的盈利能力。上汽在全球市场的扩张步伐也在加快,其国外销售较上年同期上升了 78.9%。这提高了总体的规模效率和增长的实力。但是到了 2022 年,公司的净利润增速又一次下滑到了-34.3%,而主营业务的营收增速也下滑到了-5.12%,公司的成长性有所下滑。2022 年,尤其是上海等区域的电力限制,对上汽集团的生产经营造成了一些负面的冲击。上汽汽车的增长能力不稳定使其面临更大的筹资风险,从而促使其采用更高的债务杠杆以满足其对资本市场的需要。当企业的成长性继续下滑时,上汽必须首先对其过度负债进行调整,并采取内部筹资等手段对其进行重组。

#### 4.3.4 企业所得税影响

表 4.4 上汽集团所得税影响

	2018	2019	2020	2021	2022
所得税费用	71.45	59.39	56.69	67.04	76.16
税前利润	542.61	543.44	409.58	358.92	415.58
税率影响	13.17%	10.93%	13.84%	18.68%	18.33%

资料来源：根据上汽集团年报计算所得

相比股权融资，债务融资通过利息税盾可以降低企业实际成本，从而提高资本结构中的债务比例。如表 4.4 所示，2021 年和 2022 年，税费对税前利润的比例略高于其他年份，分别为 18.68% 和 18.33%，表明这两年其实际税率有所提高。高税率环境下，根据财务权变理论，上汽集团会倾向增加杠杆比例，利用更多债务融资带来的税收优惠。这也可能是上汽集团在这两年继续保持较高资产负债率的一个原因。低税率环境下，上汽集团将会较少考虑税收因素，资本结构决策更多基于其他因素如成长能力等。

#### 4.4 可持续增长对资本结构的影响

表 4.5 可持续增长

		2018	2019	2020	2021	2022
增长率比较	可持续增长率	4.64%	5.66%	3.06%	6.04%	2.29%
	实际增长率	3.62%	-6.53%	-12.00%	5.08%	-4.59%
政策分析	资产负债率	63.63%	64.58%	66.28%	64.14%	66.03%
	留存收益率	96.48%	98.58%	98.35%	78.23%	87.90%

资料来源：个人整理计算所得

从表 4.5 中可以看出，2018-2022 年，上汽集团可持续增长率高于实际增长率，表明在这五年公司有能力通过增加杠杆比例来支持更高增长。2020-2021 年，尽管可持续增长率下降，但资产负债率保持平稳，表明公司采取了其他方式弥补增长空缺。留存收益率下降趋势与可持续增长率变化一致，进一步证实公司利用杠杆支持增长的趋势。总之，上汽集团在可持续增长率高于实际增长时期，会增加杠杆比例来支持增长。未来，上汽集团可持续增长率持续下降时，也会相应调整资本结构，依靠股权融资或其他非杠杆方式。值得注意的是，实际增长率长期低于可持续增长率并不总是坏事，特别是对于注重长期稳定和风险管理的企业。

## 5 上汽集团资本结构优化设计

### 5.1 上汽集团资本结构优化设计的目标及原则

#### 5.1.1 设计目标

在优化企业资本结构时，不同的目标和策略应根据外部环境和内部条件而定。财务权变理论强调根据变化的环境和条件，企业需具备适应性，适时优化资本结构以确保持久的可持续增长。因此，可持续发展被认为是资本结构优化的最终目标，需要综合考虑各种因素，确保企业在发展过程中保持稳健和可持续。本文在针对上汽集团的情况下，选择可持续增长作为资本结构优化设计的目标。

#### 5.1.2 设计原则

在对上汽集团实行资本结构的优化配置的过程中，需遵循以下几个关键准则：首先是资本结构应具有灵活性，能够根据外部环境和内部条件的变化进行调整，以支持企业的长期可持续发展目标。其次是综合考虑各种因素，资本结构的优化需要综合考虑企业的财务状况、市场条件、和未来发展规划等多方面因素，以制定符合企业长期发展目标的资本结构策略。考虑过去的融资决策和资本结构选择对当前和未来的资本结构决策可能产生的影响，以避免不良路径依赖，确保资本结构优化符合企业长期发展需求。最后是恰当比例原则，优化资本结构时应调整长短期债务的搭配比例，同时利用好内部融资和外部融资各自的优点，以平衡不同资金来源的利弊。

### 5.2 上汽集团资本结构动态优化

#### 5.2.1 构建指标体系

为深入解决上汽集团资本结构优化问题，根据财务权变理论以及把上一部分分析出来的影响因素进行整理，从路径依赖、外部因素和内部因素三个维度中选取 12 个指标构建指标体系，并采用变异系数法对指标进行赋权。首先，财务权变理论的核心关注点在于实现企业可持续增长，可持续增长为第一层级的 W1。其次，第二层级分别是：路径

依赖 W2、外部因素 W3、内部因素 W4。最后，商业信用融资比例构成了 W2；GDP 增长率，居民消费水平构成了 W3；总资产，主营业务收入等内部指标构成了 W4。具体如表 5.1 所示。

表 5.1 指标体系

一级指标	二级指标	三级指标	指标类型
可持续增长 (W1)	路径依赖 (W2)	商业信用融资比例 (W21)	正向指标
		GDP (W31)	正向指标
	外部因素 (W3)	居民消费水平 (W32)	正向指标
		总资产 (W41)	正向指标
		主营业务收入 (W42)	负向指标
		净资产收益率 (W43)	负向指标
		总资产收益率 (W44)	负向指标
	内部因素 (W4)	主营业务收入增长率 (W45)	正向指标
		净利润增长率 (W46)	正向指标
		总资产周转率 (W47)	负向指标
		流动比率 (W48)	负向指标
		所得税 (W49)	正向指标

## 5.2.2 变异系数法下的模型构建

表 5.2 各原始数据值

一级指标	二级指标	三级指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
	路径依赖	商业信用融资比率(%)	61.97%	60.37%	59.87%	58.30%	48.56%
		国内生产总值(亿元)	919281.13	986515.2	1013567	1143669.7	1210207.2
	外部因素	全体居民消费水平(亿元)	25244.83	27504.14	27438.58	31013	31717.76
		总资产(亿元)	7827.7	8493.33	9194.15	9169.23	9901.07
	可持续增长率	主营业务收入(亿元)	8673.81	8046.16	7101.96	7459.77	7440.63
		净资产收益率(%)	0.15	0.1	0.08	0.09	0.06
	内部因素	总资产收益率(%)	0.06	0.04	0.03	0.04	0.02
		主营收入增长率(%)	0.03	-0.07	-0.12	0.05	0
		净利润增长率(%)	-0.1	-0.22	-0.25	-0.43	-0.23
		总资产周转率(%)	1.13	0.97	0.79	0.83	0.73
		流动比率(%)	1.09	1.1	1.11	1.13	1.07
		实际所得税(%)	59.39%	56.69%	67.04%	76.16%	52.28%

(1) 将各项指标的量化值代入一个矩阵中, 此矩阵包含 a 项指标和 b 项比较对象, 构建成如下的数据矩阵:

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

(2) 接下来, 对矩阵内的数值执行标准化处理步骤  
正向指标, 其标准化公式为:

$$r_{ij} = \frac{x_{ij} - \min(x_i)}{\max(x_{ij}) - \min(x_i)} \quad (5.1)$$

负向指标, 其标准化公式为:



$$r_{ij} = \frac{\max(x_{ij}) - x_{ij}}{\max(x_{ij}) - \min(x_{ij})} \quad (5.2)$$

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

通过标准化处理, 降低单位不同产生的影响, 得到了一个新的矩阵。

$$X = \begin{bmatrix} 1.000 & 0.881 & 0.843 & 0.726 & 0.000 \\ 0.000 & 0.231 & 0.324 & 0.771 & 1.000 \\ 0.000 & 0.349 & 0.339 & 0.891 & 1.000 \\ 0.000 & 0.321 & 0.659 & 0.647 & 1.000 \\ 0.000 & 0.399 & 1.000 & 0.772 & 0.785 \\ 0.000 & 0.533 & 0.783 & 0.668 & 1.000 \\ 0.000 & 0.523 & 0.776 & 0.640 & 1.000 \\ 0.903 & 0.268 & 0.000 & 1.000 & 0.684 \\ 1.000 & 0.645 & 0.555 & 0.000 & 0.615 \\ 0.000 & 0.396 & 0.857 & 0.752 & 1.000 \\ 0.625 & 0.465 & 0.407 & 0.000 & 1.000 \\ 0.298 & 0.184 & 0.618 & 1.000 & 0.000 \end{bmatrix}$$

(3) 计算均值

$$A_j = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n r_{ij} \quad (5.3)$$

(4) 计算标准差

$$S_j = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_{ij} - A_j)^2} \quad (5.4)$$

(5) 计算变异系数

$$V_j = \frac{S_j}{A_j} \quad (5.5)$$

(6) 计算权重

$$w_j = \frac{v_j}{\sum_{j=1}^n v_j} \quad (5.6)$$

表 5.3 变异系数法下各个指标权重计算结果

	均值	标准差	变异系数	权重
商业信用融资	0.690	0.398	0.577	0.067
国内生产总值	0.465	0.410	0.880	0.102
全体居民消费水平	0.516	0.418	0.811	0.094
总资产	0.525	0.379	0.722	0.084
主营业务收入	0.591	0.395	0.668	0.077
净资产收益率	0.597	0.375	0.628	0.073
总资产收益率	0.588	0.373	0.635	0.073
主营收入增长率	0.571	0.426	0.745	0.086
净利润增长率 A	0.563	0.360	0.639	0.074
总资产周转率	0.601	0.403	0.671	0.078
流动比率	0.499	0.362	0.726	0.084
实际所得税	0.420	0.394	0.939	0.109

由表 5.3 可知，在各类指标的层次结构中，内部因素占据了大约 73% 的比重，显现出其对资本结构的决定性影响。紧随其后的是外部环境因素，大约占据 20% 的比例。而路径依赖因素影响最小，约占 7% 的比例。因此在优化资本结构的进程中，需特别关注内部因素，在内部因素下的三级指标中，实际所得税对资本结构的影响最大。一方面反映上汽集团在高税率下，利息支付作用的显著，由于其可以作为税收抵扣，实际上降低了企业的融资成本负担，使债务融资相对更有吸引力。另一方面，表明企业在制定资本结构策略时需要综合考虑税收因素，最大化财务效益和降低融资成本。其次是反映企业盈利能力的主营收入增长率对资本结构的影响，占比约 8.6%，总资产规模权重占比为 8.4%，这三项指标均为正指标，与资产负债率正相关。要重点关注内部经营管理，同时外部环境中居民消费水平影响因素很大，要重点关注。

### 5.2.3 最优资本结构区间

对于静态最优资本结构的求解，本研究采纳了孟建波和罗林所构建的最优资本结构公式：

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

其中，

E 是息税前利润；

I 是利息，本文用财务费用代替；

Z 是固定资产折旧；

V 是总资产；

表 5.4 2018-2022 年上汽集团财务数据

	2018	2019	2020	2021	2022
折旧 Z (亿元)	97.95	114.57	122.17	133.87	131.22
财务费用 I (亿元)	-2.05	-7.64	3	-1.22	1.93
税前利润 E (亿元)	543.44	409.58	358.92	415.58	280.71
资产总额 v (亿元)	7827.7	8493.33	9194.15	9169.23	9901.07

数据来源：巨潮资讯网

将表 5.4 的数据应用于确定的静态最佳资本结构公式，由此得出上汽集团静态最优资本情况，如表 5.5 所列：

表 5.5 实际资产负债率与最优资产负债率

	2018	2019	2020	2021	2022
静态最优资产负债率	43.34%	48.62%	52.51%	48.85%	56.38%
实际资产负债率	63.63%	64.58%	66.28%	64.14%	66.03%

该模型计算出的静态最优资产负债率未能充分考虑外部环境的影响，鉴于此，推断出的结论可能无法紧密贴合现实状况。所以，本文主张理想的资本结构应表现为一个范围，需结合动态与静态优化分析的结果来全面考量，以得出更为契合实际的结论。近年来，上汽集团面临新能源转型带来的经营压力。资产负债率持续上升，显示出资金需求大。还面临来自芯片短缺等外部不利因素的影响，需要通过增加债务支持正常经营。参考上汽集团近 5 年的资产负债率变化趋势，可以看出其资产负债率一直保持在 63%-66% 之间。考虑到上汽集团新业务发展的需求，静态模型计算出的 56.38% 可能会限制其融资能力。参考行业的平均值，以及前文分析的影响因素最大的三个正向指标对资产负债率的促进作用，62.38% 给予一定的资金调整空间，但也不能无限扩大，以控制资本成本和偿债能力风险。本文得出的上汽集团最优资本结构区间为 [56.38%, 62.38%]。GDP 波动和消费升级带来一定不确定性，这也是上汽集团设置 56.38%-62.38% 区间的一个重要考虑因素，以应对可能出现的不利外部环境变化。

## 5.3 上汽集团资本结构优化的具体建议

### 5.3.1 合理降低资产负债率

根据变异系数法分析出来的影响因素权重可知，公司需要在债务带来的税收优惠（税盾效应）与其造成的潜在困境成本间找到平衡点，以实现公司价值的最大化。在优化资本结构降低资产负债率方面可以从以下几个方面进行，一是发展新能源汽车业务。上汽新能源汽车 2022 年的总销量为 41.1 万台，较上年同期上升 1.1 个百分点。比如和特斯拉这样的大公司进行合资，引进战略投资者进行增资，以此来吸引更多的资金投入。二是大力发展智能化互联服务。这种服务通常需要较少的资本投入，同时可以提高企业的效率和盈利能力，从而减少资产负债率。上汽集团在与阿里巴巴等公司的合作中，也在积极发展智慧交通、智慧互联等方面。三是要大力发展汽车信贷。上汽已经形成了一套完备的汽车金融体系。上汽集团拥有的汽车融资业务，能够将车辆贷款、租车以及其他的金融资产进行集中管理。选择信誉评级机构对资产池进行评级，对外发行不同信用级别的资产支持证券。设立特殊目的公司 (SPV)，将资产池转移至 SPV，SPV 进而发行不同级别的 ABS。投资者根据 ABS 的期限、利率和信用等因素进行认购，SPV 募集的资金用于偿还上汽集团部分短期债务。上汽集团通过此次 ABS 融资，替代高成本短期融资，降低集团整体资产负债率。四是推进海外市场拓展。上汽出口业务持续增长，可以将海外子公司持有的重要资产，如知识产权、商誉、土地使用权等进行评估。这些资产价值较高，可以作为抵押担保。选择一家规模较大，信誉度高的海外银行，利用海外子公司资产作为抵押，为上汽集团提供较低成本的长期贷款。上汽集团利用海外贷款，可以偿还部分高成本的短期债务，从而降低集团整体资产负债率。

### 5.3.2 优化债务结构

上汽集团目前面临着流动负债占比较高与长期负债占比较低的债务结构问题，这对于追求可持续成长的企业而言，是一个需要及时优化的财务结构问题。企业债务管理的核心是确保有足够的资金流动性来支持日常运营，同时也要保持长期资金的稳定，以支持未来的扩张和成长。

在这种情况下，上汽必须通过合理的负债结构，降低对短期债务的过度依赖，实现供应链金融的优化。上汽与其供应商有着密切的联系，能够与其进行反向的因式贴现，

并充分发挥其对企业的作用，从而达到减少其短期负债的目的。在此基础上，适当提高长期债务比例，这样的政策将有助于为公司提供更为平稳的资金来源，同时也可以优化他们的偿还计划，降低他们在各个偿还阶段的资金流动的压力。通过把一些债务转为期限长、成本低和更平稳的长期债券，公司就能够更好地配置自己的资源，保证能够为长远的计划提供足够的资本。

另外，为防范公司出现现金流量不足的情况，上汽公司要注意不能把短期债务投入到长期投资的项目中去。企业要对自己的盈利方式进行全面的评价，确保资本计划中有充足的缓冲，以应对将来可能出现的变化。高效的负债结构重构，既涉及负债自身，又涉及公司整体策略，需要在经营过程中寻求良好的财务效益与风险控制的平衡。

在筹资战略方面，适度的股票筹资可以起到补充负债的作用，增强公司资金的灵活性和稳定性。这样既可以减轻公司的负债压力，又可以提高公司对外界经济环境的适应性。它还可以帮助建立一个稳定的资金成本均衡的债市和股市。

总之，通过债务重组，优化资产组合，合理地制定项目投资战略，可以使上汽公司的财务稳定性得到切实增强。同时也增强了公司在市场中的竞争力和抵御风险的实力，从而建立起一种有利于长期发展的资本结构。

### 5.3.3 拓展多元化融资渠道

根据财务权变理论，优化资本结构以增进企业价值是企业致力于财务可持续发展的重要途径。可持续发展在财务领域，即指通过不断调整资本配置来实现企业价值的持续增长。据范霍恩模型的结果分析，上汽集团连续数年的实际增长率超越了可持续发展的门槛，这表明公司的现有资源不足以支撑其正在追求的增长目标，从整体的融资经历来看，上汽集团的股权融资活动相对有限，主要还是倾向于通过发行债券来进行规模化融资。公司依赖单一的融资渠道可能导致显著的融资风险和财务风险提升，亟需通过各种融资手段来增强资源获取能力，以支撑其业务发展。

第一，企业债的发售。2022年，上汽公司通过30亿元的三年期公司债券进行了积极的投资。在此基础上，我们还可以在今后的5-10年内再进行企业债券的发行，以扩大企业债券的筹资范围。第二，要和更多的金融机构建立伙伴关系。2022年，上汽与111家银行签订了总额达1600亿元的贷款，但是这些贷款大部分都依靠几家银行，还需和更多的证券，保险等机构进行长期的业务往来。第三，运用公私合营的方式开辟多元

化的筹资途径。上汽可以通过与国家和社会资本的共同参与，在新能源、智能网联等方面进行 PPP 模式的运作，以获得更多的社会资金。第四是上市公司的绿股。上汽作为新能源领域的龙头企业，能够通过发行“绿股”来扶持新能源汽车的研究和制造，以此来提高对环保的重视程度。第五，积极寻求新能源汽车产业的战略性投资人。如电池企业和电机企业之间可以通过股票买卖的形式进行融资，还可以进行技术协作。比如和新加坡的政府投资公司等，以股票或债券的形式为上汽的发展提供长期的支助。

### 5.3.4 提高内源融资比重

根据优序融资理论，内部融资是企业资本结构决策中极为关键的要素，它在维护企业资金稳定性和降低外部融资成本方面扮演至关重要的角色。同时我们根据构建的模型分析出来内部因素中盈利能力对上汽集团资本结构的重要性，观察上汽集团现行的财务状况，发现其内部资本积累迫切需要加强，以便更好地支撑企业的持续发展。

上汽首先要做的就是提高公司的盈利能力。提高利润率会使公司的自由现金流量增加，这些资金可以被直接投入到公司的资金中，帮助公司保持稳定的增长，减少对外界金融的依赖。另外，提高公司的自由资金流量，也可以帮助公司在没有任何附加债务的前提下，进行战略性的投资，从而提高公司的核心竞争能力。2022 年，轻型汽车行业的盈利水平在 15%-20%之间，可以通过研发新能源汽车及汽车智能化科技来提高其增值能力，也可以通过调整生产规模来降低低效生产能力。2022 年，轻型汽车的生产效率为 78.6%，为了提高总的毛利润，可以停产或转为高毛利润车型。还能扩大高毛利产品线。例如，对于具有高利润率的车型，例如重型商务车，可以通过提高市场占有率来提高总体的毛利率。

同时，也需要对现行的股利分配策略进行反思与调整。在此基础上，本文提出了一种新的研究思路，即在保证公司资金投入和投资需要的前提下，再考虑利润的分配。2022 年，公司每股派发现金红利 0.6 元，可以适当降低股息率，保留更多的资本进行内部投资。这不但可以保持一个比较理想的资金结构，而且也有利于减少资金成本。在具体的分红方案中，上汽集团可以考虑降低分红比例，采用股票股利等其它的分红方式，这样既可以防止过度的现金流出，也是为了巩固现有股东的股份。

整体来看，上汽集团如果要优化其资本结构，并确保财务上的可持续发展，就应该着力加强内部资本积累的能力，如增加盈利能力与合理调整股利政策，这样能增强内部

融资的比重。这种分散的融资方式也潜在地增强了企业抵御市场变动的能力，确保企业发展的连续性和稳固性。通过这样的财务策略微调，上汽集团可望在激烈的市场竞争中保持优势并持续拓展其业务版图。

## 6 研究结论与展望

### 6.1 研究结论

投资者在考量一个企业时通常会全面分析公司的财务健康和运营效率。公司的资本构成提供了基本的财务状况，经营成果以及潜在的财务危机信息。因此，维持一个均衡的资本结构对一个企业至关重要。特别是在汽车行业这样竞争激烈且正在经历深刻转型的背景下，企业必须及时调整资本结构以更好地适应环境变化。本研究以上汽集团的资本结构优化为课题，从财务权变理论的角度出发，旨在探讨如何通过优化资本结构来提升企业的财务稳健性和市场竞争力。分析上汽集团目前的资本结构状况，并运用财务权变理论，得出了关于资本结构优化的重要结论。本文的研究结论归纳如下：

第一，深入剖析了上汽集团过去五年的财务状况，并将其与行业车企进行横向比较，揭示出集团资本结构中存在问题，主要变现为负债偏高现象、融资策略相对局限、债务结构不均衡以及内部资金生成能力不足的特性。

第二，引用财务权变理论，分析发现影响上汽集团资本结构的因素多样且复杂。包括路径依赖、外部因素和内部因素对资本结构的影响。接着用变异系数法计算出来发现对资本结构影响权重最大的是内部因素。之后通过静态最优资本结构方程的计算以及变异系数法动态模式相结合的方式，对静态优化的数值 56.38% 进行动态调整，确定了上汽集团的最优资本结构区间为 [56.38%, 62.38%]。

第三，依据上述分析以及对最佳资本结构范围的计算，为上汽集团提出了相应的优化策略：适当地降低负债比率以实现平衡，调整债务结构以提高合理性，开辟多元化的筹资路径，并着力提升内部融资的贡献度。

通过上述的深入研究和分析，不仅对财务权变理论在案例企业中的应用提供启示，也对上汽集团优化其资本结构，提升自身的财务稳健性提供参考，对处于转型阶段的汽车企业具有一定的借鉴意义。

### 6.2 研究不足与展望

本文深入研究了上汽集团资本结构优化问题，但还存在一定的不足：一是资本结构优化模型中的指标体系设置还可以进一步完善，可能忽略了一些重要影响因素。二是



优资本结构区间的确定依赖于当时的条件，未考虑未来环境的不确定性。三是在确定最优资本结构区间时，仅考虑了历史数据的变异系数，未结合上汽集团未来发展战略等因素进行动态调整。

进一步的研究可扩展现有的研究视角，并将其纳入到更多产业特征以及企业间的竞争关系中，使相关研究更加深入、更加广泛。同时，通过对国外企业进行对比和分析，可以更好地理解企业在世界范围内的融资方式。在此基础上，结合产业发展与市场变迁，探索上汽汽车在新能源汽车及智能网联技术等方面的资金配置与配置方法，以应对产业转型及激烈的市场竞争。在此基础上，我们还将研究企业的可持续发展策略和资本结构的最优匹配问题，有助于构建符合企业长远发展目标的资本结构优化策略。这些研究方向的深入探讨将为上汽集团及其他企业提供更具前瞻性和实践指导意义的研究成果，推动企业在资本结构优化方面取得更好的业绩和可持续发展。

## 参考文献

- [1] Allen M T.Capital Review,Structure determinants in real estate limited partnerships [J].Financial 1995,30(3):399-426.
- [2] Armen Hovakimian,Tim Opler,Sheridan Titman.The Debt-Equity Choice[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2001,(36):1-24.
- [3] Banerjee S.,Almas H and Clas W.,2000, “The Dynamics of Capital Structure” [R], Working Paper Series in Economics and Finance,2000.
- [4] Bond S,Scott P.The capital structure decision for listed real estate companies[J].Available at Asset,2016,68(01):103-114.
- [5] Byoun S.Capital structure adjustments in the presence of adjustment costs[J].The Midwest Finance Association Annual Meetings,2015.
- [6] Cook D O,Tang T.Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed [J].Journal of Corporate Finance,2016,16(1):73-87.
- [7] Dhankar.Capital Markets and Investment Decision Making[M].1st ed.2019.2019: 1.
- [8] Dirk Hackbarth,Jianjun Miao,Erwan Morellec.Capital structure,credit risk,and macroeconomic conditions[J].Journal of Financial Economics,2005,82(3):519-550.
- [9] Dirk Hackbarth.Managerial Traits and Capital Structure Decisions[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2008,43(4):843-881.
- [10] Douglas O.Cook,Tian Tang.Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed[J].Journal of Corporate Finance,2009,16(1):73-87.
- [11] Fama E F,French K R.Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt[J].Review of Financial Studies,2002,15(1):1-33.
- [12] FOSS N J.Resources,firms,and strategies:a reader in the resource-based perspective [M].New York:Oxford University Press.1997.
- [13] 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.
- [14] 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.

- [15] Kennedy R A,Levy A.Capital structure choice:macroeconomic conditions and financial constraints[J].Journal of Financial Economics,2014,68(1):75-109.
- [16] Leland H E,Pyle D H.Information Asymmetries,Financial Structure,and Financial Intermediation[J].Social Science Electronic Publishing,2009,32(2):371-387.
- [17] Malmendier U,Tate G,Yan J.Corporate financial policies with overconfident managers.[R].National Bureau of Economic Research,2007.
- [18] Mark Gertler,Simon Gilchrist.Monetary Policy,Business Cycles,and the Behavior of Small Manufacturing Firms[J].The Quarterly Journal of Economics,1994,109(2):309-340.
- [19] 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.
- [20] Mazzoni T. A first course in quantitative finance[M].2018:588.
- [21] Mikes A,R S Kaplan.Towards a Contingency Theory of Enterprise Risk Management[Z].Working Papers Series of Harvard Business School,2014.
- [22] Modigliani F,and Miller,M.H the Cost of Capital,Corporation Finance and the Theory of Investment[J].The American Economic Review,1958,(48):261-297.
- [23] 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.
- [24] 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.
- [25] Volker M G,Constantin Blome,Martin C Schleper.Antecedents of Proactive Supply Chain Risk Management-A Contingency Theory Perspective[J].International Journal of Production Research,2013(10).
- [26] 才静涵,刘红忠.市场择时理论与中国市场的资本结构[J].经济科学,2006,(04):59-69.
- [27] 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.
- [28] 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, (3):97-102.
- [29]陈耿, 周军. 企业债务融资结构研究——一个基于代理成本的理论分析[J]. 财经研究, 2004, (02):58-65.
- [30]董晓炜, 孙晓华. 基于宏观经济要素的资本结构动态优化模型[J]. 统计与决策, 2008, (01):51-52.
- [31]樊红艳. 从另一个视角证明资本结构MM理论——基于期权定价模型的研究[J]. 会计之友, 2010, (09):56-58.
- [32]韩慧博、金超、赵岩. 超可持续增长、资本结构被动选择与公司业绩[J]. 生产力研究, 2008, (11):46-48.
- [33]贺康、李盼盼、刘巍. 股权集中度与资本结构动态调整研究[J]. 南京审计大学学报, 2017, 14, (02):49-57.
- [34]贺潇颖, 李婕. MM理论及其在中国的适用性研究[J]. 特区经济, 2004, (11):219-220.
- [35]胡建雄, 茅宁. 国外资本结构调整研究述评及展望[J]. 外国经济与管理, 2014, 36, (08):62-72.
- [36]姜付秀, 屈耀辉, 陆正飞, 李焰. 产品市场竞争与资本结构动态调整[J]. 经济研究, 2008, (04):99-110.
- [37]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.
- [38]李露. 资本结构与企业价值的倒U型关系研究——基于企业风险承担的中介效应[J]. 江苏社会科学, 2016, (03):109-115.
- [39]李玥、郭泽光、李成友、徐伟. 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, (01):66-74.
- [40]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.
- [41]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.
- [42]刘凤环. 国家审计对国企资本结构动态调整的影响分析[J]. 会计之友, 2021, (01) 113-119.
- [43]刘颖、周树民、王传美. 汽车制造企业资本结构对盈利能力的影响研究——基于动态面板数据模型的GMM估计[J]. 财会通讯, 2018年第17期:37-40.
- [44]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.

- [45]毛英,赵红.基于EVA我国上市公司资本结构与经营绩效关系的实证研究[J].经济问题,2010年第5期:86-90.
- [46]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.
- [47]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.
- [48]上官旭明.影响我国中小企业资本结构的因素研究——基于生命周期理论的分析[J].上海经济研究,2016,(03):96-103.
- [49]孙海燕,耿成轩.基于部分调整模型的中国战略性新兴产业上市公司资本结构动态调整研究[J].管理现代化,2019,39(2):51-54.
- [50]孙慧.基于财务权变理论的上市公司资本结构优化路径研究[J].中国商论,2015,(22):163-165.
- [51]孙巍,董文字,宋南.外生冲击、融资模式选择与制造业升级——兼论经贸摩擦和新冠肺炎疫情下的金融供给侧改革[J].上海财经大学学报,2020(4):3-17
- [52]谈多娇,姜晓天,徐昭怡.资本结构、股利政策和财务灵活度[J].财会月刊,2017,(31):10-14.
- [53]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.
- [54]唐丹彤.经济政策不确定性与企业资本结构[J].财会月刊,2021,(06):51-58.
- [55]童勇.资本结构的动态调整和影响因素[J].财经研究,2004,(8):96-104.
- [56]万宇洵,彭舒扬.国有企业资本结构现状及优化策略[J].新视野,2012(2):44-47.
- [57]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):67-78.
- [58]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.
- [59]王先柱,屠纪清,胡根华.“船大好挡浪,浪大造大船”——基于货币政策影响房地产企业资本结构的视角[J].经济科学,2020,(02):34-47.
- [60]王欣.基于财务权变理论的资本结构调整问题研究——对J集团的案例分析[J],会计研究,2012,(10):34-36.
- [61]吴侃,冉渝.信贷供给、资本结构动态调整与企业投资[J].财会通讯,2020,(21):99-103.
- [62]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.
- [63]徐晓芳、周茜、陆正飞. 过度负债企业去杠杆:程度、持续性及政策效应——来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2020, (08):89-104.
- [64]杨宝臣、刘铮、张玉桂. 公司最优资本结构模型研究[J]. 管理工程学报, 2000, 14(002):35-38.
- [65]杨远霞. 我国创业板上市公司资本结构与盈利能力相关性研究[J]. 统计与决策, 2013年第3期:171-173.
- [66]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.
- [67]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.
- [68]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.
- [69]张春景, 马文超. 基于企业经营预期下的资本结构调整——来自我国制造业上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014, (08):67-74.
- [70]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.
- [71]朱艳丽、孙英楠、向欣宇. “重盈利”还是“重成长”? ——资本结构与企业价值的相关性研究[J]. 中国经济问题, 2019年第6期:104-118.

## 后 记

落笔至此，属于我的热浪滚烫的学生时代就要杀青了，二十多载的求学生涯在瞬间回放。会计硕士学位的学术旅程也即将走到尾声之际，我带着满满的感激和感慨之情，为我的毕业论文画上一个句号。我的研究生之路并非一帆风顺，曲折而又充满挑战。回首考研失败的那段日子，我没有气馁，反而选择了重新再来，这一年的坚持与努力离不开父母的默默支持，父母的支持如同一缕阳光，温暖而坚定，让我在挫折面前不至于迷失方向，在成功之际倍感欣慰。他们的爱是我心灵的依靠，是我前行的力量，是我永远的避风港。

曾经，我怀着赶紧毕业的心态，但如今却充满了不舍，毕业并非终点，却是一个新的起点。或许，长大就是如此，我们在成长的路上，总会有不舍和留恋。在这段旅程中，我的导师方老师是我无比敬重和爱戴的人，方老师的教诲如同春风拂面，温和而持久，他的言传身教让我明白学术的严谨和人生的真谛。在他的指导下，我不仅在学业上获益良多，更懂得了做人的道理，学会了在困境中坚定前行，在成功中保持谦逊。同时我也要感谢对我提供帮助的其他老师，他们的见解和建议不断开阔我的研究视野和提高我的分析能力。每一次讨论，每一条反馈都对我的学习和生活有着不可或缺的重要作用。

感谢我的篮球队，感谢我的队友们，我们曾经输掉比赛，却从不气馁，最终站起来，赢得最好的名次。球场上的汗水和泪水交织出难忘的回忆，一声研院，一声防守。在这段求学时光中，我曾获得国家奖学金，和团队一起备战会计大赛，图书馆里的日子是那样的充实而美好。疫情笼罩的这两年，仿佛是一场梦，但却并没有带走我们最珍贵的东西。感激我的舍友们，我们宛如一个温暖的大家庭，212成为了我们共同成长的见证地，互相帮助，共同进步。

校园里，树木动人，学生可爱，七年的母校，见证了我的成长。博修商道，经世济人。我们都是要快毕业的时候才爱上校园生活，还未磨好宝剑，却已要踏上江湖，前方的道路或许漫长，但我会带着知世故而非世故的温柔前行。毕业离别并非长亭古道，并非劝君更尽一杯酒，而是每一个清晨的离别。青春比太阳更耀眼，但青春的脚步却渐行渐远。祝你，祝我，祝他，祝所有人，今朝醉，万年长。

毕业快乐，我的2024年，这是一个充满感慨和希望的时刻。让我们怀揣着青春的热情，迈向未来的征程，愿我们在人生的道路上，不忘初心，砥砺前行，永远保持对未

来的热爱和向往。愿我们的青春如同永恒的火焰，照亮前行的路途，照亮心灵的深处，照亮岁月的长河。再次表达我最真挚的感谢，也祝愿所有老师和同学未来的发展和生活一切顺利，前程似锦，

我想对自己说，要保持温柔，要坚持善良，要珍惜每一个瞬间，少年不惧岁月长，彼方尚有荣光在！