

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
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 广汽集团资本结构优化研究

研究生姓名: 居靖淞

指导教师姓名、职称: 苏耀华 副教授 夏宏林 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2024年 6月 1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 居靖沐 签字日期： 2024年6月1日
导师签名： 苏耀华 签字日期： 2024年6月1日
导师(校外)签名： 夏宏林 签字日期： 2024年6月1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： 居靖沐 签字日期： 2024年6月1日
导师签名： 苏耀华 签字日期： 2024年6月1日
导师(校外)签名： 夏宏林 签字日期： 2024年6月1日

A Research on the Optimization of Capital Structure of GAC Group

Candidate :Ju Jingsong

Supervisor :Su Yaohua Xia Honglin

摘要

企业资本结构是企业各项财务活动结果的体现，资本结构是否合理直接影响到企业的经营战略、企业的价值以及企业的可持续发展，因而，企业的资本结构的优化问题一直是国内外学者关注的焦点。文章以静态资本结构优化模型为基础，以企业价值最大化为目标，在静态资本结构优化模型的基础上，运用熵权法，从宏观环境因素以及企业内部因素两方面研究企业资本结构动态优化问题，具有一定的研究意义和价值。文章选取广汽集团为案例，在借鉴了国内外学者的研究成果的基础上，进一步探讨了广汽集团的资本结构优化问题，为管理层优化其资本结构提供了有益的借鉴。

文章首先对资本成本、融资渠道、资本结构优化等概念进行梳理，其次文章通过分析广汽集团 2018 年至 2022 年的资本结构以及经营状况，发现广汽集团融资渠道以内源融资为主；在负债方面，广汽集团整体负债规模较为保守且多年来的有息负债占比较小，未能充分利用财务杠杆效应。与其他企业因为过高的负债水平而进行资本结构优化不同，广汽集团资本结构存在的问题主要体现为负债规模偏小、流动负债占比过度、股权结构不合理、融资渠道单一。基于对上述问题的分析，文章采用静态优化和动态优化相结合的方法，最终测算得出广汽集团最优资本结构区间为 (53.91%, 60.47%)。最后，为实现广汽集团资本结构的优化，本文提出具体的优化建议以及保障措施。

关键词：资本结构 资本成本 熵权法 广汽集团

Abstract

The capital structure of an enterprise is the embodiment of the results of various financial activities of an enterprise, and whether the capital structure is reasonable directly affects the business strategy, the value of the enterprise and the sustainable development of the enterprise. Based on the static capital structure optimization model and with the goal of maximizing enterprise value, this paper uses the entropy weight method to study the dynamic optimization of enterprise capital structure from two aspects: macro environmental factors and internal factors, which has certain research significance and value. This paper takes GAC Group as a case and further discusses the optimization of GAC Group's capital structure on the basis of drawing on the research results of domestic and foreign scholars, which provides a useful reference for the management to optimize its capital structure.

This paper firstly sorts out the concepts of capital cost, financing channels, capital structure optimization, etc., and then analyzes the capital structure and operating conditions of GAC Group from 2018 to 2022, and finds that GAC Group's financing channels are mainly endogenous financing. Unlike other enterprises that optimize their capital structure due to excessively high debt levels, the problems in GAC Group's capital

structure are mainly reflected in the small scale of debt, excessive proportion of current liabilities, unreasonable equity structure, and single financing channels. Based on the analysis of the above problems, this paper adopts the method of combining static optimization and dynamic optimization, and finally calculates the optimal capital structure interval of GAC Group (53.91% and 60.47%). Finally, in order to optimize the capital structure of GAC Group, this paper puts forward specific optimization suggestions and safeguard measures.

Keywords: Capital structure; Cost of capital; Entropy weight method; GAC Group

目录

1 绪论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	1
1.2 文献综述	2
1.2.1 国外相关研究	2
1.2.2 国内相关研究	3
1.2.3 文献述评	5
1.3 研究方法	5
1.3.1 案例研究法	5
1.3.2 文献研究法	6
1.4 研究内容与框架	6
1.4.1 研究内容	7
1.4.2 研究框架	7
2 相关概念及理论基础	9
2.1 相关概念	9
2.1.1 资本成本	9
2.1.2 融资渠道	9
2.1.3 资本结构优化	9
2.2 理论基础	9
2.2.1 优序融资理论	10
2.2.2 动态权衡理论	10
2.2.3 动态资本结构理论	11
3 广汽集团资本结构现状及问题分析	12
3.1 广汽集团基本情况	12

3.1.1 汽车行业概况	12
3.1.2 广汽集团简介	12
3.1.3 广汽集团主营业务	13
3.1.4 广汽集团经营概况	14
3.2 广汽集团资本结构现状分析	17
3.2.1 广汽集团资本结构整体分析	17
3.2.2 广汽集团债务结构分析	31
3.2.3 广汽集团股权结构分析	21
3.2.4 广汽集团融资结构分析	22
3.3 广汽集团资本结构存在的问题	27
3.3.1 负债规模较为保守	27
3.3.2 短期负债占比过高	28
3.3.3 股权集中度高	29
3.3.4 融资渠道比较单一	29
4 广汽集团资本结构优化方案设计	31
4.1 广汽集团资本结构优化目标与路径	31
4.1.1 广汽集团资本结构优化目标	31
4.1.2 广汽集团资本结构优化路径	31
4.2 广汽集团资本结构的静态优化设计	31
4.3 广汽集团资本结构的动态优化设计	33
4.3.1 广汽集团资本结构外部影响因素分析	34
4.3.2 广汽集团资本结构内部影响因素分析	37
4.3.3 广汽集团资本结构的调整方向	39
4.4 构建广汽集团最优资本结构动态区间	40
4.4.1 指标选取	41
4.4.2 模型构建	42
4.4.3 确定最优资本结构区间	45
5 广汽集团资本结构优化策略及保障措施	47
5.1 广汽集团资本结构优化策略	47

5.1.1 增加负债融资	47
5.1.2 优化负债结构	47
5.1.3 优化股权结构	48
5.1.4 拓展融资渠道	48
5.2 实施资本结构优化方案的保障措施	49
5.2.1 借助金融市场的发展	49
5.2.2 强化资本结构优化意识	49
5.2.3 重视资本结构调整速度	49
6 研究结论与展望	51
6.1 研究结论	51
6.2 研究展望	51
参考文献	52
致谢	56

1 绪论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

企业的资本结构是否合理将直接影响到企业经营成果及将来的发展方向，所以，如何选择合适的融资方式，建立一个合理的资本结构，就成为企业发展的一个重要环节。企业的资本结构受到内外部多种因素影响，为了让公司处于最佳的资本结构范围，管理者必须在动态管理的基础上不断地优化公司的资本结构，因而资本结构动态优化的研究一直受到学术界的广泛关注。一家企业的资本结构是否合理将直接影响到企业经营成果及将来的发展方向。所以，如何选择合适的融资方式，建立一个合理的资本结构，就成为企业发展的一个重要环节。

近年来，新能源汽车行业发展迅猛，工信部也出台了相关的文件，提出了对新能源汽车产业发展的扶持政策，这标志着我国新能源汽车行业正处于由“政策推动”逐渐转向“以市场为导向”的转型期。然而近年经济下行以及其他行业造车新势力的加入，导致那些资金实力较弱的汽车厂商陷入了两难的境地，行业内的竞争愈发激烈，在行业政策的作用下，汽车制造业企业的资本结构也随之发生了变化。为了提升企业的可持续发展能力，拓展新能源产业的布局，我国汽车行业必须通过多元化的融资方式，实现资本结构的优化，减少对政府补贴的依赖。

本文以广汽集团为例，截止到2022年年底，广汽集团汽车销量实现一定的增长，但从近五年财务数据来看，其盈利能力总体反而呈现下降趋势，经过研究分析发现，资本结构的不合理是导致该问题的诱因之一。因此，为进一步提升企业发展动力，本文有必要分析广汽集团的资本结构存在的问题，并提出相应的优化方案。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

本研究从资本结构优化的视角，探讨了广汽集团资本结构出现的问题，并对影响其选择和优化的内外因素进行了系统的总结，从而在某种程度上对资本结构的理论体系进

行了补充和完善。本文把资本结构优化理论运用新能源车企业的资本结构优化中进行探索，并通过最优设计，找到了对广汽集团进行资本结构优化的途径，一定程度上拓展了资本结构理论研究。

（2）现实意义

新能源汽车制造企业融资问题一直备受关注，企业需要及时观察与监测内部及外部环境的变化，及时地调整其资本结构。本文以广汽集团为例，探究广汽集团在经济下行以及新能源补贴力度下降的背景下，应当如何调整其资本结构，通过对广汽集团资本结构调整过程的分析，发现其中存在的问题，并据此提出针对性的优化建议，为类似新能源汽车生产企业的资本结构优化提供借鉴。

1.2 文献综述

1.2.1 国外相关研究

（1）资本结构影响因素研究

1999年，学者 Gul 通过对上市公司的实证分析，发现上市公司的成长性与其资本结构呈显著负相关。另一位学者 Andreas Krause（2006）则认为，企业的最佳资本结构应当综合考虑公司的资产结构、融资需求以及公司所面对的风险。Jong 和 Kabir（2007）的研究表明，企业的资本结构受到企业内部与外部两方面因素影响，外部因素包括国家政策、外部市场环境以及规章制度等因素；而微观因素主要指企业本身的状况，包括企业的资产规模、经营状况、成长性以及企业所处的生命周期等因素。与此同时，基于现代资本结构优化理论，他们提出，如果一个公司处于良好的宏观环境，并且公司的发展情况稳定，那么它就会倾向于通过举债来进行融资，这为广汽集团的资本结构优化提供了理论依据。Islam Abdeljawad 和 Fauzias MatNor（2017）通过模型计算，发现资本结构目标的时机行为和调整目标都影响着资本结构的决策。MdBokhtiar Hasan（2017）以资本结构理论为基础，分析了公司盈利能力、资产规模、代理成本和公司成长性等因素对公司资本结构决策的影响。根据此前的研究，Buvanendra 在 2018 年确认了董事报酬对公司的资本结构也有一定程度的影响。Sajjad Faiza（2018）着重考虑了债务结构中的财务杠杆因素，发现财务杠杆的提高会对企业资本结构的优化产生积极影响，而当

企业的信用评级处于良好状态时，则对企业财务杠杆的提高是有利的。与此同时，Haas 和 Peeters 认为，公司的持续时间以及盈利能力对公司的资本结构也有重要的影响。各学者研究侧重点各不相同，拓展与充实了资本结构的影响因素研究。

（2）资本结构优化研究

2002 年，一位外国学者 Baker 和 Wurgler 提出，在一段时期里，企业拥有着一种最有益于企业成长的资本结构，但是，随着企业的不断扩张，最优的资本结构也在不断地更新，他们会利用市场选择来进行资本结构的优化。Robichek（1967）认为，当公司拥有一定量的债务时，会产生财务杠杆效应，发挥债务抵税作用，从而提升公司的整体价值。此外，学者 Nishioka 与 Baba（2004）选取部分上市公司为研究对象，从公司治理的角度出发，对上市公司的资本结构进行了研究。学者 Andreas Krause（2006）则认为，企业应当将公司的资产结构、融资需求以及公司所面对的风险等因素纳入到资本结构优化的过程中。在此基础上，Bond 和 Scott（2016）证实，企业资本结构优化是一个动态并且不断修正的过程。

1.2.2 国内相关研究

（1）资本结构影响因素研究

在外部影响因素方面，姜付秀和刘志彪（2005）提出了企业的资本结构的决策受经济波动以及市场竞争状况的影响。接着，2006 年原毅军和孙晓华的实证研究表明，企业对于资本结构的决策受到 GDP 增长速度的影响。左志峰（2008）进行了实证分析发现，金融市场的发展尤其是金融市场的平均利率水平，也会影响到公司资本结构的决策。阮朝志、张平在 2011 年对我国不同行业的上市公司进行了实证分析，发现公司的资本结构受到外部因素的影响程度不同，资本结构变动的速度受到宏观经济环境变化的影响。另外，由于行业因素的影响，各行业对经济形势变动的敏感性也存在差异。国内学者雒敏等（2012）在此基础上，将宏观调控政策与法律环境、产业空间等因素结合起来，通过实证分析，发现良好的外部环境能够有效提升企业的资本结构的调整速度。霍静（2016）提出，市场利率的波动程度与公司资本成本密切相关，对公司负债规模的运用具有重要影响。吴育辉（2017）发现，在行业空间内，当公司的资本结构未处于最优状态时，公司的产品竞争优势对公司的资产负债状况有明显的影响。

对于内在的影响因素，学者李朝霞（2003）采用因子分析法对各影响因素进行了统计分析，发现公司的制度环境在影响其资本结构决策方面起到一定的作用。学者袁茂、宋增基、谭兴民（2005）对我国上市公司的资本结构进行了实证研究，得出了影响我国上市公司资本结构的主要因素是：非债务税盾、盈利水平、公司规模、国有股权占比。李国重（2006）通过对目标动态调整模型的研究，发现股权集中度对公司资本结构影响显著。朱淑芳和鲁靖文（2008）等人对 2003 年至 2006 年间的多家上市公司进行了实证研究发现，公司的资本结构与公司业绩存在显著的负相关关系。刘颖，周树民（2018）以汽车制造业为研究对象，通过研究企业资本结构与盈利能力之间的关系，发现企业的资本结构与企业盈利水平呈正相关，但陆正飞（1998）对此持不同观点，认为两者呈反比关系。黄志刚（2018）研究发现，公司治理因素对公司的资本结构调整速率有显著的促进作用，且随着公司治理状况的改善，公司治理水平的提高会提升公司资本结构的调整速率。朱佳俊，王敏（2018）对我国上市公司股权激励的影响因素进行了实证分析，结果表明，上市公司高管持股对公司的资本结构调整速率有显著的促进作用。张国贤（2015）通过对众多理论研究数据的分析，认为企业的资本结构是由内部和外部两方面因素共同作用的。例如，国家目前实行的宏观经济政策、公司的位置、公司的内部融资倾向等等，都会对公司的资本结构产生不同程度的影响。

（2）资本结构优化研究

学者孟建波和罗林在 1998 年提出的静态最优资本结构模型具有里程碑意义。学者唐丽、陈华东（2001）提出，企业通过对资本结构的优化，可以更好地与公司的整体环境相匹配，从而使公司意识到了资本结构优化的重要意义，并根据自己的实际情况，对债务性融资和权益性融资的比例进行适当的调节，促进公司更好的发展。张婷（2004）采用熵权系数法，建立了影响公司价值的各种因素指数，从不同的视角来评估公司的最优资本结构。高凤勤，徐洁（2006）建立了企业资本结构优化的数学模型，将如何确定最优资产负债率作为资本结构决策的主要问题，并认为企业资本结构优化应当以企业价值最大化为目标。李狄楠和邵铁柱（2003）对公司的资本结构优化的重要性进行了论证，并提出，要根据公司内外部环境变化，对其进行动态的调整。学者陈德刚，罗勇（2011）的研究表明，资本结构动态优化模型考虑了综合考虑了企业的内外部因素，相比静态优化模型而言更为全面。陈晓辉（2010）认为，股权配置的合理性是资本结构优化的关键，而合理的股权分配可以使股东之间产生制约，从而更好地发挥董事会的职能，提高独立

董事监督的效率。谭冰玉、安增龙（2018）认为企业应当合理配置长期债务与短期债务的比重，拓宽融资渠道，采用更多元的方式进行融资。李亚君（2021）的研究表明，合理的融资模式能够实现企业资本结构的优化，改善企业的经营绩效，其主要结论是企业要注意对不同类型的融资模式进行合理的选择与组合。卜华等人（2022）通过上市公司的实证研究发现，处于不同生命周期的企业，结构性资本与探索式创新对于公司市值的作用存在差异。

1.2.3 文献述评

国内外学者关于资本结构的研究分为资本结构的影响因素研究以及资本结构优化研究。资本结构影响因素主要分为宏观因素与微观因素，宏观因素指的是企业外部的市场环境以及国家政策等因素；微观因素指的是企业自身的财务及经营状况。而资本结构与优化方面的研究主要包括静态与动态两方面，一是对企业进行静态的资本结构优化，以求出最佳的资本结构；二是基于静态最优资本结构，对其进行动态优化，克服静态优化方法的缺陷。资本结构动态优化综合考虑了宏观和微观两个方面的因素，企业在此基础上决定优化的目标和思路，从而确定一定时期内最佳的资本结构范围。国内外已有的研究成果有助于我们进一步明确企业是否需要进行资本结构优化，也可以更加精确地界定企业内外部环境因素及其对企业债务产生的具体影响，因此，本项目的研究具有一定的理论价值。

纵观现有文献，现有的研究大多是基于宏观视角，研究某些因素对特定行业资本结构的影响，而现有的研究成果并不完全适用于所有企业。在实际中，资本结构是企业经营决策的一个组成部分，企业本身的特点也会对其产生较大的影响，所以，选取有代表性的案例公司来进行案例研究是非常有必要的。因此，本文选取汽车制造业代表性企业广汽集团作为研究对象，采用定量定性相结合方法，在求解出的静态最优资产负债率基础上，以企业价值最大化为目标，运用熵权法确定各内外部影响因素对广汽集团资本结构的具体影响程度，探索企业最佳的资本结构范围，以实现企业资本结构的动态调整。

1.3 研究方法

1.3.1 案例研究法

本文选取广汽集团作为案例公司，基于广汽集团公开披露的年报及网络上的产业数据，从企业特点、运营情况及三大主要财务报表等方面入手，分析广汽集团的资本结构。在此基础上，进一步提炼企业资本结构优化的共性，充实我国汽车制造业企业的资本结构优化研究案例。

1.3.2 文献研究法

为了全面了解资本结构理论以及动态把握研究目标的历史发展，在进行案例研究之前，从知网、相关书籍刊物和汽车行业报告中收集相关的文献资料，并对其进行分析和总结，从而为本文的案例研究奠定了一定的基础。

1.4 研究内容与框架

1.4.1 研究内容

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

第二章:相关概念与理论基础。本章在相关概念部分介绍资本成本、融资渠道与资本结构优化;理论部分包括动态权衡理论、优序融资理论、动态资本结构理论

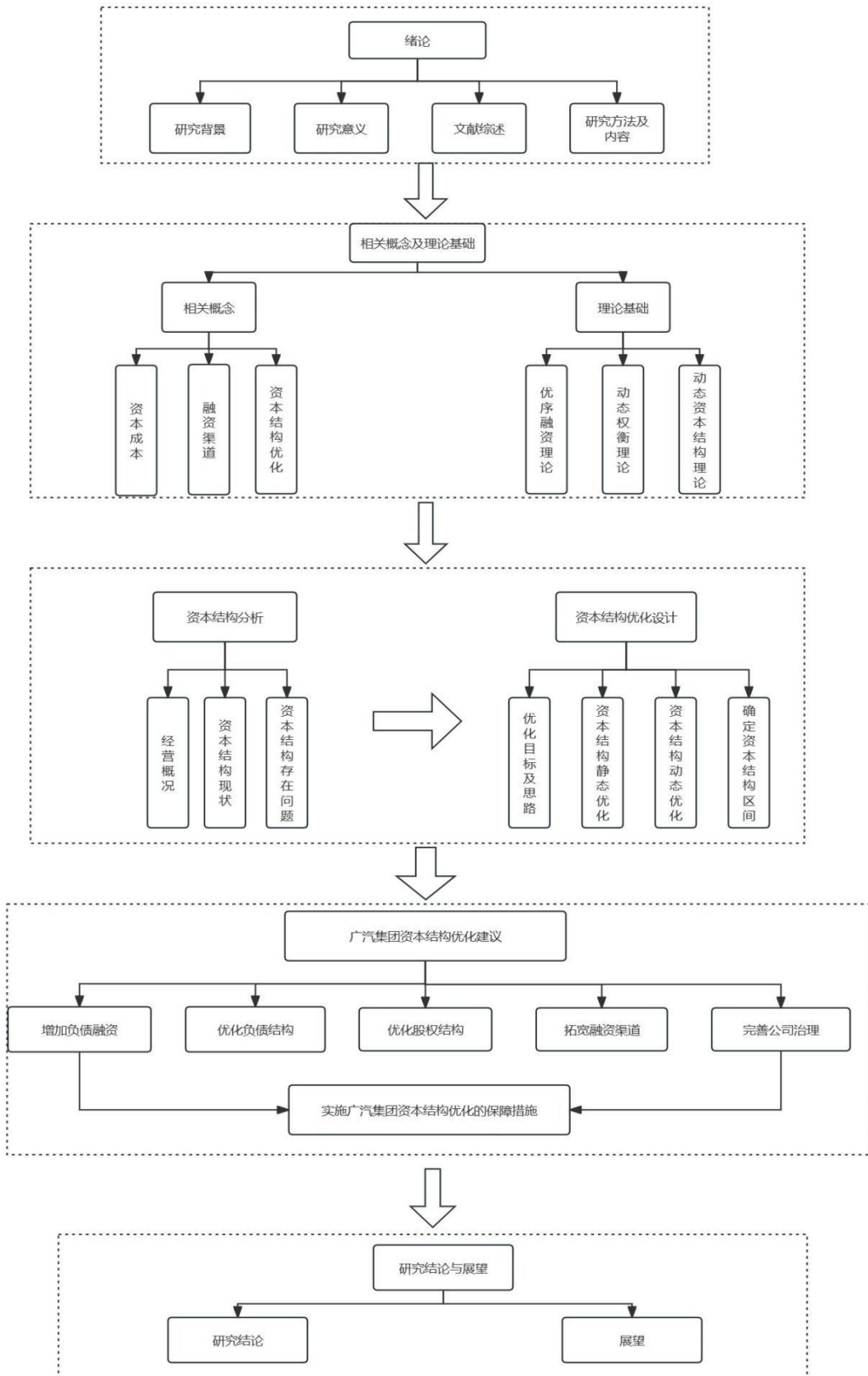
第三章:广汽集团资本结构现状及问题分析。第三章首先对广汽集团所在的汽车制造行业和自身经营状况进行简单分析,其次对于广汽集团资本结构整体分析入手,从债务结构、股权结构、融资结构三个层次展开依次进行论述。进而对于广汽集团资本结构存在的问题进行总结概括。

第四章:广汽集团资本结构优化方案设计。本章节首先简述广汽集团的优化目标,为优化设计提供一个清晰的思路,主要分为静态优化设计和动态优化设计两个部分,静态优化设计是以最优资本结构模型为基础,客观地计算出2018年至2022年广汽集团每一年的最优资产负债率;其次在静态最优资本结构的基础上进行动态优化设计,分别描述影响广汽集团动态优化的外部影响因素和内部影响因素,分别用财务指标分析其对负债的影响,然后根据静态结果主观的确定最优资本结构区间。

第五章:广汽集团资本结构优化策略及保障措施。本章首先针对前文广汽集团存在的问题提出具体的优化策略,然后提出广汽集团在实施优化方案时外部应该具备的保障措施,保证广汽集团的资本结构能够有效得到修正。

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

1.4.2 研究框架



2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 资本成本

资本成本从广义上说，企业募集使用任何资金所付出的代价都属于资本成本。而狭义的资本成本定义是指募集和利用长期资本的费用，本文中的资本成本也是指广义的资本成本。根据来源可以将资本成本分为债务资本成本和股权资本成本，根据内容可以划分为资金筹集费用和占用费用。由于债务的抵税效应，负债产生的利息费用可以在税前抵减企业所得税，而股利不可税前扣除，因此权益资本成本大于债务资本成本。留存收益作为企业的内部融资，它与负债相比不具有抵税效应，所以留存收益资本成本大于债务资本成本；与普通股相比，留存收益节省了筹资费用，所以其资本成本小于普通股资本成本。综上所述，企业在进行融资方式的抉择时应当考虑实际情况，以实现企业整体资本成本最低。

2.1.2 融资渠道

融资渠道概括来讲，有内外源两种融资渠道。公司的内部融资主要来源于公司的自有资金，在这里面，留存收益多少主要受到公司经营状况的影响。通常情况下，那些经营较好的公司，通常有足够的留存收益为公司的发展提供资金。公司的外部融资包括债务融资和权益融资两种方式，企业进行债务融资可以通过银行等金融机构签订贷款合同，以书面方式约定借款额、借款期限、贷款利率等内容。对于上市企业来讲，企业有更多样的债务融资的方式，例如发行债券或可转换债券等。公司的股权融资通常都是公开募股，以股本的形式来换取资本，没有偿还本金的压力，只需要按照股东大会决议以及公司章程向投资者支付股利，风险相对于债务融资较小，但是资本成本要高于债务融资。

2.1.3 资本结构优化

资本结构优化是指通过分析企业资本结构的现状，发现公司负债与股权配置等方面存在的问题，并通过适当的方法加以改进，从而提高公司的经营业绩，实现财务管理的

目标。资本结构优化贯穿于企业发展的全过程中，企业应当将资本结构优化与发展战略有机地结合起来，利用财务数据进行纵向与横向的对比，从而找出公司资本结构存在的问题。然后，制定具体的优化目标，分析影响其资本结构的内外部因素，找到能够让资本结构处于最优状态的具体指标和信息，并根据这些指标来适当地调整公司的融资策略，使得公司的资本结构处于最优区间。

2.2 理论基础

2.2.1 优序融资理论

优序融资（Unsequential Financial Theory）是美国著名经济学家迈尔斯以及迈勒夫等学者于1984年首次提出的，它假设企业处在同一金融市场中，不存在税收和交易成本，它主张企业应该按照“先内部融资，再债务融资，最后股权融资”的顺序获取资金。其中内部融资主要来源于企业的自有资本，在这种情况下，留存收益的积累不会产生融资费用，所以内部融资也不会引起融资成本的增加，因此，企业融资优先考虑内部融资。但是，留存收益的多少取决于企业的经营状况，所以具有一定的局限性，在内源融资无法满足企业发展的需要时，就必须向外界募集资本。在外源融资两种方式的优先级比较中，债务融资的资本成本低于股权融资，因此，债务融资的优先级高于股权融资。

本文以优序融资理论为基础，在第三章中，对广汽集团融资方式的选择及其所占比重进行了分析，判定广汽集团采用何种融资模式，并对其中存在的问题进行了探讨，最后对广汽集团的融资次序的选择进行了优化。

2.2.2 动态权衡理论

二十世纪七十年代中期形成的静态权衡理论，重新界定了资本结构和企业价值之间的关系。该理论的出现肯定了债务的收益性即债务所产生的利息可以在税前扣除，并认为企业在进行融资决策时应当考虑债务的抵税效应与破产成本。Fischer等（1989）在传统权衡理论的基础上考虑了调整成本这一因素，打破了传统静态权衡理论的平衡点。动态权衡理论认为，企业资本结构调整速度受到调整成本的制约，因此，企业最优资本结构并非是一个静态的点，而会在特定的区间中波动。但是该理论需建立在一定假设条

件之上，该理论假设市场中的信息是完全对称的；其次，企业以企业价值最大化为目标优化其资本结构。

动态权衡理论在本文中的运用：本文在广汽集团的资本结构优化过程中，采用了动态权衡理论，以企业价值最大化为优化目标，从而对其资本结构优有区间进行判定。

2.2.3 动态资本结构理论

动态资本结构理论指出，公司的债务与权益的比率将在其最佳水平上持续地变动，而最佳的资金结构也不是固定不变的，而是一个动态的、有规律的选择。资本结构调整的影响因素，不仅有金融发展水平、商业周期以及经济环境等外部宏观变量，也包含了产业政策和法律环境等在内的中观因素，还有企业特征、公司治理水平等微观因素。所以，公司真实的资本结构会受到不同因素的影响，从而出现复杂的变化趋势。但研究表明，企业的实际资本结构总是围绕在目标资本结构上下反复波动。

公司现实中的资本结构往往会与其最优值背离，这一现象可能由出现的随机事件以及存在的资本结构调整成本两个因素造成。一是外界因素的影响。公司在进行债权融资和股权融资时，往往会因宏观调控和金融危机等外在因素而发生变化。还有一个因素是由于调整成本的存在。资本结构调整不完全是由于其自身利益的调节而产生的，而是由于其自身的调节成本与效益之间的动态博弈。由于公司治理中涉及到交易费用、信息收集费用和委托费用等因素，因此会对公司的资本结构调整产生一定的限制作用。

动态资本结构在本文中的运用：本文在对广汽集团目前的资本结构进行分析时，提出了“先静态调整，后动态调整”的设想。在动态优化方面，首先采用熵权方法确定广汽集团各要素对公司价值最大化的作用大小，然后在其静态最优资产负债率修正的基础上，与定性分析外在影响因素相结合，探寻最优的资本结构范围。

3 广汽集团资本结构现状及问题分析

3.1 广汽集团基本情况

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，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。我国近几年汽车市场产销量如图 3.1 所示：

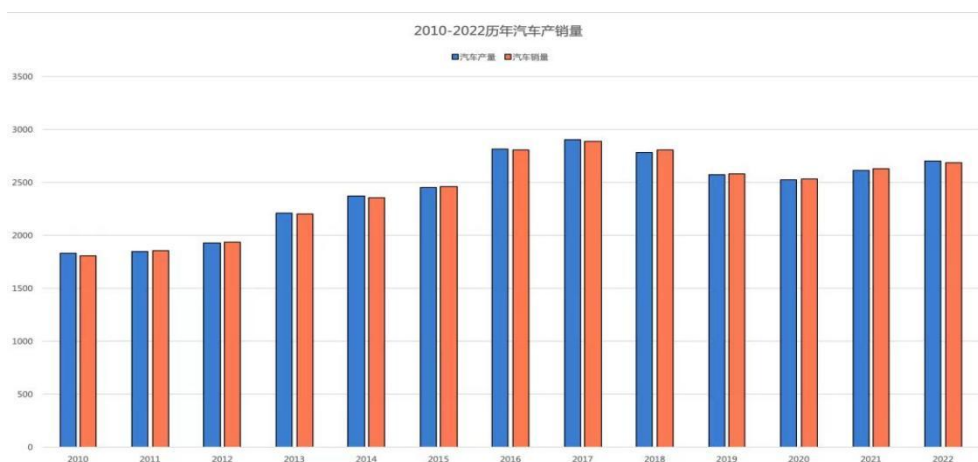


图 3.1 国内汽车市场 2010-2022 年产销量（单位：万辆）

从图 3.1 中我们可以看到，从 2018 年开始，汽车行业的生产和销售都出现了明显的下滑，不断上升的贸易保护主义使得汽车行业的生存与发展面临多重困境。近年来，我国汽车总消费占国内全部商品已超过 10%，汽车消费就成为推动三驾马车加速运转的重要动力。在经历了近年来的发展之后，中国逐新能源汽车市场蓬勃发展，市场需求量稳步上升，新能源汽车综合成本不断降低，核心技术也有一定的突破，在新能源汽车的推动下，汽车市场在 2021-2022 年产销量不断回升。

另外，国内的新能源汽车市场竞争日趋激烈，特斯拉等外国新能源车企，以及蔚来、小鹏和北汽新能源等车企的激烈竞争，推动着整个产业的转型和升级。然而，新能源汽车行业不同于传统汽车制造业，目前仍然属于成长期，需要大量研发资本的投入，专利技术等研发成果变现周期长，风险较高。因此，新能源车企应当将其资本结构维持在合理区间，采用多样化的融资方式来支持企业的日常运营以及新技术的研究开发，促进企

业的可持续发展。

3.1.2 广汽集团简介

广州汽车集团股份有限公司的前身是广州汽车集团有限公司，于1997年6月成立。2005年6月28日，由广州汽车工业集团有限公司作为发起人，对原广州汽车集团有限公司进行股份改制，以发起方式设立的大型国有控股股份制企业。作为多年来深耕汽车制造业的老牌车企，广汽集团抓住新能源汽车发展机遇，2017年，广汽集团陆续和华为、腾讯、蔚来、中国移动、科大讯飞等公司合作，加快智能网联汽车的研发和应用，在云计算、大数据、智能驾驶、车联网服务等领域深耕。2018年，广汽新能源将推出具备远程升级服务、智能语音融合的车联网技术。2019年，广汽汽车将完成L4级无人驾驶的示范运营，并逐渐朝着L5级无人驾驶的方向发展。

广汽集团在“十四五”时期将紧紧抓住“电气化”的低碳、环保、安全的“智能化”这两大发展契机，自主品牌销售超过一百万辆，全部实现电气化，力争新能源汽车在自有品牌中的占比达到50%，在新能源汽车上实现100%的车联网。预计2025年，公司的汽车销售量达到350万辆，新能源汽车的销售比例不低于25%。广汽集团市场竞争力持续增强，不断提升品牌影响力。

广汽集团是一家创新型科技公司，具有较高的研究开发和创新能力。2018至2022年，广汽集团的研发支出占营业收入的比例为6.75%，8.44%，8.11%，6.88%以及5.97%，在研发方面的投入大大超过了比亚迪在内的同类型公司。除此之外，广汽集团的研发费用资本化支出占总体研发支出的比例在2018-2022年分别达到83.08%，80.98%，82.67%，83.99%以及78.26%。由此可见，广汽集团在研发费用这个项目中，资本化比例非常高，显示出其具有较高的研发效率和较高的自主创新能力。

3.1.3 广汽集团主营业务

表 3.1 2022 年广汽集团分产品业务收入构成情况

项目	金额（亿元）	占收入比重	同比增减
乘用车业务	786.72	71.52%	59.97%
汽车相关业务	277.63	25.24%	14.26%
金融及其他业务	35.71	3.24%	62.47%
合计	1100.06	100%	

数据来源：广汽集团年报

如上表 3.1 所示，2022 年乘用车业务在广汽集团的营业收入中占比最高，约为 71.52%；汽车相关业务占 25.24%，同比增加 14.26%；金融及其他业务在这三项业务中占比最小，约为 3.24%，同比增加 62.47%。综上乘用车业务是广汽集团的主要业务。在报告期内，广汽集团集团充分利用产业基金杠杆，聚焦动力电池、智能网联、汽车芯片三大领域，通过广汽资本对汽车产业链前瞻技术领域进行投资培育，完成对华大半导体、杭州芯迈、欣旺达 EVB 等 25 个新项目的投资。此外广汽集团，逐步开展电池银行试点，通过电池租赁回收租金的形式，为后续更好推动电池回收利用做好服务，进一步推动新能源汽车的发展。

表 3.2 2022 年广汽集团分地区业务收入构成情况

项目	金额（亿元）	占收入比重	同比增减
中国	1068.77	97.16%	44.84%
境外	31.29	2.84%	65.82%
合计	1100.06	100.00%	

数据来源：广汽集团年报

由上表 3.2 可知，由于广汽集团在全球市场的布局还处于初级阶段，仍以国内市场为主，2022 年广汽集团在海外场所占份额比较小，只占总营收的 2.84%。2022 年广汽集团在境外的营业收入同比增长为 65.82%，说明广汽集团有进一步拓展境外市场份额的能力，目前国内市场仍将是广汽集团的主要收入来源，但是境外市场具有较大的增长空间。

3.1.4 广汽集团经营概况

（1）营业收入

广汽集团在汽车制造领域深耕多年，其盈利能力和营收能力在行业中处于领先地位。汽车市场经过了一段时间的寒冬，随着有关政策的出台，汽车市场也逐步复苏。广汽集团在某种程度上受益于产业回暖，总体收入状况有所改善。广汽集团 2022 年全年销售各类汽车 243.38 万辆，相较 2018 年上升 14.26%，其 2022 年新能源汽车销量为 76.20 万辆，相较于 2021 年提升 72.54%，新能源汽车占集团汽车整车产销规模超过 25%。由图 3.2 可知，2022 年广汽集团营业总收入 1093.35 亿元，相较 2018 年上升 52.75%，相较于 2021 年上升 45.57%，这主要是因为国内经济持续稳定恢复，稳经济一揽子政策及

接续政策落地实施，汽车市场总体实现正增长，广汽集团自主品牌车型产品不断丰富、销量保持增长，特别是“埃安”新能源车销量大幅增长。此外，广汽集团着力打造能原生态科技载体，抢占新能源汽车市场，大力发展新能源汽车制造。

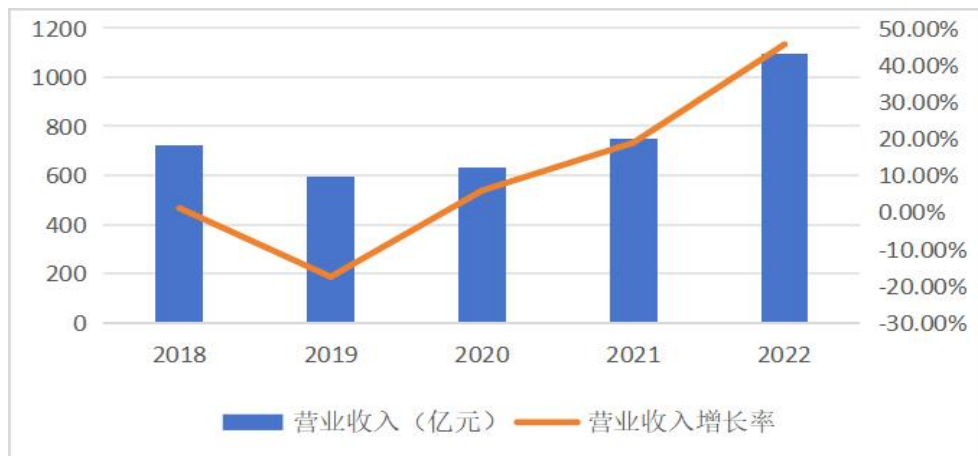


图 3.2 广汽集团营业收入及营业收入增长率

(2) 净利润

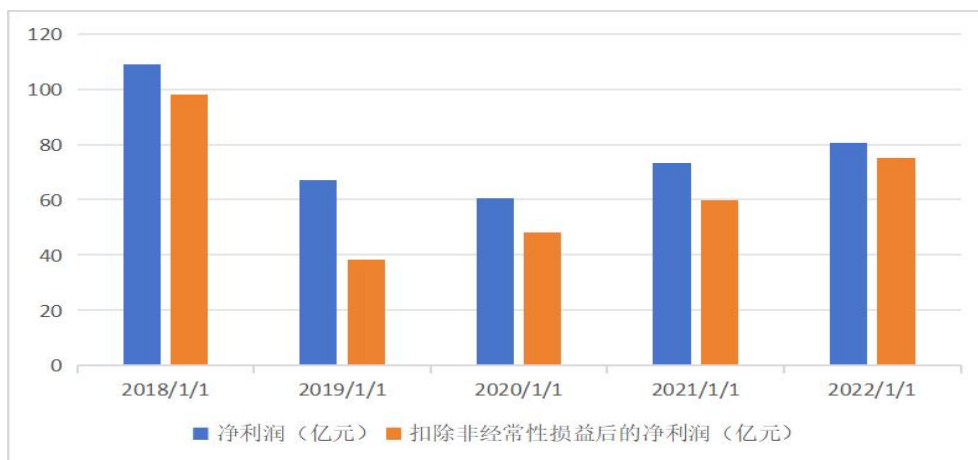


图 3.3 2018-2022 年广汽集团净利润

一般来说，当一个公司的净利润大部分来自于营业收入，说明公司的盈利质量高；相反，若主要来源于非经营性损益，那么说明公司的收益质量不高。广汽集团的利润主要来自于营业收入，其盈利质量较高。由图 3.3 可知，在盈利能力方面，2018 年广汽集团公司的净利润最高，约为 109 亿元，在 2019 年有较大幅度下降，从 2019 年之后，广汽集团净利润逐年上升，在 2022 年达到 80.68 亿元，盈利能力有所提升。在盈利质量方面，广汽集团公司在 2018、2019、2020、2021 以及 2022 年的非经营性损益占净利润

比重分别为 10.06%、42.77%、20.56%、18.50%和 7.09%，非经营损益在 2019 年占净利润的比重较高，其他几个年份占比均较低，综上可以看出广汽集团盈利质量较高。

(3) 财务风险

Z-Score 模型是一种测算公司财务风险和估计公司破产几率的模型。本文利用 Z-Score 模型对 2018-2022 年广汽汽车的财务风险进行了定量评估。广汽集团 2018-2022 年的财务数据和 Z 值计算公式分别如下表 3.3、3.5 所示。

表 3.3 广汽集团 2018-2022 年主要财务数据 (单位: 亿元)

指标	2018/ 6/30	2018/1 2/31	2019/ 6/30	2019/1 2/31	2020/ 6/30	2020/1 2/31	2021/ 6/30	2021/1 2/31	2022/ 6/30	2022/1 2/31
流动资产	613	662	557	569	483	566	513	612	633	918
流动负债		328	402	350	416	332	424	383	488	566
营运资金		285	260	207	153	151	142	130	124	175
留存收益		406	430	451	463	470	503	531	556	612.
税前利润		76	118	49	62	22	56	42	72	74
财务费用		-0.23	-1.5	0.59	0.26	-0.63	0.35	0.71	1.72	-0.38
息税前利润		75	117	50	63	21	57	42	74	72
每股市价		11	10	10	11	9	13	12	15	11
总股本		102	102	102	102	102	103	103	103	104
股票市值		1139	1052	1118	1183	930	1375	1338	1575	1828
销售收入		367	715	281	592	254	627	343	751	484
总资产		1201	1321	1290	1374	1297	1428	1412	1541	1579
总负债		454	541	479	549	468	561	511	616	556

数据来源：广汽集团年报

将表 3.3 中的指标代入 Z-Score 模型, 经过计算得到广汽集团 2018-2022 年的 Z 值, Z 值计算结果如下表 3.4 所示。

表 3.4 广汽集团 2018-2022 年 Z 值

日	2018/ 6/30	2018/1 2/31	2019/ 6/30	2019/1 2/31	2020/ 6/30	2020/1 2/31	2021/ 6/30	2021/1 2/31	2022/ 6/30	2022/1 2/31
X1	0.24	0.20	0.16	0.11	0.12	0.10	0.09	0.08	0.11	0.19
X2	0.34	0.33	0.35	0.34	0.36	0.35	0.38	0.36	0.38	0.32
X3	0.06	0.09	0.04	0.05	0.02	0.04	0.03	0.05	0.04	0.04
X4	2.51	1.94	2.33	2.15	1.99	2.45	2.61	2.56	3.28	1.71
X5	0.31	0.54	0.22	0.43	0.20	0.44	0.24	0.49	0.31	0.58

Z 值	2.78	2.69	2.43	2.48	2.09	2.65	2.55	2.78	3.06	2.40
-----	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

从表 3.4 中可以看到，在 2018 至 2022 年间，广汽集团的 Z 值均在企业破产可能线 1.23 以上，而且在 2018 年、2019 年下半年、2020 年下半年、2021 年下半年广汽集团公司 Z 值在 2.9 附近，接近财务风险“安全区”，广汽集团公司的财务风险有所降低。2022 上半年全年广汽集团公司的 Z 值为 3.06，高于财务风险安全线 2.9，进入财务风险“安全区”，财务风险较低。

表 3.5 Z-Score 模型运算公式

X1=净营运资本/总资产=(流动资产-流动负债)/总资产
X2=留存收益/总资产
X3=息税前利润/总资产=(利润总额+财务费用)/总资产
X4=优先股和普通股市值/总负债=(股票市值*股票总数)/总负债
X5=销售额/总资产
Z 值=1.2X1+1.4X2+3.3X3+0.6X4+0.999X5

3.2 广汽集团资本结构现状分析

由上述的初步分析，可知广汽集团虽呈现稳中向前的发展态势，在此基础上本文从负债整体规模、负债结构、股权结构以及融资渠道等方面，对广汽集团资本结构现状展开分析，以期从中对广汽集团的资本结构有更为清晰具体的认知。

3.2.1 广汽集团资本结构整体分析

(1) 资产负债率

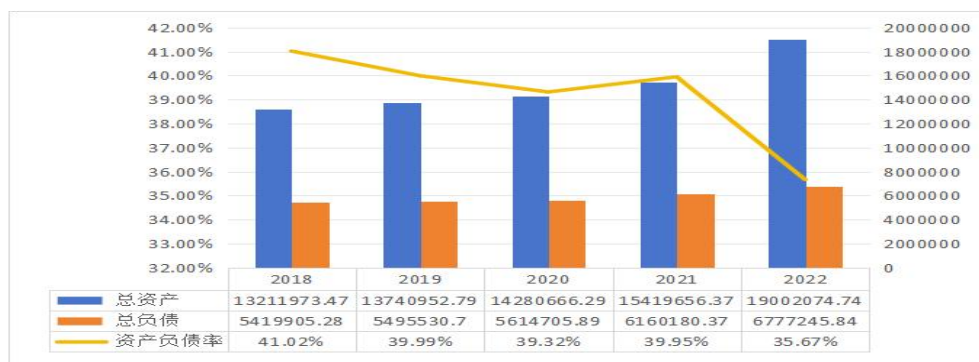


图 3.4 广汽集团 2018 年-2022 年资产负债指标(单位: 万元)

从图 3.4 可以看出, 在 2018 到 2022 年间, 广汽集团的总资产规模呈现持续上升趋势, 2018 年广汽集团总资产为 1321.97 亿元, 2022 其总资产已经达到 1900.20 亿元, 增长了约 578.23 亿元, 总资产增长迅速, 表明广汽集团的资产实力较为雄厚。与总资产相比, 广汽集团总负债在 2018-2022 年持续缓慢增长, 变动幅度不大, 一直处于较低的状态。广汽集团的整体债务增幅远小于其资产增幅, 且其所占比重较小, 反映出广汽集团的整体债务水平偏低。此外, 在相对指标方面, 资产负债率可以反映广汽集团的负债水平, 从而可以看出广汽集团在融资过程中, 究竟有多少资金来自于负债, 并以此来判断广汽集团的偿债能力与融资风险。如图 3.4 所示, 2018 年到 2022 年, 广汽集团的资产负债率在 35%-40%之间, 总体呈下降趋势, 处于较为安全的范围内。

(2) 产权比率

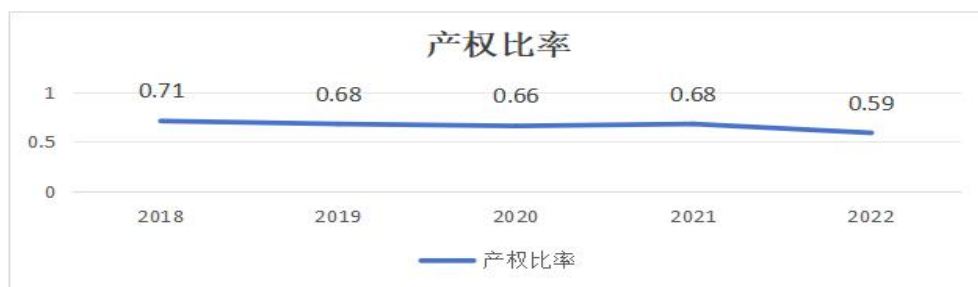


图 3.5 广汽集团 2018-2022 年产权比率

产权比率的高低能够代表债权人的权益保障程度, 产权比率越低, 债权人的权益越容易得到保障, 资本结构越安全, 理论上公司的产权比率应低于 1.0, 即总负债数值低于所有者权益数值。由图 3.5 中可以看出, 2018-2022 年广汽集团的产权比率整体较低, 近五年均低于理论值 1.0, 且逐年呈下降趋势, 广汽集团产权比率由 2018 年的 0.71 下降到 2022 年的 0.59。综上可见广汽集团公司主要以股权融资为主, 公司的偿债压力和偿债风险均比较低。

3.2.2 广汽集团债务结构分析

通过前文对广汽集团总体情况的分析, 可以看出广汽集团目前的负债水平较低, 所以接下来对其债务结构进行了细致的研究。本文从两个方面对广汽集团的债务结构进行

了分析，一方面是对其债务期限进行分析，探究其长短期负债所占总负债的比例。二是对其负债类型进行分析，分析各类负债的组成及其所占的比例，从而判断出公司的主要负债形式，以及负债结构的合理性。

(1) 债务期限分析

负债的期限结构通常是按照其流动性来划分的。短期负债特征是资本成本较低且资金使用限制小，能够快速补充企业发展所需要的资本。而长期负债可以用来进行长期的项目投资，更加符合企业发展战略目标，而且可以保持企业资金的稳定性，有利于企业的资本结构的调整。广汽集团债务期限结构比例如下图 3.6 所示：

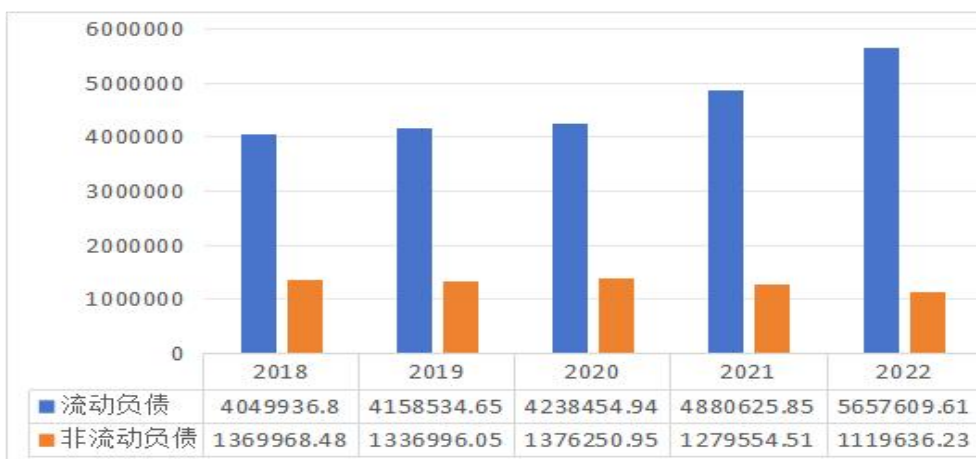


图 3.6 2018 年-2022 年广汽集团负债结构（单位：万元）

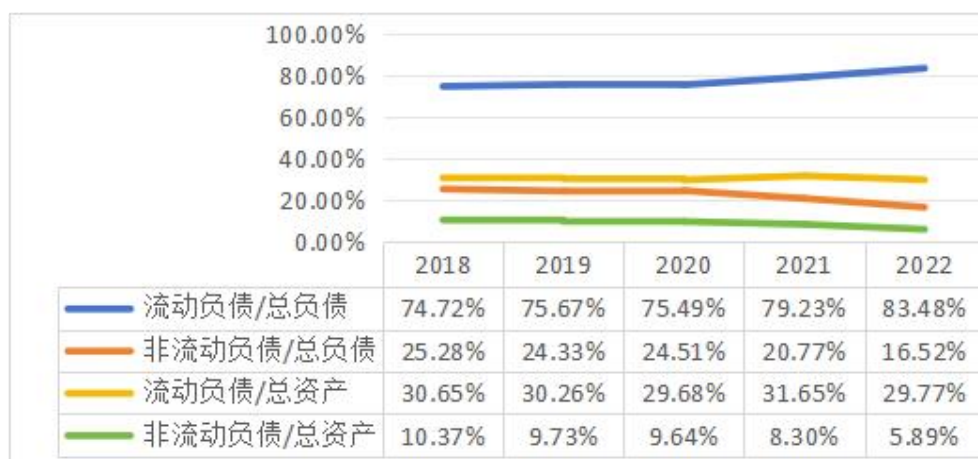


图 3.7 2018 年-2022 年广汽集团负债结构比例

从图表 3.6 可以看出，广汽集团的流动负债在 2018-2022 年间增长 160.77 亿元，从 404.99 亿元增长到 565.76 亿元；而非流动负债，虽然整体上有所减少，但总体来说

并没有太大的变化。从图表 3.7 中可以看出，广汽集团的短期债务在总债务中所占的比重很高，一直维持在 75%左右，并且一直在稳步上升，在 2022 年甚至达到了 83.48%。相对来说，广汽集团长期负债在总负债中的比重相对较小，维持在 15%-25%之间，短期负债和长期负债在总负债中的比重差距明显。综合以上分析，流动性负债是广汽集团目前主要的债务来源。相对于长期债务，短期债务具有资本成本低、资金使用限制小等优点，但是短期债务却要在短时间内偿还，这将对广汽集团的偿债压力产生一定的影响。

通过对广汽集团 2018 至 2022 年流动负债和非流动负债所占总资产的比重进行分析，可以看出，流动负债占总资产的比重整体上呈现出下降的态势，从 2018 年的 30.65% 持续下降到 2020 年的 29.68%，从 2020 年到 2021 年上升到 31.65%，2022 年又有一定程度的下降，占比为 29.77%。非流动性负债在整个资产中的比重也呈波动式下降，2018 和 2019 两年分别为 10.37%以及 9.73%，2020 年下降到 9.64%，而 2021-2022 年持续下滑，基本上维持在 5%-10%的水平。从这一点可以看出，广汽集团对负债融资的运用相对较少，而且负债融资中以流动性债务为主。

(2) 债务类型分析

上文分析了广汽集团的债务期限结构，接下来需要对广汽集团的债务类型进行分析，表 3.6 是广汽集团 2018 年-2022 年有息负债类型占总负债的比重数据：

表 3.6 2018 年-2022 年广汽集团有息负债（单位：万元）

	2018	2019	2020	2021	2022
短期借款	194364.84	188405.87	355551.25	229642.86	630901.51
长期借款	153646.53	185357.77	287888.24	270212.10	485355.07
应付债券	807499.59	583804.45	559429.03	299512.15	0
一年内到期的非流动负债	125304.71	410601.97	302024.66	801903.60	814882.67
有息负债合计	1280815.67	1368170.06	1504893.18	1601270.71	1931139.25
总负债	5419905.28	5495530.7	5614705.89	6160180.37	6777245.84
有息负债/总负债	23.63%	24.90%	26.80%	25.99%	28.49%

数据来源：广汽集团年报

通常来说，企业有息负债包括流动性负债中的短期借款、一年内到期的非流动负债，还包括非流动性负债中的长期借款和应付债券。从表 3.6 可以看出，广汽集团在 2018-2022 年的 5 年中，有息负债占全部债务的比重较小。2018 年至 2020 年有息负债率稳步上升，由 23.63%上升到 24.90%，2021 年降为 25.99%，2022 年又升到 28.19%，

广汽集团有息负债率总体上呈上升趋势。据萝卜投资研公司提供的数据显示，2018年-2022年，汽车制造业的带息债务总额为92.75亿元、90.99亿元、72.78亿元、69.96亿元以及148.30亿元，在整个行业总负债中的比重分别为41.69%、39.74%、30.15%、27.27%和45.33%。对比同行业数据，广汽集团有息负债占比较小，说明广汽集团主动舍弃了部分抵税收益，这与现代资本结构理论相悖，广汽集团应注重负债的收益性，优化其资本结构。

表 3.7 2018-2022 广汽集团主要有息负债与商业负债（单位：万元）

	2018	2019	2020	2021	2022
应付账款	1,227,314.14	1,326,522.59	1,287,987.87	1,594,564.4	1,785,806.34
其他应付款	924,137.23	779,769.10	894,870.92	926,939.01	1,017,791.40
短期借款	194,780.38	188,405.87	355,551.25	229,642.86	630,901.51
长期借款	153,646.53	153,646.53	287,888.24	270,212.10	485,355.07

数据来源：广汽集团年报

从广汽集团的债务结构来看，广汽集团的有息债务较少，从表 3.7 可以看出，广汽集团的债务以其他应付款和应付账款为主，其中，其他应付款主要包括应付合同款、应付经销商费用、应付往来款等项目，这些项目都是以商业信用为主，属于商业信用融资，这就要求企业拥有良好的商业信用基础。结合上表中有息负债的数额可以看出，广汽集团的债务融资方式以商业信贷为主。2018年至2022年，广汽集团的应付账款及其他应付款总体呈上升趋势，2022年达到最高点，2020年至2022年增长幅度最大，表明广汽集团有极好的品牌信誉。尽管采用商业信用融资有筹资的费用低、操作简单和约束较少等优点，但是不可忽视的是，通过商业信用融资获取的资金总量较少，难以满足企业的经营发展。

3.2.3 广汽集团股权结构分析

股权结构是公司治理的一个方面，可以反映出企业内部控制权。而股权集中度在某种程度上反映了公司的组织结构，影响公司的运营效率，是公司可持续发展的关键所在。

表 3.8 广汽集团 2022 年股权集中度

	2018	2019	2020	2021	2022
第一大股东	53.74%	53.71%	53.13%	53.03%	52.52%
第二大股东	30.25%	30.23%	29.91%	29.84%	29.51%

第三大股东	4.12%	4.12%	4.08%	3.83%	3.78%
第四大股东	2.06%	2.06%	2.04%	1.47%	1.95%
第五大股东	1.08%	2.06%	2.04%	1.36%	1.34%

数据来源：广汽集团年报

从 2018-2022 年广汽集团的财报来看，广汽集团公司前五大股东合计持股数量占广汽集团在外流通总股数的 89.1%，而第一大股东持股数量占前五大股东合计持股数量的 58.95% 左右，说明广汽集团股权集中度过高。广州汽车工业集团作为第一大股东，对公司拥有绝对的控制权和话语权，除第二大股东外其它的小股东则较为分散，因此，可能存在着“一股一大”的现象，这就导致了其他股东参与公司治理的动力不足，也就不能有效地监督大股东的行为。当第一大股东在公司的利益面前更多地偏向自己的利益时，就会出现贪污、滥用权力等问题，这会对公司的治理和企业的发展产生不利的影响。



图 3.8 截止 2022 年末前五名股东持股情况

从图 3.8 可以看出，广汽集团前五大股东中除 HKSCCNOMINEESLIMITED 均为国有法人，国家持股对上市公司具有双重效应，一是得到了隐性担保，得到了更多的政策支持，使得公司的融资更加容易。但另一方面，国企的治理结构不够灵活，易引发利益相关者之间的利益冲突，从而限制公司的资本结构的调整。因此，广汽集团可以通过调整股权结构来实现股权的多元化，从而提高广汽集团的运营效率，为企业注入新的活力。

3.2.4 广汽集团融资结构分析

(1) 测算融资需求

在分析广汽集团融资结构之前，本文有必要分析广汽集团是否有外部融资需求，如果有外部融资需求，广汽集团可以通过外部资金的注入来加速其资本结构的优化。本文

根据广汽集团 2022 年财务报表整理出 2022 年广汽集团管理用资产负债表，在该表的基础上测算出广汽集团 2023 年融资总需求、内容融资额以及外部融资额。融资总需求=净经营资产销售百分比*营业收入增长额。内部融资额默认企业可动用的金融资产为 0，所以内部融资额=利润留存=预计 2023 年营业收入*营业净利率*利润留存率。外部融资额=融资总需求-内部融资额。管理用资产负债表相关数据解释如下：经营资产中货币资金项目根据货币资金*近五年货币资金销售百分比测算，超出部分作为金融资产，具体计算结果如表 3.9 所示；应收票据默认为无息票据全部作为经营资产；其他应收款按照其他应收款-应收股利-应收利息作为经营资产；应付票据默认为无息票据，全部作为经营负债；其他应付款中应付利息与应付股利皆为 0，故其他应付款作为经营负债，具体数据如表 3.10 所示。

表 3.9 2018-2022 广汽集团货币资金销售百分比

	2018	2019	2020	2021	2022
货币资金（亿元）	419.08	322.43	285	240.36	395.24
营业收入（亿元）	724	597	632	751.10	1093.35
货币资金/营业收入	57.88%	54.01%	45.09%	32.00%	36.15%
货币资金销售百分比均值			45.03%		

表 3.10 2022 年广汽集团管理用资产负债表情况（单位：元）

经营资产	
货币资金	17,797,848,730
应收票据	97,926,236
应收账款	8,408,052,434
预付款项	1,309,827,405
其他应收款	1,759,222,241
存货	12,361,829,533
一年内到期的非流动资产	4,599,475,608
其他流动资产	15,205,269,480
长期应收款	4,872,447,974
长期股权投资	37,788,357,746
固定资产	19,283,528,186
在建工程	1,233,621,380
使用权资产	1,479,577,431
无形资产	16,121,976,160
开发支出	3,751,655,472
商誉	103,180,790
长期待摊费用	543,874,454
递延所得税资产	3,715,494,353
其他非流动资产	4,086,221,308

经营资产合计	154,519,386,921
经营负债	
应付票据	964,550,015
应付账款	16,893,513,396
合同负债	1,943,158,272
应交税费	762,750,292
应付职工薪酬	3,368,610,990
其他应付款	10,177,914,014
其他流动负债	1,534,119,915
经营负债合计	35,644,616,894
净经营资产	118,874,770,027

数据来源：广汽集团年报

根据广汽集团 2022 年前三季度财务报告，华西证券研报预测广汽集团 2023 年营业收入为 1234.1 亿元，据此可以测算出广汽集团 2023 年融资需求，具体计算结果如下表所示：

表 3.11 预测 2023 年广汽集团融资总需求（单位：亿元）

净经营资产销售百分比	108.73%
营业收入增长额	140.75
融资总需求	153.03

表 3.12 预测 2023 年广汽集团利润留存率及营业净利率（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022
利润留存率	57.69%	48.25%	66.92%	72.01%	69.25%
营业净利率	16.50%	9.52%	8.93%	9.44%	6.78%
利润留存率均值			62.82%		
营业净利率均值			10.23%		
预测 2023 营业收入			1234.1		
内部融资额			79.31		
外部融资额			73.72		

根据表 3.11 以及表 3.12 可以得出，广汽集团在 2022 年末融资总需求为 153.03 亿元，其中内部融资额为 79.31 亿元，外部融资额为 73.72 亿元，广汽集团需要从外部融资来满足企业的生产发展。

（2）融资结构分析

经过上文对融资需求的测算发现，广汽集团拥有外部融资需求，在此基础上，本文接下来对广汽集团的融资结构进行分析。在对企业融资结构的分析中，重点从企业不同的融资渠道入手。通过

分析企业在不同时期是利用外部资金还是利用内部资金，以及它们所占的比例来比较，能够比较精确地确定企业倾向于哪一种融资方式，以及这种融资方式对公司目前的发展是否有利。在广汽集团融资结构的研究中，本文重点从外部融资与内部融资两个角度对其进行了分析与对比，其中，内部融资包括企业留存收益，累计折旧及摊销；而外部融资包括负债总额，股本和资本公积为，2018年至2022年的具体数据统计如3.13所示：

表 3.13 2018-2022 广汽集团内外源融资情况（单位：万元）

		2018	2019	2020	2021	2022
内部融 资	盈余公积	381,729	474,074	549,840	549,840	549,840
	未分配利润	3,924,379	4,155,873	4,485,016	5,017,249	5,571,118
	累计折旧及 摊销	1,153,003	1,536,722	1,982,107	2,434,392	3,015,069
外部融 资	负债总额	5,419,905	5,495,530	5,614,705	6,160,180	6,777,245
	实收资本	1,023,249	1,023,770	1,034,969	1,037,059	1,048,716
	资本公积	2,238,280	2,270,437	3,171,387	3,260,399	4,124,055

数据来源：广汽集团年报

表 3.13 收集了广汽集团 2018 年至 2022 年不同融资方式下的数据，单独来看，内源融资的三项指标均呈现出不断上升的态势，2018-2022 年广汽集团未分配利润大幅增加，盈余公积也逐年上升，并在 2020 年达峰值后基本保持不变。累计折旧及摊销总体也呈上升趋势，2022 年较 2021 年有较大幅度上升。近五年，广汽集团负债总额略有增加，股本基本上没有什么变化。而资本公积变化较大，2022 年广汽集团资本公积相较于 2018 年增长了近 85%。

表 3.14 2018-2022 广汽集团各融资方式占比

	2018	2019	2020	2021	2022
内源融资	38.61%	41.23%	41.67%	43.35%	43.33%
股权融资	23.07%	22.03%	24.98%	23.28%	24.53%
负债融资	38.33%	36.74%	33.35%	33.37%	32.14%

从表中计算结果可知，近五年，广汽集团内源融资比例呈增长态势，2018 年内源融资占比为 38.61%，而 2022 年已经上升到 43.33%，其中最高值为 2021 年的 43.35%；股权融资比例变化幅度较小，基本在百分之二十三左右。负债融资呈现逐年下降趋势，由 2018 年的 38.33% 下降到 2022 年的 32.14%。由此可知，广汽集团外源融资中，相较于股权融资，负债融资占比更高，由于股权融资相对来说成本高，因此，负债融资的优先级

要高于股权融资。内源融资是通过获取企业内部资金来发展企业经营，内源融资占比高也说明广汽集团拥有充足的内部资金，内部资金会先留下来以备不时之需，以此来降低融资成本以及财务风险。由上表可知，广汽集团主要采用的是内源融资，其次是负债融资，最后是股权融资。

（3）政府补助

鉴于我国新能源汽车产业尚处在成长阶段，一定程度上依靠政府补贴进行扶持，因此除了对广汽集团内部融资与外部融资外分析外，还需要将政府补贴纳入到资本结构分析之中。政府补贴是指地方政府按照国家政策，对重点企业进行支持，最大限度地协助企业进行资源的最优配置。政府对新能源汽车的补助从2009年开始，2009年至2013年之间属于政府补助启动期，2014年到2016年政府补助逐步开始细分，政府补助的补贴范围也开始扩大，然而2017年开始，政府对于新能源车企的补贴开始下滑，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。为了维持我国新能源汽车产业健康发展的良好态势，综合考虑我国新能源汽车产业发展规划、市场发展趋势和企业顺利转型等因素，国家将原于2022年取消的新能源汽车购置补贴政策延至2026年。

表 3.15 广汽集团 2018-2022 年接受补助情况（单位：万元）

年份	补助金额
2018 年	116,967.36
2019 年	290,152.12
2020 年	128,132.38
2021 年	99,470.67
2022 年	101,125.35

数据来源：广汽集团年报

由前表 3.15 可知广汽集团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 2019 年的 290152.12 万元到 2022 年的 1101125.35 万元。广汽集团作为省属重点大型上市国企，更易获得信贷机构的资金。从而使得广汽集团降低对财政补贴的同时，有能力去进行债务融资。广汽集团可以拓宽融资渠道，适当扩大债务融资，提高企业杠杆，充分利用债务抵税效应，为企业带来更大效益。

3.3 广汽集团资本结构存在的问题

3.3.1 负债规模较为保守

在前文分析中发现，广汽集团近五年的资产负债率平均为 39.19%，整体来说，其资产和负债水平显著偏低，广汽集团的负债结构并没有得到合理的发挥，资产负债率并未处于最优区间，负债规模比较保守。目前汽车市场按照总市值排名前六名，广汽集团在汽车制造业中处于领先地位。为了能够直观了解广汽集团资产负债率水平，特地将广汽集团与汽车行业其他领先企业上汽集团和比亚迪进行对比，具体指标如下图所示：

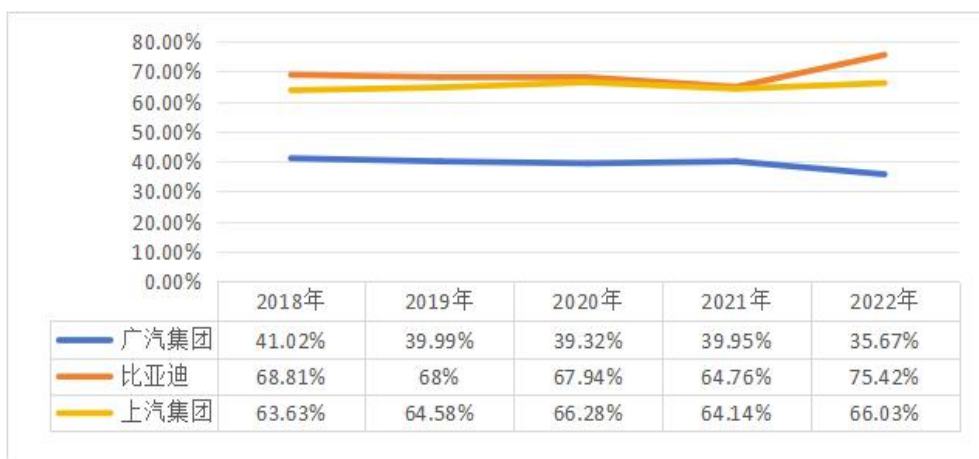


图 3.9 2018-2022 年三家企业的资产负债率

从图 3.9 可以看出，近五年，上汽集团和比亚迪的资产负债率一直高居不下，两家企业的资产负债率较为接近，都一直保持在 60% 以上，2022 年比亚迪的资产负债率更是达到了 75.42%，远远高于广汽集团的资产负债水平。与上汽集团和比亚迪相比，广汽集团的平均资产负债率则要低二十至三十个百分点，差距十分明显。此外，从前文的融资结构来看，广汽集团在 2020 年和 2021 年获得了大量的内部融资，从而使得其在过去的两年里，资产负债率得到了一定程度的下降。总的来说，近五年上汽集团和比亚迪的资产负债率呈上升趋势，表明他们更倾向于以债务融资的方式获取公司发展所需的资金。从横向比较可以发现，三家公司中，只有广汽集团的资产负债率有所降低，而比亚迪和上汽集团则维持在一个较高的水平。比较三家公司的市值可以看出，比亚迪与上汽集团比亚迪总市值最高，其次是上汽集团，最后是广汽集团。

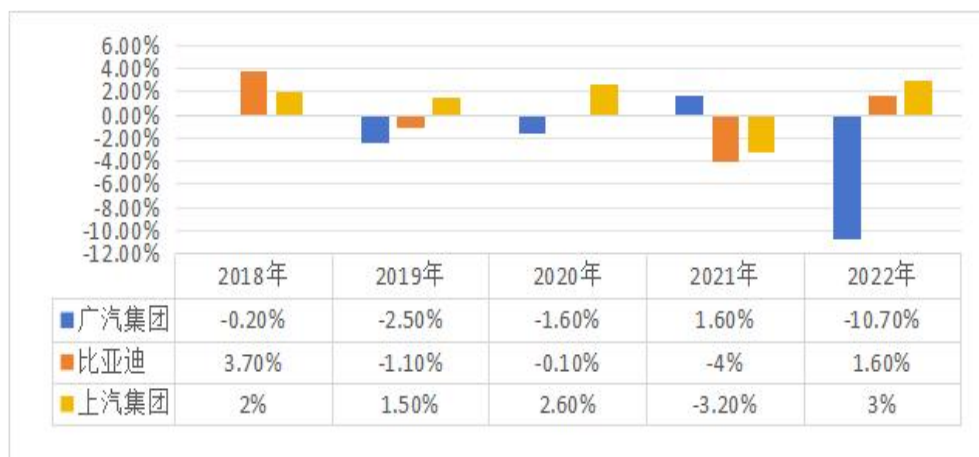


图 3.10 2018-2022 年三家企业的负债同比增长率

从 3.10 图可知，广汽集团近五年的负债同比增长率总体呈现下跌趋势，2020 年相较于 2019 年变化较小，2022 年相较于 2021 年下降幅度最大，下降了 10.7 个百分点。对比比亚迪和上汽集团可以看出，上汽集团的负债增长率前三年为正，2021 年负债同比增长率为负，2022 年又迅速上升；比亚迪 2018 年相较于 2017 年负债同比增长率为正，后续三年则有所下降，在 2022 年增长率又有所提升。根据上述数据分析可以得出，广汽集团的负债规模较保守，不利于广汽集团发挥债务抵税效应提升公司价值。由于汽车制造业的准入门槛不高，加上近几年国家对新能源汽车的大力补贴，使得越来越多的企业涌入该领域，企业间的竞争愈发激烈，而广汽集团采取的比较保守的融资模式，很有可能导致公司没有足够的资金继续进行研究和创新。

3.3.2 短期负债占比过高

从上一节的分析可以看出，广汽集团在 2018-2022 年间的流动负债与总负债占比基本维持在 75% 以上，2022 年甚至达到了 83.48%，广汽集团较高的流动负债占比使其债务结构极不合理，使其今后的发展存在潜在的风险。当公司的经营情况良好时，公司可以按照约定支付本金及利息，但是如果企业的金融环境出现了很大的变化，比如通货膨胀、利率上升等，那么公司的资金周转可能会出现一些问题，甚至会影响到企业的正常运营。此外，如果流动性负债发生的频繁，将会使得会计监管工作复杂化，增加公司财政费用。在前面的研究中，可以发现广汽集团的短期债务主要来自于应付账款和其他应付款，因此，下文对金额比较大的应收账款和其他应付款做了具体的分析。

表 3.16 广汽集团 2018 年-2022 流动负债情况（单位：万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
应付账款	1227314.14	1326522.59	1287987.87	1594564.41	1785806.34
其他应付款	924137.23	779769.12	894870.92	926939.01	1017791.41
流动负债	4049936.81	4158534.65	4238454.94	4880625.85	5657609.61

数据来源：广汽集团年报

由表 3.16 可知，2018 年至 2022 年广汽集团的应付账款逐年增长，广汽集团大部分的流动负债都来自于应付账款和其他应付款中的往来款，2021 年应付账款以及其他应付款占流动负债的比例更是达到了 51.65%，由此可以得出广汽集团更倾向于依赖短期资金。应付账款受到企业信誉的影响，所以广汽集团在偿还短期债务时，必须要有较强的资本流动能力，才能保证广汽集团在社会上的信誉。然而，过多的流动性资金则会减少广汽集团的流动性投资，从而降低其社会资本的积聚。

3.3.3 股权集中度高

本文通过对广汽集团 2022 年末的前五大股东、五年内第一大股东的持股变动情况进行了分析，可以直观地看出广州汽车工业集团对广汽集团享有实际控制权与决策权。本文将广汽集团前五大股东中的后四位股东持股比例之和与第一大股东的持股比例相比，得出广汽集团 2016 年至 2020 年股权制衡度计算值，股权制衡度计算值在 2.13-3.09 是较为合适的，可以抑制大股东的掠夺，形成相互监督的态势。由表 3.8 计算得出 2018-2022 年广汽集团股权制衡度计算值分别为 0.69, 0.71, 0.71, 0.68, 0.69，说明广汽集团股权制衡度较差。广州汽车工业集团拥有绝对的控股地位，除二大股东外，其余中小股东分布较为零散，不利于中小股东参与企业的经营管理，使治理层、债权人和经营层三方难以平衡权力与义务，从而极大地降低了公司的资本结构决策的有效性。

3.3.4 融资渠道比较单一

从前文的分析可以看出，广汽集团目前的融资模式以内部融资为主，主要为留存收益。从 2018-2022 年，广汽集团的留存收益不断上升，其中盈余公积在 2020 年达到峰值之后，

并没有发生变化；而未分配利润大幅增加，继续呈上升趋势。此外，除留存收益外，还应该考虑到企业的货币资金以及应收账款，表 3.17 列出了广汽集团这几项指标的具体数值。

表 3.17 广汽集团 2018 年-2022 货币资金情况（单位：万元）

	2018	2019	2020	2021	2022
货币资金	4190820.6	3224292.7	2850007.3	2403591.4	3952442.5
应收账款及应收票据	691536.7	570747.0	620213.0	899367.9	850597.9
总资产	13211973.5	13740952.8	14280666.3	15419656.4	19002074.7
货币资金/总资产	31.72%	23.46%	19.96%	15.59%	20.80%
应收款项融资	0	694.8	31069.0	70906.4	63230.1

数据来源：广汽集团年报

从表 3.17 可以看出，广汽集团的营运资金以货币资金为主。其中，货币资金总额在不断减少，5 年内减少了 238378.1 万元；同时，其货币资金所占总资产的比例也由 31.72% 下降到 20.80%；尽管广汽集团的货币资金总额和总资产占比有所下滑，但在公司总资产中仍占有较大比重。货币资金可以及时地解决企业的日常运营和突发事件，但是，货币资金并非是多益善，如果公司短期内对资金需求量较少，那么将会给企业带来一定的持有成本和转换成本。此外，如果广汽集团的运营过分依赖于自有资金，很有可能会导致资金链断裂。从上表中可以看出，在 2018-2022 年期间，广汽集团的应收账款和应收票据不断增加，从 691536.7 万增加到 850597.9 万，增幅为 23%。同时，从 2019 年起，广汽集团就一直在利用应收款项融资且增长速度极快，从 2019 年的 694.8 万元再增长 2020 年的 63230.1 万元。广汽集团较为单一的应收账款融资方式，无法及时应对不利的外部环境，而且随着企业经营规模的扩大，研发投入逐年上升，单一的融资渠道难以满足广汽集团的经营发展。

4 广汽集团资本结构优化方案设计

通过第三章对广汽集团资本结构现状的分析，指出了广汽集团 2018 年到 2022 年的资本结构存在的一些问题，所以本章要对广汽集团的资本结构进行优化设计。首先，明确广汽集团要资本结构优化的目标，然后对其资本结构静态优化，客观估计广汽集团 2018-2022 年各年度的最佳资产负债率，但是静态优化未考虑企业外部环境的影响，拥有一定的局限性，所以需要与动态优化模型相结合，以此来确定广汽集团最优资本结构区间范围。

4.1 广汽集团资本结构优化目标与路径

4.1.1 广汽集团资本结构优化目标

本文将最优目标划分为两个阶段。从短期来看，广汽集团的资本结构优化，可以帮助它更好地筹措并合理地使用短期项目资金，各种形式下所吸收到的资金可以得到合理的运用，从而使负债与所有者权益达到比较合适的比例。从长远来看，将企业价值最大化作为广汽集团资本结构优化的目标，在权衡理论的基础上，权衡企业债务的收益性与破产成本，以此实现企业价值最大化。所以，企业在资本结构优化时应该根据自身的实际状况来确定短期优化目标，同时，关注企业内外源融资的合理配置上，将企业现有的经营战略和财务战略相结合，降低企业资本成本。此外，短期目标还应该参照较长的目标，不能做出违背企业长远目标的决策。

4.1.2 广汽集团资本结构优化路径

针对广汽集团目前所面临的资本结构问题，本文对其负债规模、短期债务、股权集中度以及融资渠道等几个方面进行了分析，采用了静态优化与动态优化相结合的方式，为广汽集团目前所面临的问题提出相应的解决方案。本文首先利用静态最优模型求出资产负债率的最佳值，但是这是一个理想化的数值，在实践中却难以做到。因此，接下来便要广汽集团的外部环境以及企业自身状况进行全面的分析与判断，找到一个合理的动态资本结构范围区间。

4.2 广汽集团资本结构的静态优化设计

孟建波和罗林教授在经过不断的模型推导和检验，建立了关于企业最优资本结构方程，公式如下：

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

上式中，E 表示息税前利润总额(利润总额+利息费用)；Z 代表累计折旧与摊销；I 为企业净利息支出，本文在财务成本计算中以广汽集团利润表中的财务费用代替；i*L 为长期负债利息；V 为企业总资产；b 为最优资产负债率。

表 4.1 广汽集团 2022 年主要财务数据（单位：元）

资产负债表主要项目：	
固定资产	19,283,528,186
累计折旧及摊销	30,150,692,114
资产合计	190,020,747,402
流动负债合计	56,576,096,081
非流动负债合计	11,196,362,295
负债合计	67,772,458,376
所有者权益	122,248,289,026
负债与所有者权益合计	190,020,747,402
利润表主要项目：	
营业收入	110,006,436,957
营业成本	101,688,748,390
财务费用	-180,924,901
其中：利息费用	328,066,228
利息收入	480,923,488
营业利润	7,455,569,129
利润总额	7,462,512,335
净利润	7,998,052,695

数据来源：广汽集团年报

根据以上数据和公式，整理计算并取得结果如表 4.2 所示：

表 4.2 广汽集团 2022 年相关财务指标（单位：元）

指标	2022
公司总资产 V	190,020,747,402
息税前利润 E	7,790,578,563
累计折旧及摊销 Z	30,150,692,114
利息支出 I	-180,924,901
长期负债利息 iL	218,409,783
企业最优负债率 b	48.59%

数据来源：广汽集团年报

表 4.3 广汽集团 2018-2022 年最优资产负债率（单位：万元）

	2018	2019	2020	2021	2022
息税前利润	1186713.21	679271.37	611906.44	768622.00	779057.86
累计折旧及摊销	1153003.23	1536722.42	1982107.44	2434392.35	3015069.21
净利息支出	-15082.12	2629.49	3484.25	17194.38	-18092.49
长期负债利息	7482.59	9026.92	14020.16	13159.33	21840.98
企业总资产	13211973.5	13740952.8	14280666.3	15419656.4	19002074.7
企业实际资产负债率	41.02%	39.99%	39.32%	39.95%	35.67%
资产负债率行业均值	57.82%	58.76%	61.93%	60.03%	63.83%
最优资产负债率	55.75%	55.67%	51.30%	48.26%	48.59%

数据来源：广汽集团年报

将广汽集团 2022 年的相关财务数据带入方程计算得出，广汽集团 2022 年的最优资产负债率 $b=48.59\%$ ，而 2022 年广汽集团的实际资产负债率则是 35.67% ，二者之间有着巨大的差异。把广汽集团近 5 年的数据分别代入上面的方程式中，测算出公司 2018-2022 年最佳资产负债率为 55.75% ， 55.67% ， 51.30% ， 48.26% ， 48.59% ，最优资产负债率五年的平均值为 51.91% ，对比广汽集团最近五年的实际平均资产负债率为 39.19% ，可以看出，从 2018-2022 年，广汽集团的实际资产负债率与最佳资产负债率之间存在着较大的差距，两者之间的平均差异为 12.72% 。

根据静态资本结构优化模型，计算出广汽集团各年度的最优资产负债率，为广汽集团的资本结构决策提供了参考，同时也能避免广汽集团管理层在这一问题上的主观判断。从公式中我们可以看到，相关数据均可以通过财务报表找到，具有较强的客观性，但也有一定缺陷，比如，该模型未充分考虑企业外部的市场环境，未将公司发展战略等有关的非财

务指标纳入考量，更未顾及企业执行优化所需的成本。尤所，在外部环境复杂多变的情况下，广汽集团还需对各方面进行综合考量，最终得出最适合广汽集团需求的最优资本结构。

4.3 广汽集团资本结构的动态优化设计

在上节的分析中，可以看出，广汽集团在进行资本结构的动态优化时，需要考虑内外两方面的因素，在第二章中本文总结了广汽集团资本结构影响因素的研究成果。所以，本文结合行业发展环境，将以下几个指标作为影响广汽集团资本结构的影响因素。外部因素包括经济发展水平、利率水平、国家政策以及行业环境，内部因素包括企业规模、盈利能力、发展能力、营运能力以及股权集中度。在此基础上，利用熵权方法，确定各要素影响程度，以静态优化得到的最优值为基础，对广汽集团资本结构进行合理的动态调整。

为尽量避免主管因素的干扰，本小节选用熵权法计算各因素的权重。所以，在选择有关指标时要注意以下三个方面：第一，指标的选择要符合广汽集团的资本结构目标，能够真实地反映出考核结果。第二、要注意各指标之间的隶属关系，并对它们之间的影响大小进行分析。第三、就广汽集团而言，选择的指标应当是全面的、完整的。

4.3.1 广汽集团资本结构外部影响因素分析

(1) 经济环境

汽车产业是国民经济的重要组成部分，宏观经济的不景气，使得汽车产业的上下游以及供求都受到了影响，对汽车产业的发展会造成很大的负面影响。随着消费需求的降低，汽车的销售也呈现出一定的下降趋势，同时，由于汽车厂商的项目周期较长，汽车企业难以在短期回投资，这就增加了公司的经营风险。所以，广汽集团在进行资本结构调整时，必须将国内生产总值和消费者物价指数的变动趋势以及对汽车行业的冲击作为影响因素纳入考量。

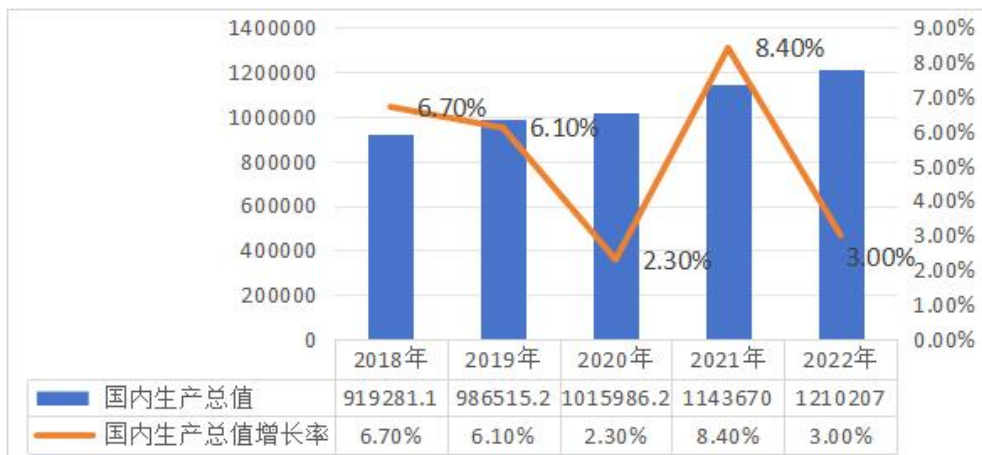


图 4.1 2018 年-2022 年我国 GDP 及 GDP 增长率

如图 4.1 所示，从 2018-2022 年，GDP 持续增长，由 1015986.2 亿元增加到 1210207 亿元，5 年增加 290925.9 亿元。从绝对数量上来说，国内生产总值有了很大的提升，这就给企业的发展提供了一个良好的经济环境。此外，从 GDP 增长率来看，整体上是一个下滑的过程，中国的经济增长率在 2021 年达到了峰值，之后又不断地降低，2022 年比 2021 年仅增加了 5.82%，这说明在维持原来的经济规模的情况下，新经济的发展面临受阻。在这种大环境下，汽车制造业的市场也已经达到了饱和状态，增速逐渐变缓，广汽集团如果采用债务融资的方式，将会对其产生不利的影响。此时，GDP 增长率这个因素对广汽集团增加负债起抑制作用。

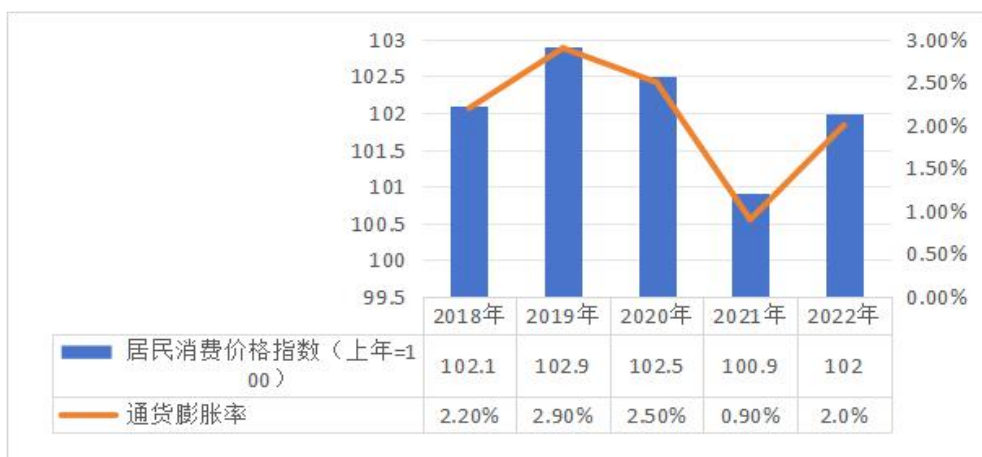


图 4.2 2018 年-2022 年我国 CPI

从上面的中国统计年鉴可以看出，从 2018-2022 年，CPI 都在 100 以上，2019 年的峰值是 102.9，并且在 101 和 103 之间波动。与此同时，通货膨胀率在 2019 年也达到了最高值。通货膨胀率的提升导致货币贬值，债券所需的收益率也随之上升，当公司发行债券时，要

向别人支付的利息也就越多，这无形中就会使成本上升，从而导致债券的价格下降，这对公司来说是不利的。

(2) 利率水平

利率作为国家宏观调控的一项重要工具，其对公司负债资本成本以及资本结构决策产生深远的影响。广汽集团近五年来的短期借贷较多，因此，论文选取一年期的贷款利率作为研究分析的样本。2015年，央行将一年期贷款基准利率由4.6%下调至4.35%，这一举措对企业债务融资起到了巨大的推动作用。在之后的六年时间里贷款基准利率基本未发生变化，直到2022年下调至3.85%，使得企业债务融资成本得到进一步的降低。此时，一年期贷款基准利率对负债起刺激作用。

(3) 国家政策

新能源汽车自被确立为战略新兴产业后，得到了国家及当地政府的大力支持，目前已经初具规模。原本截止到2022年底的车辆购置税减免的政策再次延长到2027年，虽然国家对于新能源汽车的补贴力度在持续下滑，但从长远来看，这在很大程度上促进了汽车产业的升级和转型，这对企业的可持续发展有着重要的意义。在短时间内，新能源车企面临着转型升级的压力，这将促使新能源汽车企业在研发方面加大投入，提升其科技创新能力以及核心竞争力。因此，国家补贴政策对负债起刺激作用。

(4) 行业发展环境

对于我国来说，无论是从“双碳”战略的实施，还是从商业模式的创新来看，都有着很大的发展空间。但是，中国新能源汽车产业的发展状况并不乐观，从整体上看，整车企业的自主创新能力不足，以及创新成果对产品利润的支持力度较弱。再加上国外新能源汽车厂商已经具备了成熟的制造技术和产业链，中国本土汽车厂商的生存空间也越来越小。然而，从另一方面来说，在激烈的市场竞争环境下，汽车产业也将得到更大的动力，从而达到最优的资源配置。

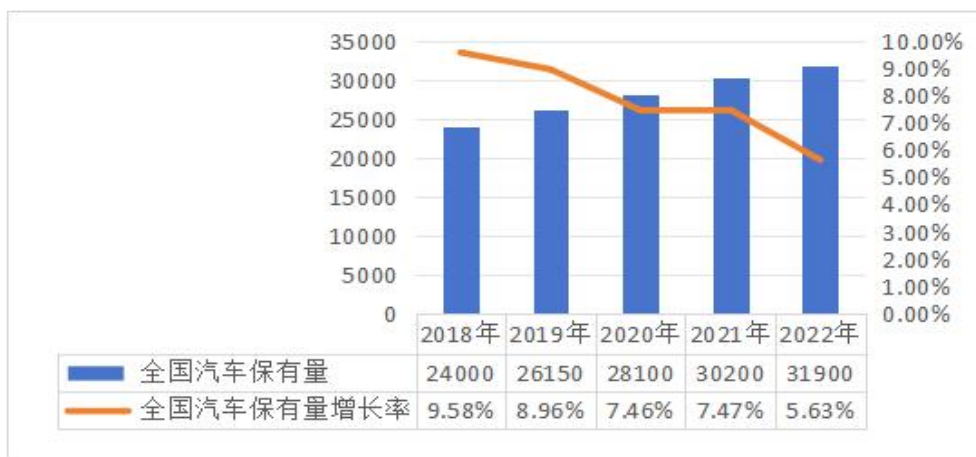


图 4.3 2018年-2022年全国汽车保有量及增长率

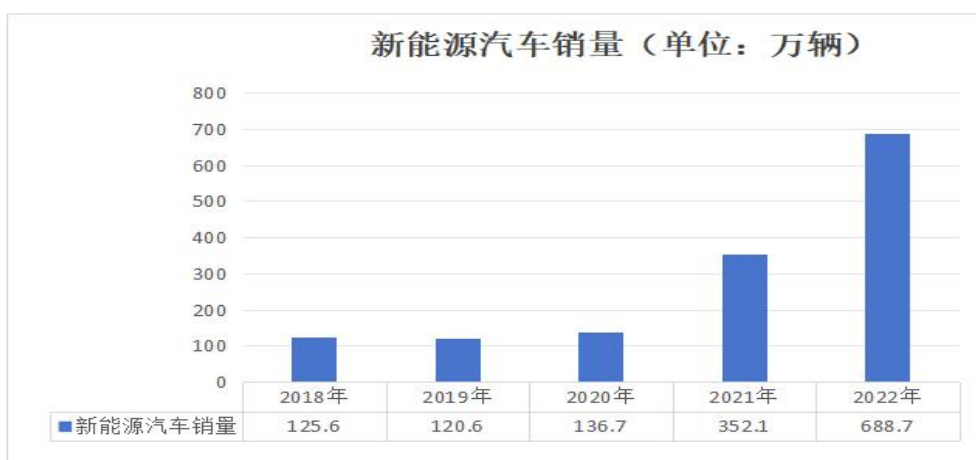


图 4.4 2018年-2022年我国新能源汽车销量

随着国家政策的出台，我国新能源汽车产业将会有很大的发展空间。但是，新能源行业的转型升级带来的挑战以及贸易保护主义的上升，使得汽车企业的运营情况变得越来越不稳定，供应链上下游企业的逾期风险增加，从而导致生产和销售的效率下降。所以，广汽集团应当通过扩大债务融资来完善自己的产业结构，加快汽车生产链的升级，因此行业发展环境对负债起到刺激作用。

4.3.2 广汽集团资本结构内部影响因素分析

(1) 公司规模

表 4.4 2018年-2022年广汽集团总资产及营业收入（单位：万元）

2018	2019	2020	2021	2022
------	------	------	------	------

总资产	13211973.5	13740952.8	14280666.3	15419656.4	19002074.7
营业收入	7237977.9	5970432.2	6315698.5	7567576.5	11000643.7

数据来源：广汽集团年报

通常情况下，债权人会依据公司向外界提供的报表，通过公司总资产和营业收入项目来大致了解一家公司的企业规模。与较小的公司相比，规模较大的公司有偿债能力较强，并且在基础设施方面比较健全，社会信用比较高，市场占有率等方面都有一定的领先优势。前文中对广汽集团的经营状况进行了分析，并结合上表中的数据，可以看到广汽集团的规模在不断扩大。最近五年，公司的总资产一直在增长，而公司的营业收入则在 2019 年出现了下滑，但在 2020 年后却迅速增长。总体来看，广汽集团总资产及营业收入的总量和增速都在提高。在经营业绩快速增长的情况下，债权人的借贷意愿会增加，对于广汽集团而言，公司的规模能够促进其债务融资。

（2）盈利能力

表 4.5 2018 年-2022 年广汽集团盈利能力指标

	2018	2019	2020	2021	2022
净资产收益率	14.97%	8.46%	7.27%	8.42%	7.93%
总资产净利率	8.66%	4.91%	4.26%	4.91%	4.69%

数据来源：广汽集团年报

盈利能力直接影响到公司的收益，从而影响到公司所留存的资金，即公司的内部融资。通过对 2018-2022 年广汽集团的权益收益率和总资产净利率进行分析，结果显示，从 2018 年到 2022 年，这两项指标整体都在降低，净资产回报率降低了将近 7%，总资产净利率也降低了将近 4%，这表明广汽集团的经营情况有所下滑，盈利能力也在逐年降低。盈利能力越弱，企业的留存收益就会越少，企业留存收益降低，内部融资不足，企业寻求发展需要借助外部资金。因此，盈利能力对负债起刺激作用。

（3）营运能力

表 4.6 2018 年-2022 年广汽集营运能力指标（单位：次数）

	2018	2019	2020	2021	2022
--	------	------	------	------	------

存货周转率	11.56	8.08	8.66	9.39	9.93
应收账款周转率	40.49	21.06	16.12	13.02	13.99
应付账款周转率	5.37	4.69	1.87	5.26	6.63
总资产周转率	0.58	0.44	0.45	0.51	0.64

数据来源：广汽集团年报

从表 4.6 可以看出，从 2018-2022 年，广汽汽车的库存周转率在 9%至 12%之间，说明广汽集团的库存在 30 天左右就能周转完毕，处于一个比较好的状态。较高的应收账款周转率反映了广汽汽车公司应收款项周转迅速、资金回笼快的特点；此外，应付账款周转率较低，说明公司可以把更多的资金放在自己手里，用于融资或日常经营。从上述四项指标来看，广汽集团经营状况良好，广汽集团的存货、应收账款的资金均能在短期内回笼。广汽集团 2022 年的应收账款周转率明显低于 2018 年，这很有可能导致广汽集团无法满足公司的正常运营需求，所以广汽集团必须要通过外部融资来解决资金短缺的问题，对广汽集团的资产负债率起刺激作用。

(4) 发展能力

表 4.7 2018-2022 年广汽集团发展能力指标

	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入增长率	10.47%	4.00%	3.93%	7.98%	23.23%
净利润增长率	1.15%	-38.69%	-9.84%	22.14%	8.21%
总资产增长率	10.47%	4.00%	3.93%	7.98%	23.23%

数据来源：广汽集团年报

由表 4.7 可知，本文选取营业收入增长率、净利润增长率、总资产增长率三个指标来衡量广汽集团的发展能力，三个指标的变动趋势大体一致，呈现先下降后上升的趋势。从这两年的数据来看，广汽集团的发展能力得到了很大的提升，这就需要广汽集团拥有更多的资金来支持其在新能源领域的发展。综合分析看，来广汽集团公司的发展能力对负债起刺激作用。

(5) 股权结构

在第三章中，我们通过对广汽集团股权结构的研究发现，广汽集团拥有较高的股权

集中度，2018年至2022年，广汽集团的第一大股东持股比例超过50%，广州汽车工业集团拥有最高的持股比例，控制着广汽集团的生产和运营。过高的股权集中度，将会公司资本结构的调整的决策，因此，股权结构对广汽集团的资产负债率起抑制作用。

4.3.3 广汽集团资本结构的调整方向

通过对广汽集团内部和外部因素的分析，发现各个因素对广汽集团资本结构所起到的作用不同。具体的分析结果总结如表4.8所示：

表 4.8 广汽集团资本结构内外部影响因素

资本结构的影响因素		对负债的影响	
外部因素	经济环境	国内生产总值增长率	抑制
		通货膨胀率	抑制
	利率水平	贷款基准利率	刺激
	国家政策	行业竞争	刺激
	行业发展环境		
内部因素	企业自身	公司规模	刺激
		盈利能力	刺激
		营运能力	刺激
		发展能力	刺激
		股权结构	抑制

在所选择的9个因素中，3个因素对负债具有抑制作用，其余因素对负债均起到刺激作用。在外部因素中，贷款基准利率、行业竞争对负债具有促进效应，GDP增长率与CPI则对负债具有抑制效应。在内部影响因素中，只有股权结构对广汽集团负债起到抑制作用，而其他4个因素都是起到促进作用。仅从量化角度来看，刺激性因素多于抑制性因

素，因此，刺激作用大于抑制作用，这些因素对广汽集团负债的具体作用是调整其最优资本结构区间的基础。

4.4 构建广汽集团最优资本结构动态区间

4.4.1 指标选取

具体指标选取，如表 4.9 所示：

表 4.9 广汽集团资本结构内外部影响因素分级指标

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 (W_1)	GDP 增长率 (W_{11})、CPI 增长率 (W_{12})
	国家政策影响 (W_2)	新能源汽车补助均额 (万元/辆) (W_{21})
	行业发展情况 (W_3)	国内汽车销售量 (W_{31})
	公司资产规模 (W_4)	总资产 (W_{41})、主营业务收入 (W_{42})
	盈利能力 (W_5)	净资产收益率 (W_{51})、总资产净利率 (W_{52})
	发展能力 (W_6)	营业收入增长率 (W_{61})、净利润增长率 (W_{62})
	营运能力 (W_7)	总资产周转率 (W_{71})
	股权集中度 (W_8)	第一大股东持股比例 (W_{81})

根据上表中本文选取广汽集团五年相关数据，如下表 4.10 所示：

表 4.10 广汽集团资本结构内外部影响因素

三级指标	2018	2019	2020	2021	2022
GDP 增长率	6.7%	6.1%	2.3%	8.4%	3%
CPI 增长率	2.1%	2.9%	2.5%	0.9%	2%
新能源汽车补助均额（万元/辆）	4.83	3.17	1.69	1.23	1.18
国内汽车销售量（万辆）	2808.1	2576.9	2531.1	2627.5	2686.4
总资产（亿元）	1321.20	1374.10	1428.07	1541.97	1900.21
主营业务收入（亿元）	723.80	597.04	631.57	756.76	1,100.06
净资产收益率	14.97%	8.46%	7.27%	8.42%	7.93%
总资产净利率	8.66%	4.91%	4.26%	4.91%	4.69%
营业收入增长率	10.47%	4.00%	3.93%	7.98%	23.23%
净利润增长率	1.15%	-38.69%	-9.84%	22.14%	23.23%
总资产周转率(次)	0.58	0.44	0.45	0.51	0.64
第一大股东持股比例	53.74%	53.71%	53.13%	53.03%	52.52%

4.4.2 模型构建

1、将表 4.10 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:

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

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:

$$rij = \frac{xij - \min(xij)}{\max(xij) - \min(xij)}$$

当指标与资产负债率负相关时，其标准化公式为：

$$rij = \frac{\max(xij) - xij}{\max(xij) - \min(xij)}$$

其中, rij 为 x 的标准化数据, $rij \in [0, 1]$, 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 $Xij = Xij + \alpha$, α 为最接近 Xij 的最小值, 本文取 $\alpha = 0.0001$ 。处理结果如下：

表 4.11 数据无量纲化处理

2018	2019	2020	2021	2022
0.2787	0.3770	1.0000	0.0000	0.8852
0.4000	0.0000	0.2000	1.0000	0.4500
1.0000	0.5452	0.1397	0.0137	0.0000
1.0000	0.1653	0.0000	0.3480	0.5606
0.0000	0.0914	0.1846	0.3813	1.0000
0.2520	0.0000	0.0686	0.3175	1.0000
1.0000	0.1545	0.0000	0.1494	0.0857
1.0000	0.1477	0.0000	0.1477	0.0977
0.3389	0.0036	0.0000	0.2098	1.0000
0.6434	0.0000	0.4659	0.9824	1.0000
0.7000	0.0000	0.0500	0.3500	1.0000
0.0000	0.0246	0.5000	0.5820	1.0000

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：

$$Pij = \frac{X'ij}{\sum_{i=1}^n Xij} \tag{4.1}$$

4、计算第 j 项指标的熵值：

$$e_{ij} = -\frac{1}{\ln n} \sum_{i=1}^n p_i \ln p_i, \quad 0 \leq e_j \leq 1 \tag{4.2}$$

5、差异性系数计算：

$$g_j = 1 - e_{ij} \tag{4.3}$$

6、确定评价指标的权重 W_j :

$$W_j = \frac{g_j}{\sum_{i=1}^m g_j} \quad (4.4)$$

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 值					熵值 e_j	差异性系数 g_j
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年		
GDP 增长率	0.1097	0.1484	0.3935	0.0000	0.3484	0.7831	0.2169
CPI 增长率	0.1951	0.0000	0.0976	0.4877	0.2195	0.7639	0.2361
新能源汽车 补助均额	0.5886	0.3209	0.0823	0.0081	0.0001	0.5728	0.4272
国内汽车销 售量	0.4821	0.0798	0.0000	0.1678	0.2703	0.7500	0.2500
总资产	0.0001	0.0552	0.1114	0.2301	0.6033	0.6511	0.3489
主营业务收 入	0.1538	0.0001	0.0420	0.1938	0.6103	0.6468	0.3532
净资产收益 率	0.7194	0.1112	0.0001	0.1075	0.0617	0.5552	0.4448
总资产净利 率	0.7176	0.1061	0.0001	0.1061	0.0702	0.5600	0.4400
营业收入增 长率	0.2183	0.0024	0.0001	0.1352	0.6440	0.5600	0.4400
净利润增长 率	0.2081	0.0000	0.1507	0.3177	0.3234	0.8336	0.1664
总资产周转 率	0.3333	0.0000	0.0239	0.1667	0.4761	0.6883	0.3117
第一大股东 持股比例	0.0000	0.0117	0.2373	0.2762	0.4746	0.6853	0.3147

表 4.13 广汽集团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 (W_1)	11.47%	GDP 增长率 (W_{11})	5.49%
			CPI 增长率 (W_{12})	5.98%
	国家政策影响 (W_2)	10.81%	新能源汽车补助 均额 (W_{21})	10.81%
			国内汽车销售量 (W_{31})	6.33%
内部环境	公司发展情况 (W_3)	6.33%	总资产 (W_{41})	8.83%
			主营业务收入 (W_{42})	8.94%
	公司资产规模 (W_4)	17.78%	净资产收益率 (W_{51})	11.26%
			总资产净利率 (W_{52})	11.14%
盈利能力 (W_5)	22.40%	营业收入增长率 (W_{61})	11.14%	
		净利润增长率 (W_{62})	4.21%	
发展能力 (W_6)	15.35%	总资产周转率 (W_{71})	7.89%	
		第一大股东持股 比例 (W_{81})	7.97%	
营运能力 (W_7)	7.89%			
		股权集中度 (W_8)	7.97%	

通过上表 4.13 中的各个影响因素的权重可以得出,在企业资本结构优化目标中,外部环境因素对企业资本结构优化的目标具有 28.61%的权重,宏观经济环境占比 11.47%,10.81 国家政策占比 10.81%,行业发展前景占比。内部影响因素所占权重 71.39%,其中影响最大的是企业的盈利能力权重为 15.35%,其次是公司资产规模影响权重 17.78%,发

展能力影响权重为 15.35%。所以，广汽集团在进行资本结构优化的过程中，应该将更多的精力集中在企业的内部因素上，并要根据外部环境的变化，做出一个合理的资本结构选择。

4.4.3 确定最优资本结构区间

根据前文 4.2 节所述的广汽集团最佳资本结构水平的静态计算，得出广汽集团在过去五年中，其资本结构应当以 51.91% 的平均资产负债率维持在较为理想的水平。然而，企业所处的生存环境与内部环境是处于持续变动中的，所以广汽集团应根据上文 4.3.1 节、4.3.2 节的分析内容，通过对动态资本结构优化模型进行调整，使之符合广汽集团的实际情况，从而达到资本结构优化的目的。以此模型为基础，计算得到的最佳投资组合区间为（53.91%, 60.47%。）测算过程如下：

确定区间下限：静态资本结构优化模型所得近五年平均资产负债率 51.91% 向上调整 2%，将 53.91% 作为最优资本结构区间下限。理由如下：上面的静态模型计算表明，广汽集团最近五年的最佳静态资产负债率平均达到了 51.91%，通过熵权法对广汽集团的主要影响因素进行了分析，得出了净资产收益率、营业收入增长率、总资产净利率这三个因素对广汽集团资本结构影响最大且对企业的负债水平起到促进作用，所以，有必要对静态模型测量的数值向上调整。鉴于过高杠杆率带来的财务风险，以及外部环境的不确定因素增加，必然会对广汽集团的经营造成一定的影响，所以，我们将其静态最佳资本结构水平提高 2%，即 53.91%。

确定资产上限：将行业均值作区间上限。理由如下：通过对广汽集团与业内龙头企业的资本结构进行横向比较，可以看出广汽集团 2018-2022 年的资产负债率在 39.19% 左右，而近五年行业均值为 60.47%，说明广汽集团的负债率远低于同行业平均水平，广汽集团的债务融资水平也偏低。汽车行业企业平均资本结构对于广汽集团具有重要的参考意义，因此本文行业均值 60.47% 作为广汽集团资本结构区间的上限。

5 广汽集团资本结构优化策略及保障措施

5.1 广汽集团资本结构优化策略

为了实现优化广汽集团的资本结构以及实现企业价值的最大化的目标，广汽集团应根据以上所述广汽集团资本结构中所存在的问题和得到的最佳资本结构范围，给出具体的优化对策。

5.1.1 增加负债融资

前文指出，广汽集团的债务融资规模较为保守，其整体水平低于内源融资比例。从长远来看，广汽集团大量利用自有资金维持企业发展存在一定的流动性风险。如何协调各种资金来源，是广汽集团发展的关键所在。广汽集团在市场竞争日益激烈的背景下，在不断扩张的同时，也面临着产品质量、价格、功能等方面的挑战。新能源汽车行业目前仍处于成长期，在该阶段的企业对于资金的需求量较大。此外，随着汽车制造业的发展，广汽集团将业务拓展到了更多的领域，与此同时，节能和环保的观念逐渐深入人心，新能源汽车已经成为了大众的新选择，因此，广汽集团急需获得更多的资本。广汽集团的实际资产负债率远远低于其最优资产负债率区间的下限，要想获得更多的利润，就需要广汽集团加大债务融资水平、提高财务杠杆，更好地发挥负债的抵税效应。

广汽集团可以通过从银行或者其他的金融机构贷款增加负债融资，也可以通过发行公司债券或者其他金融工具来实现，其中可转换债券就是一种很好的选择，它不仅能够帮助企业筹集到足够的资金，而且在企业发展壮大之后，还能让债权人转化为投资人，从而减少企业的偿债压力。不过，由于过多的负债会增加企业的财务风险，广汽集团不可盲目提高其负债水平，必须平衡负债带给企业的抵税收益与破产成本，抓住市场提供的债务融资的机遇，使其资本结构维持在合理的水平。

5.1.2 优化负债结构

(1) 增加有息负债

广汽集团拥有较低债务水平的同时，其有息负债的规模更为保守。广汽集团与上游及下游企业的应付款项比较多，但应付及预收款所能提供的融资能力却十分有限。广汽

集团可以从金融机构贷款，可以是短期借款，也可以是长期借款，两种方式各有优劣。短期借款的资本成本较低且限制较少，但筹集的资金较少，并且需要短期内偿还，不利于企业的长期发展战略；长期借款有资本成本高、使用限制多等缺点，但是企业可以筹集到更多资金用于长期项目投资，短期内偿债压力也较小。广汽集团也可以发行公司债券，这种方式可以筹集到更多的资金，而且对资金的使用没有太多的约束，这对于广汽集团来说，是一种很好的选择。通过增加有息负债，可以改善企业的财务杠杆，并能通过负债的收益性来实现减少企业所得税的目的。

（2）增加长期负债

短期债务仅能在短时间内解决广汽集团的流动资金问题，从广汽集团当前的运营和发展需求来看，其业务范围涉及汽车零部件的加工到整车的制造，总资产周转率较低，资金回笼速度慢，所以广汽集团需要增加长期负债，并以企业发展战略为导向，合理规划借入的长期资金。

5.1.3 优化股权结构

广汽集团要实现股权结构优化，就必须对公司治理进行有效控制，包括对重要事项的投票权以及决策权。广州汽车工业集团作为第一大股东，其持股比例使得其享有非常大的决策权，这将对公司的决策和股东间的监督和平衡产生不利影响。首先广汽集团可以考虑引入第三方投资人，这样能够在一定程度上促进股权结构优化的同时，也能够使得公司有更多的资金用以运营发展。其次，基于委托代理理论，广汽集团还应建立更为完善的股权激励体系，把股权激励与员工的绩效联系起来，以保持员工的工作热情，从而实现双赢的目的。

5.1.4 拓展融资渠道

广汽集团的融资渠道较为单一，仅依靠少数几种融资渠道筹集到的资本非常有限，特别是商业信贷的前置条件过多，在资金的使用方面也存在着很大的局限性，所以扩大融资渠道对于广汽集团来说已经迫在眉睫，广汽集团应积极应对经济环境的变化，合理搭配各种融资方式。广汽集团作为上市公司且满足向不特定对象发行债券的条件，可以采取发行公司债券的方式进行融资。此外，广汽集团还可以利用金融衍生工具等多样化

的融资手段优化其资本结构，合理地配置各种融资模式和组合，根据公司的发展阶段采取不同的融资模式。当前广汽集团应适当降低自身对资金的要求，以贷款为基础，循序渐进地扩大融资渠道，并通过各种途径筹集到的资金，协助广汽集团制定更好的发展计划，实现公司的价值最大化。

5.2 实施资本结构优化方案的保障措施

5.2.1 借助金融市场的发展

近年来，中国证券市场发展迅速，健全的证券市场给公司提供了更多的机会和发展动力，也为企业实现资本结构优化创造了良好的条件。在当前，证券市场正处于快速发展的阶段，国家对证券市场的监管也越来越严格，对信誉好的公司，证券市场将会降低公司融资门槛；但对有信誉问题的公司，证券市场绝不姑息，制约其未来的融资发展。证券市场的规范化为公司的融资创造了一个比较标准化的环境和平台，减少了金融市场的违约风险，使得证券市场正常运转的同时也促进了公司的发展。与此同时，随着证券市场的操作更加方便，公司的融资条件也变得更加宽松，使得更多的公司有了对外融资的机会。广汽集团可以充分利用自身的优势在证券市场上发行债券，优化自身的资本结构。

5.2.2 强化资本结构优化意识

企业的资本结构直接关系到企业的投资、融资、生产经营等方面的决策，这就要求企业明确自身的战略导向，增强优化资本结构的意识。尤其是，为了实现公司的长远发展，企业必须把自身资本结构与公司的整体目标、策略相联系。在企业的发展过程中，财务人员的作用是非常重要的，他们不但要有专业的技术，还必须与管理紧密地联系在一起，为公司的重大决策政策提出出自己的意见和建议。对于财务人员来说，要不断地增强自己的能力，随着会计政策的变化，他们必须要学会新的财务知识，这就要求公司要经常进行培训，让他们能够更好地掌握自己的财务知识，增强自己的风险管控意识。同时，还要从全局的视角来看待和发现问题，从而更好地为资本结构决策提出建议。

5.2.3 重视资本结构调整速度

在探究资本结构影响因素的基础上，众多学者进一步研究了各影响因素对资本结构调整速度的影响。例如，一些学者的研究指出，公司的规模和增长潜力与资本结构调整的速率有着明显的正向关系，如果公司希望在短期内迅速地实现资本结构的优化，那么公司就必须不断地提升公司的财务状况和成长能力指标，根据影响因素对优化资本结构的调整速率进行比较，区分轻重缓急，从而最有效地实现资本结构的优化调整。对于广汽集团来说，前文选取了 9 个影响因素，在外部环境方面，贷款基准利率能够促进债务增长，这就需要广汽集团积极应对政府所给予的各项优惠政策，并结合自己的实际情况，适当地提高负债水平。从当前的金融环境来看，政府为企业的发展创造了更好的条件，同时，广汽集团也应该把握好这个机会，不断地调整自己的资本结构。此外，GDP 的增速和通胀率并非广汽集团所能控制的，相比于内部因素，其对资本结构的优化调整将会比较缓慢。在内部因素方面，营运能力能够促进负债，但其对负债的促进效果不如其他四项，所以广汽集团应当更加注重企业规模、盈利能力和发展能力对资本结构的影响，对这些影响因素进行逐步调整，实现广汽集团资本结构优化，进而促进广汽集团可持续发展。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

通过对广汽集团 2018-2022 年的资本结构的分析,结合广汽集团的实际经营及财务状况,得出广汽集团的资产负债率偏低,并且在负债结构中以流动负债为主,其资本结构存在一定的问题。因此,本文采用静态动态相结合的方式对广汽集团资本结构进行优化,最终得到广汽集团最优的资本结构区间为(53.94%-60.47%)。在此基础上,本文还研究了各种因素对资产负债率的影响,但是这些因素对广汽集团负债规模的影响并非是固定不变的,要根据不同阶段具体问题具体分析,这需要企业随时注意企业发展的内外环境,适时地对企业的资本结构做出动态的调整。

总体来看,随着市场竞争愈发激烈,广汽集团目前面临的挑战与机遇各不相同,为了在汽车制造业中占有一席之地以及满足消费者的需求,广汽集团必须投入更多的资金进行新产品的研发,因此,优化资本结构是公司发展的必然选择。本文的分析能够为广汽集团资本结构优化提供简单的分析和优化方向指导,具有一定的实践意义。

6.2 研究展望

文章通过广汽集团的财务数据,对其资本结构进行了较为客观地分析,并提出了相应的优化对策。本文以广汽集团为例,具有很强的针对性。但实际上,广汽集团的资本结构优化无法在短期内完成,需要广汽集团在保持现有经营水平的前提下进行一段时间的调整。在此期间,根据企业内外部环境的变化及时地调整最优资本结构区间,以保证其资产负债率维持在最优区间内。此外,为防范财务风险,广汽集团对其资产结构优化的同时,需要设定企业的债务水平预警比率。这就需要经营管理者作出合理的判断,因此判断管理者对资本结构优化的影响有待进一步研究。

参考文献

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

- [13] Reginald S, Elton A, Fitch S. Investigating the capital structure of UK real estate companies[J]. Journal of Property Research, 2015,25(1):61-87.
- [14] Saurabh Chadha and Anil K. Sharma. An empirical study on capital structure in Indian manufacturing sector[J].Global Business Review,2016(1).
- [15] Shinichi Nishioka and Naohiko Baba. Dynamic Capital Structure Japanese Firms [J].Bank of Japan Working Paper Series, 2004(11):4-16.
- [16] 安素霞, 刘来会. 金融资产配置、商业信用融资与资本结构动态调整速度[J]. 现代财经, 2020, 40 (04) :45-63.
- [17] 卜华, 崔晓璐, 韩晓旭. 企业结构资本、双元创新与市场价值[J]. 会计之友, 2022 (4) : 96-102.
- [18] 蔡方. 论资本结构优化目标与资本结构优化[J]. 财政监督, 2009 (10) :19-20.
- [19] 曹愉, 雷佑新, 张立雪. 盈余质量、股权性质对资本结构调整的影响[J]. 会计之友, 2018 (6) :127-131.
- [20] 陈德刚, 罗勇. 资本结构动态调整研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济问题, 2011 (03) :97-102.
- [21] 陈海军. 大数据背景下公司治理与资本结构动态调整[J]. 商场现代化, 2019 (24) :107-108.
- [22] 杜心宇. 管理者特征与资本结构动态调整[J]. 中国注册会计师, 2013 (06) :69-75.
- [23] 付艳慧, 刘国峰, 李秀云. 我国家电行业资本结构影响因素分析[J]. 中国乡镇企业会计, 2014 (07) :41-42.
- [24] 贾云瑞. 资本结构与企业价值的关系研究[J]. 商业会计, 2016 (12) :63-65, 86.
- [25] 郝飞飞. 我国房地产上市公司资本结构及影响因素分析[J]. 财政研究, 2014 (11) :73-76.
- [26] 何靖. 宏观经济环境影响资本结构调整速度吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 南方经济, 2010 (12) :3-16.
- [27] 华玉环. QN 企业资本结构动态调整影响因素分析[J]. 北方经贸, 2019 (10) :33-34.
- [28] 黄志刚. 负债水平、公司治理与资本结构动态调整[J]. 会计之友, 2018 (17) :31-36.
- [29] 姜付秀, 刘志彪. 经济波动中的资本结构与产品市场竞争[J]. 金融研究, 2005 (12) : 73-85.
- [30] 兰峰, 雷鹏. 房地产行业最优资本结构影响因素实证研究[J]. 财会月刊, 2008 (14) :5

- 6-59.
- [31] 李朝霞. 影响中国上市公司融资结构的主要因素分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2003, 20(10):5-12.
- [32] 李佳姍, 张建波, 于胜楠. 我国房地产上市公司资本结构的影响因素研究[J]. 东岳论丛, 2015, 36(05):134-138.
- [33] 李国重. 中国上市公司资本结构的动态目标调整:制度特征导向[J]. 会计研究, 2006(12):68-75.
- [34] 李狄楠, 邵铁柱. 现代企业资本结构的动态优化[J]. 中国经贸导刊, 2003(22):28-29.
- [35] 李玥, 郭泽光, 李成友等. 财务柔性对资本结构及其动态调整的影响分析——基于我国A股上市公司经验数据[J]. 审计与经济研究, 2019, 34(1):66-74.
- [36] 连玉君, 钟经樊. 中国上市公司资本结构动态调整机制研究[J]. 南方经济, 2007(1):23-38.
- [37] 廖敏霞. 我国上市公司资本结构优化分析[J]. 企业经济, 2010(05):172-174.
- [38] 刘顺琪. 我国上市公司资本结构优化对策[J]. 现代企业, 2018(08):102-103.
- [39] 刘常鹏. 上市公司资本结构影响因素实证研究——以家电行业为例[J]. 财会通讯, 2014(26):28-31.
- [40] 卢均丽. 动态优化理论在企业筹资战略中的应用研究[J]. 财会通讯, 2013(35):9-1.
- [41] 陆正飞等著. 中国上市公司融资行为与融资结构研究[M]. 北京大学出版社, 2005:27-34.
- [42] 吕长江, 韩慧博. 上市公司资本结构特点的实证分析[J]. 南开管理评论, 2001, 4(5):26-29.
- [43] 马莉莉, 谢钦. 社会资本对上市公司资本结构动态调整的影响[J]. 湖北大学学报, 2019, 46(01):158-165.
- [44] 毛育晖, 杨艳. 动态资本结构理论研究回顾与展望[J]. 会计之友, 2014(21):11-15.
- [45] 孙晓华, 原毅军. 企业资本结构优化的系统观与系统方法[J]. 系统科学学报, 2007, 15(3):80-85.
- [46] 谭冰玉, 安增龙. 基于企业价值最大化的资本结构优化研究[J]. 现代经济信息, 2018(19):117.
- [47] 唐丽, 陈华东. 试论国有企业资本结构的动态优化[J]. 科技进步与对策, 2001(07):1

57-159.

- [48]童勇. 资本结构的动态调整 and 影响因素[J]. 财经研究, 2004, 30(10):96-104.
- [49]王皓, 赵俊. 资本结构动态调整模型—沪深股市的实证分析[J]. 经济科学, 2004(3):54-62.
- [50]王丽珍, 孙悦. 资本结构和公司绩效的互动效应与门限效应——基于财产保险业的实证分析[J]. 当代经济科学, 2021, 43(1):67-78.
- [51]王晓燕, 周昺君. 宏观调控对上市房地产企业资本结构影响研究——基于固定效应模型[J]. 会计之友, 2017(01):36-40.
- [52]原毅军, 孙晓华. 宏观经济要素与企业资本结构的动态优化[J]. 经济与管理研究, 2006(05):39-42.
- [53]张红, 杨飞, 张志峰. 我国房地产上市公司资本结构变化特征研究——基于最优资本结构的视角[J]. 审计与经济研究, 2014, 29(01):77-85.
- [54]张颖, 石泓. 独立董事制度、股权制衡与资本结构优化[J]. 会计之友, 2013(01):113-115.
- [55]赵冬青, 朱武祥, 王正位. 宏观调控与房地产上市公司资本结构调整[J]. 金融研究, 2008(10):78-92.
- [56]邹萍. 会计盈余质量与资本结构动态调整[J]. 中南财经政法大学学报, 2014(3):115-122.
- [57]左志峰. 国内外上市公司资本结构现状[J]. 财税金融, 2008:1-2.

致谢

本文不仅体现了本人几年来的学习与研究成果，同时它也更多地凝结了老师与同学的支持与帮助，在这里我向他们表示由衷的感谢。

我的导师对我论文的完成进行了全面而细致的指导，从论文的选题、拟定提纲、研究工作的展开一直到论文的完成都倾注了老师的大量心血。虽然平时工作比较繁忙，但她经常抽出时间对我进行悉心的指导和支持，帮助我解决了我在课题研究中产生的问题、遭遇的困难，使我在日常工作学习中少走了很多弯路。

最后，向在我这几年在学习和生活中曾给予我支持和教导、扶持和帮助的老师 and 同学表示深深的谢意。