

分类号 _____

密级 _____

U D C _____

编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 苏泊尔去家族化后融资结构优化研究

研究生姓名: 刘晓利

指导教师姓名、职称: 王春国 副教授 李宪琛 总会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2023年6月19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： 刘晓利 签字日期： 2023. 6. 14

导师签名： 王睿田 签字日期： 2023. 6. 14

导师(校外)签名： 李宝华 签字日期： 2023. 6. 14

关于论文使用授权的说明

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

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 刘晓利 签字日期： 2023. 6. 14

导师签名： 王睿田 签字日期： 2023. 6. 14

导师(校外)签名： 李宝华 签字日期： 2023. 6. 14

Research on Optimization of Financing Structure After Supor's Family Removal

Candidate: Liu Xiaoli

Supervisor: Wang Chunguo

摘 要

随着时代的发展，家族企业在我国的发展中起着越来越重要的作用。但同时，家族治理也面临着新的挑战与考验。家族企业的控制权在一定程度上制约着企业吸收和整合新的社会运营资源的能力。因此，“去家族化”经营就成了企业实现价值最大化的有效方式。但“去家族化”也是控制权转移的过程，往往容易触发控制权的侵占效应，而融资结构是影响控制权分配的重要因素。因此，当家族企业完成去家族化后，如何设计出合理的融资结构，来避免管理者争夺控制权损害投资者利益，成为了去家族化后公司治理亟待解决的问题。

基于此，本文选择已经完成去家族化的家族企业——苏泊尔，并在现有的研究成果和苏泊尔实际情况的基础上，以“去家族化后融资结构优化研究”作为核心研究内容，主要回答了“企业去家族化后该如何优化其融资结构”这一主要问题。以 2006 年和 2017 年为节点，将苏泊尔整个发展历程分为完全家族化阶段、去家族化阶段和完全去家族化阶段。同时分析比较每个阶段的融资结构现状，发现相较于完全家族化阶段和去家族化阶段，完全去家族化阶段里苏泊尔的融资渠道、融资结构都得到了一定程度的拓展和优化。但同时，苏泊尔在完全去家族化阶段里在融资结构方面也存在着股权集中度过高，小股东利益易受损，资产负债率水平偏低，影响投资者入股意愿，应收款为主要营运资金，资产风险高，流动负债比例高，短期偿债压力大的问题。为了解决以上问题，本文基于降低融资风险和融资成本的原则，提出外引优质股东，充分利用股权再融资；增强负债融资能力，以发挥财务杠杆效应；支持下游企业，以保证销售货款回笼；调整负债结构来缓解短期偿债风险的建议。同时也提出了增加股权激励，降低代理成本，保持稳健的财务经营，提高债权人信心，加强资金回笼力度，保证资金储备，建立融资风险预警机制，检测偿债能力保障措施。以期苏泊尔进一步优化融资结构提供参考，也为其他去家族化企业设计融资结构提供借鉴思路。

关键词：苏泊尔 家族企业 去家族化 融资结构

Abstract

With the development of time, family business plays a more and more important role in the development of our country. But at the same time, family governance is also facing new challenges and tests. To some extent, the control of family enterprises restricts the ability of enterprises to absorb and integrate new social operating resources. Therefore, "family management" has become an effective way to maximize the value of enterprises. However, "de-familization" is also a process of control transfer, which tends to trigger the encroachment effect of control right, and the financing structure is an important factor affecting the distribution of control right. Therefore, after the family business is de-familization, how to design a reasonable financing structure to prevent managers from competing for control and damaging investors' interests has become an urgent problem for corporate governance after the family business is de-familization.

Based on this, this paper selects Supor, a family enterprise that has completed the de-familization process, and on the basis of the existing research results and the actual situation of Supor, takes "Research on the optimization of financing structure after de-familization process" as the core research content, and mainly answers the main question of "How to optimize the financing structure of enterprises after de-familization

process". Taking 2006 and 2017 as nodes, the whole development process of Supor is divided into complete family stage, de-familization stage and complete de-familization stage. At the same time, the current situation of financing structure in each stage is analyzed and compared, and it is found that Supor's financing channels and financing structure have been expanded and optimized to a certain extent in the complete family stage and the de-familization stage. However, at the same time, Supor also had some problems in the financing structure during the complete de-familization stage, such as excessively high equity concentration, vulnerable minority shareholders' interests, low asset-liability ratio, affecting investors' willingness to buy shares, receivables being the main working capital, high asset risk, high current liability ratio, and high short-term debt repayment pressure. In order to solve the above problems, based on the principle of reducing financing risk and financing cost, this paper proposes to attract high-quality shareholders and make full use of equity refinancing; Strengthen debt financing ability to exert financial leverage effect; Support downstream enterprises to ensure the return of sales proceeds; A proposal to adjust the debt structure to mitigate short-term debt service risks. At the same time, it is also proposed to increase equity incentives, reduce agency costs, maintain sound financial management, improve creditor confidence, strengthen capital withdrawal efforts, ensure capital reserves, establish financing risk early warning

mechanism, and test solvency protection measures. It is expected to provide reference for Supor to further optimize the financing structure, and also provide reference ideas for other de-familization enterprises to design financing structure.

Keywords: Supor; Family business; De-familization; Financing structure

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 去家族化研究	3
1.2.2 家族企业融资结构研究	8
1.2.3 融资结构影响因素研究	10
1.2.4 终极控制权对融资结构影响研究	11
1.2.5 文献述评	13
1.3 研究内容与框架	13
1.3.1 研究内容	13
1.3.2 研究框架	15
1.4 研究方法	16
2 相关概念与理论基础	17
2.1 相关概念	17
2.1.1 家族企业	17
2.1.2 去家族化	18
2.2 理论基础	19
2.2.1 委托代理理论	19
2.2.2 控制权理论	20
2.3 去家族化对融资结构影响的基本逻辑	21
2.3.1 去家族化影响融资结构的作用机理	22
2.3.2 基于融资约束的解释	23
2.3.3 基于代理成本的解释	24
2.3.4 基于负债非稀释效应的解释	24

3 苏泊尔去家族化过程及融资结构现状	26
3.1 案例企业选择依据	26
3.2 案例背景	26
3.2.1 苏泊尔与 SEB 公司基本情况	26
3.2.2 行业背景	27
3.2.3 经营情况	28
3.3 苏泊尔去家族化历程分析	29
3.3.1 股权结构变化过程	29
3.3.2 经营权传承路径	32
3.4 去家族化过程总结	32
3.5 苏泊尔去家族化后的融资结构分析	33
3.5.1 融资结构纵向对比趋势分析	33
3.5.2 与同行企业的横向比较分析	35
3.6 苏泊尔去家族化后的融资结构特征分析	36
3.6.1 内源融资逐渐成为主要融资方式	36
3.6.2 融资渠道多元化发展，外源融资规模逐渐扩大	38
3.6.3 负债规模越来越大，短期负债占绝对比重	39
4 苏泊尔去家族化后融资结构存在的问题及原因	42
4.1 去家族化后融资结构存在的问题	42
4.1.1 股权集中度过高，小股东利益易受损	42
4.1.2 资产负债率水平较低，影响投资者入股意愿	42
4.1.3 应收账款为主要营运资本，资产风险过高	43
4.1.4 流动负债比例高，短期偿债压力大	44
4.2 去家族化后融资结构存在问题的原因	45
4.2.1 融资约束的缓解效应	45
4.2.2 股东与管理者之间关系改变产生的代理成本	46
4.2.3 股东与债权人之间的代理成本	47
4.2.4 存在负债非稀释效应	47
5 苏泊尔去家族化后融资结构优化建议	49

5.1 融资结构优化原则	49
5.1.1 降低融资成本原则	49
5.1.2 降低融资风险原则	49
5.2 融资结构优化建议	50
5.2.1 外引优质股东，充分利用股权再融资	50
5.2.2 增强负债融资能力，以发挥财务杠杆作用	50
5.2.3 支持下游企业，保证销售货款回笼	51
5.2.4 调整负债比例，缓解短期偿债风险	52
6 苏泊尔去家族化后融资结构优化建议的保障措施	53
6.1 增加股权激励，降低代理成本	53
6.2 保持稳健的财务经营，提高债权人信心	54
6.3 加强资金回笼力度，保证资金储备	54
6.4 建立融资风险预警机制，监测偿债能力	55
7 研究结论与启示	56
7.1 研究结论	56
7.2 研究启示	56
参考文献	58
后 记	62

1 绪论

1.1 研究背景及研究意义

1.1.1 研究背景

家族企业不仅是促进实体经济发展的重要力量，也深刻地影响着资本市场的建设。迄今为止，家族企业占据 A 股市场上市总数的 30% 以上，具体数值为 1152 家，其对于促进经济的发展有着不可磨灭的影响。而根据 2020《福布斯》中国富豪榜，今年的 400 位富豪中，近 140 位以家族企业形式出现在榜单上。在总体经济都在朝着健康、有序的方向快速发展背景下，家族企业的发展也面临着瓶颈与困难。一方面，家族二代不再秉承着“子承父业”的观念，也不愿活在家族企业一代的光芒之下，其更希望通过自己的努力实现自我价值，这也导致家族企业面临无人接班的局面。另外一方面，家族企业运营一段时间之后，家族一代可能由于年龄、身体的原因需要退出企业经营，此时则需要选择一位家族成员或者非家族成员担负起企业管理的责任（Burkart et al., 2003），然而有相关文献表明，当家族一代退出企业经营时，企业的价值会受到严重的损害（Villalonga 和 Amit, 2006; Bennedsen et al., 2007）所以，为了缓解家族一代退出企业经营导致的不良影响，有些家族一代会在正式退出企业经营之前开展去家族化的战略，即聘请职业经理人或者转让实际控制权，从而使经营权得以平稳交接。但对于去家族化正向经济后果的研究并不充分，虽然已有大量的文献都对家族化的经济后果进行了相关的研究，结论基本为在家族企业进入成长期或者成熟期后，其家族特性会限制企业的发展。但并不意味着去家族化就能对企业起到积极的促进作用。例如，美的集团 2012 年方洪波成功接任董事长职位，此后美的集团得到了快速展；然而福耀玻璃却经历了三次去家族化的失败，最后只能选择家族二代接管企业。所以，对去家族化的经济后果进行探究是非常有必要的，不仅具有理论意义还具有一定的现实意义。

同时，由于去家族化也意味着企业控制权的转移。而根据控制权理论，企业融资结构与控制权争夺之间存在着紧密的联系（阎晓春，2007）。企业的融资结构不仅影响着企业的收入分配更会影响着企业最终控制权的分配。因为企业融资

结构本质上是企业生产要素提供者之间的经济关系，也就是说，权力结构取决于融资结构所体现出的企业要素来源渠道之间的关系，取决于融资结构所体现出的企业要素提供者之间的经济关系（郭嘉琦等，2019）。虽然从逻辑上看融资结构与权利分配结构的关系为“融资结构是因，权利分配结构是果”但是从决策机制看“权利分配是‘因’而融资结构是‘果’”。因为企业在构建时并不知道什么样的融资结构是最佳的，却能够根据契约理论事先知道最佳的权利分配结构“实现企业剩余控制权与索取权的尽可能对应”，所以，企业可以根据其所需要的权利分配结构，来考察这样的权利分配结构应该建立在怎样的融资结构之上（唐阳玲，2009）。进而采取相应的融资策略来构造特定的融资结构。但是，对于家族企业去家族化而言，去家族化后，所有权分配结构发生了变化的同时经营权与所有权也发生了分离，这种情况下融资结构对企业所有权的分配作用机制就建立在了管理者拥有真正的经营权基础之上。因此，随着去家族化的完成，企业就会有企业经营者与股东之间控制权争夺的可能，而这种争夺无疑会损害企业的价值。所以，完成去家族化后设计出怎样的融资结构来防止经营者为争夺控制权而侵害投资者利益，成为去家族化企业需要解决的一个难题。

基于此，本文选择已经完成去家族化的苏泊尔为案例企业，具体分析对比了去家族化前后融资结构的变化，通过进一步地剖析发现了苏泊尔在完全去家族化后的融资结构存在的问题并提出优化对策。本研究通过具体的案例分析这一角度，为家族企业的去家族化融资结构优化战略提供一定的理论指导。

1.1.2 研究意义

理论意义：虽然众多学者在关于家族企业传承中两权分离引起的代理问题的研究已经从以往的股权分散模式下股东与经理人之间的代理冲突转向股权集中模式下控股股东与中小股东之间的代理冲突（李香梅，2013）。但是，较少将经营继承权和所有权进行分开讨论，当前，中国资本市场尚不完善，控股股东通过各种手段侵犯中小股东利益，获取控制权私利，已有研究表明，公司治理结构发生了重大变化，但对控制权迁移下融资结构问题的研究相对较少。因此，本文以企业最终控制人性性质为逻辑起点，通过剖析去家族化后控制人性性质变化下企业融资结构，来探究家族企业终极控制人性性质对公司融资产生影响的动态过程，进而

补充家族企业传承中终极控股权变化后的融资结构优化研究。

实践意义：根据我国资本市场的特征和上市公司的治理背景，分析家族企业“去家族化”过程中，终极控制权性质发生变化时，终极控制人是否存在自利行为，又是如何通过终极控制权掌控融资结构，攫取私有利益的。有利于帮助家族企业合理设计去家族化进程，防范不合理的融资行为带来的持续经营风险。与此同时，也可以帮助避免公司控股股东对公司或中小股东利益的侵害的可能（李香梅，2013），从而为证券市场监管机关的政策制定及法律法规的构建提供了一种可以帮助其确定的研究方向，以及对公司的融资行为和信息披露进行有效的指导。此外，以过程视角来探析去家族化对企业融资结构的影响，及企业去家族化后融资结构的变化有助于家族化企业设计去家族化进程，也有助于去家族化成功的企业设计出合理的融资结构。

1.2 文献综述

1.2.1 去家族化研究

既有研究表明，家族企业在发展初期依靠着血缘关系所产生的强大凝聚力能够在短时间内帮助企业迅速壮大起来，但随着企业不断发展，“家文化”的泛滥反而阻碍了家族企业更进一步的壮大。因此，为了迎合市场发展趋势，寻求更多的发展机会，越来越多的企业选择通过“去家族化”转型来缓解因家族企业特殊的经营方式和股权结构造成的经营问题。同时，现实中越来越多的企业“去家族化”转型及其带来的经济效益，吸引了诸多学者对去家族化相关问题的关注。本文根据既有研究内容、范围、重点，按照“去家族化”前因、路径及结果的逻辑对现有相关文献进行梳理，构建框架如图 1.1 所示。

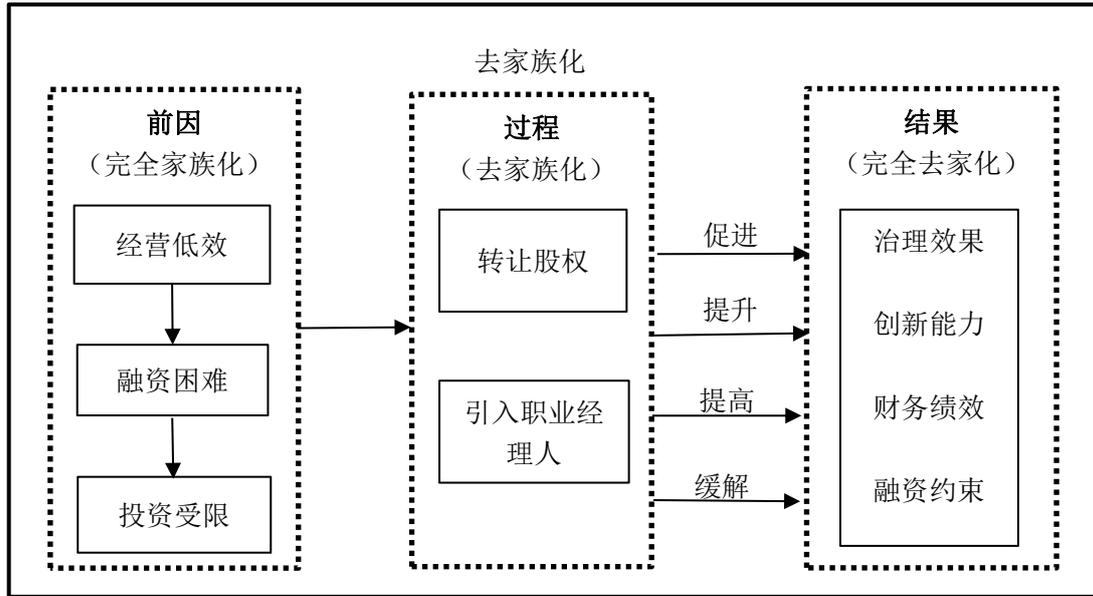


图 1.1 去家族化相关文献梳理逻辑框架

(1) “去家族化”前因相关研究

第一，家族企业的传承问题：近年来，大部分家族企业已经完成了资本的原始积累，一些已经发展起来的家族企业也都开始考虑权利的转移和继承权的问题（吴超鹏等，2019）。研究表明，有些家族即使在企业规模扩大过程中就算引入了外部经理人来经营企业，也会将控制权牢牢掌握在家族手中（Chu，2011；Bertrand Schoar，2006）。但事实上，并不是所有企业都能够适合于家族的控制与管理，一般情况下家族企业在成长初期，家族成员必然希望能“家业长青”（王滕燕，2016）。事实上，一个企业持续健康的发展离不开高成长率的支撑，而高成长率或许会需要以稀释、放弃控制权为代价（王滕燕，2016）。因此，传承企业并不是一件容易的事，同时，将企业成功传给家族的下一代更难。有研究指出，华人企业传承的价值不但消散非常的严重，还可能会是无法恢复的长期损失（范博宏，2020）

第二，家族企业的管理问题：作为一个家庭和公司的有机统一，公司的发展对家族的财产增加有很大的影响，其所追求的经济目的是被家庭的利益最大化所重视的。在公司初始发展时期，为了使自己的利润达到最大，家族往往采取比较集中化的股份形式或者是金字塔形式的股权结构（陈文婷和李新春，2008）。虽然起初公司内部存在着一定程度的家族控制权，但是，随着公司发展一定程度

后,其对公司的控制权将变得越来越薄弱。家族的管理是连接着两个体系的命运,如果这两个体系不能相互交叉,那么,就会出现不同的情况,从而导致内部矛盾的产生(王明琳和周生春,2006)。有学者指出家族化管理在创业阶段卓有成效,但不利于企业的后续发展(曹祥泰,2002)。同时,伴随着社会的多样化发展,家族企业的继承者可能不一定对自己的父亲所从事的事业感兴趣,也可能不具备对自己的家庭负责的能力。这个时候,如果想要使公司能够更好地发展下去,那么就可以将公司的控制权转移到有实力的人身上,这对公司和家庭来说都是一种非常好的结果,也可以提升社会资源的分配效率。此外,当家族成员无法对企业有特别帮助的情况下,此外,当家族成员对企业没有特殊贡献时,他们可能会考虑将企业出售。这是因为,他们缺乏资金和人才来发展企业,因此将企业出售也是一个合理的选择。通过出售这些资产,可以让家族成员能够获得一定的收益。此外,出售企业也可以为家族吸收一些专业的知识和宝贵的经验和教训,从而更好地发展企业(范博宏,2013)。

第三,是否去家族化?当前,我们国家的经理制度还不健全,在这个制度下,一些家庭公司还采用了家族式的管理方式,一些家庭公司还聘请了一些外来的专家,让他们成为一名职业的经理来经营公司,一些家庭还从公司中抽身而退。例如,由韩国平所创立的“三笑牙刷”,一度是国内知名的国产产品,在国内的销量几乎达到一半。再加上他和高露洁的合作,使他获得了一个绝佳的私人经营机会。三年的合资车生涯,“人情主义”的交流模式,以及高露洁高效的量化模式,都还没有完全适应,面对科学性的经营,创始人们“决定撤退”,让三笑避开了私营公司可能出现的发展困境。同时,沙继业认为,“如果不与高露洁合作,三笑一定会走下坡路”。韩国平放弃了三笑公司,但这并不意味着他输了,他将三笑公司交给了高露洁,得到了四千五百六十万美金的赔偿,这也让韩国平拥有了第二次投资的资金。最终,三笑会归顺高露洁,而在这段时间内,韩国平将获得更大的助力,无论是自己的家庭,还是自己的企业,都将迎来崭新的开始。如同一种商品一样,一个公司也有它的寿命,可以将它的整个生命期分为初期、成长期、成熟阶段和衰退阶段(王滕燕,1991)。家族企业也是如此。在一开始,家族成员拥有很强的斗志,但是,随着企业不断地成长,家族控制和管理对企业的边际效益逐渐递减(陈建林,2012)。因此使企业经营无法进一步的生长,此

时引进专门的管理人员，把公司的运营管理权交给职业的管理者，或是进行全面的转型发展对公司而言是个不错的选择。

综上所述，家族企业进行去家族化主要源于以下三个方面，一是融资需要。但是，因为它的透明度比较低，所以，通常情况下，外界的投资人不愿意对其进行投资；此外，由于害怕其他的投资会对自己的股权产生影响，他们不愿意接收外界的投资，他们也会积极地参加公司的经营活动，并和公司的投资保持着紧密的关系（Mcconaughey 和 Matthews, 2001）。民营企业融资渠道相对较为集中和单一化，特别是对中小民营经济，融资渠道以内生为主，且长期无流动性风险，是一项具有“持久性”的金融资产（陈凌书，2010）。在企业发展中，如果“家庭成员”参与企业管理就能使企业社会责任得到很大程度上的降低。然而，随着公司的发展和扩大，家族的力量与公司的需要之间出现了冲突，部分家族的成员会选择退出公司，进而会使与他们相关的部分金融资本也会随之退出公司。在这样的背景下，吸引外商投资就成了私营企业发展的必然选择。

二是家族企业的商业经营水平有待提高。在成立之初，家族企业的运作范围很小，企业的运作和管理工作相对简单，决策相对容易（王滕燕，2016）。因此对企业管理能力的要求也较低（黎文靖和彭远怀，2021）。但随着企业继续发展，为了争夺更加有价值的市场，企业开始在内部建立有效机构提升效率；随着企业规模进一步扩大，企业开始寻求技术合作，努力提高技术水平（王滕燕，2016）。企业的传承越久，企业家越倾向采取两权分离的非家族化治理（苏启林和朱文，2003）。

三是，在公司发展过程中，家庭内部的相互信赖和相互信赖的范围和水平存在一定的限制。在创业早期，家庭成员的信赖是建立在过分地相互接触的基础上的，这种信赖是建立在个体特质基础上的。在公司扩张的时候，这个以个体为基础的方法无法在拓展业务的时候，进行高效的拓展。（韦革，2009；姚清铁，2010）。企业的融资需求主要来源于企业内部和外部，在企业面对严峻的融资制约下，企业高层在进行投资时表现为“惜金”，企业的长远发展和企业的长远发展很容易受到“社会情感”的干扰，这就要求构建一个以“体制为基础的企业信用体系”（张长海等，2009；张春娥，2017）。然而，在一些领域，由于缺乏对家庭的系统性的控制，使得引进外来的经理人成为一种必然。

（2）“去家族化”路径相关研究

相对于大公司而言，小型公司的适应和适应外界环境的改变的力量是非常有限的，他们更倾向于在公司市值高的时候卖掉公司，而不是把公司留给下一代。

（王滕燕，2016）。在小规模家庭中，使用标准式管理的公司表现优于使用“关系式管理”的公司表现（李前兵等，2006）。公司可以从两个途径来实现去家族化：一是维持公司在关键时刻的股权结构，在维持公司控制的前提下，引进外来管理人员（黄速健等，2008）；二是放弃对公司的控制，将公司完全转移出去，与此同时，在家族公司转变的过程中，它的家族性逐步减弱，而公司性逐步加强。

（王滕燕和金源，2020）。从公司可持续发展角度来分析，“去家族化”是公司发展的必由之路，也是大生产时代的内在需求（李新春等，2015）。虽然家庭对公司有着强烈的感情，但随着家庭的逐步淡出，这种感情也会变得越来越淡，最终导致家庭在公司业绩不理想的情况下，极易产生自暴自弃（何轩等，2014）。彻底放弃对公司的控制。

此外，也有学者以过程的视角指出，合理的股权激励方案是促进企业“去家族化”转型的有效因素（何静和聂莎莎，2022；夏云燕，2020；王可凡，2019）。并且，家族企业股权结构，内部治理也是影响企业“去家族化”转型进程的重要因素（张淑媛，2019）。

综上所述，随着中国经济体制的不断完善，国内外学术界对当代公司的调查显示，目前中国的家族式公司都是为了顺应时代潮流而不断地消除其公司内部“家族化”。然而，在脱离了家庭因素的情况下，家族公司却在竭尽全力地效仿西方的现代化公司的经营体制，这两种类型的体制之间的配合若是不恰当，就会为公司造成新的问题，伴随着家庭公司的发展，公司必须要把家庭因素与现代的体制融合，寻找有利条件，从而使公司实现可持续发展目标。

（3）“去家族化”效果相关研究

关于去家族化效果方面的研究大多集中在国内学者，国外相对较少。而现有研究视角又多集中在静态结果以及动态过程上。从结果出发学者们普遍关注去家族化对公司价值、创新能力、财务绩效、公司治理的影响效果，而关注过程的学者多从股权激励、内部控制等对家族企业去家族化进程的影响程度上以及去家族化过程对其融资约束的缓解效应上。

去家族化有助于提高公司的运营绩效和运营效能,提高公司的市值,进而提高公司的整体绩效和运营效能,进而提高公司的整体绩效,提高公司的整体利益,进而更好地实现公司的股权结构和股权结构的优化。在这个过程中,公司能够采取更为高效的经营方式,并且能够构建更为高效的激励制度,来激发公司的工作热情和工作积极性,推动公司的发展。此外,去家族化还可以改善企业内部结构、改变家族成员之间的关系,从而改善经营效率,提高企业的经营业绩(涂敏,2017;宋佳音,2020)。这是因为,通过引入职业经理人,可以使公司的产权和管理权得到很好的分割,从而降低了大、中小股东的利益冲突。此外,部分学者以过程视角关注了家族企业去家族化过程中公司的治理效应。比如,“去家族化”如何缓解企业融资约束,王藤燕和金源(2020)通过实证验证了不论是通过引入职业经理人还是直接转让股权的方式去家族化都能在一定程度上缓解企业的融资约束问题。

1.2.2 家族企业融资结构研究

目前,在国内外学者中,关于家族企业的金融问题的研究比较局限,其相关的研究结果比较稀少,而且比较分散,而且很大一部分的研究都不是以家庭为对象,而是以私人或私有的公司为中心进行的。主要是从结果视角、动因视角来研究家族企业融资渠道、融资约束、融资结构问题。本文对现有研究成果按照其研究视角及问题梳理如下:

① 结果视角

现有研究从结果视角表明企业融资行为会对企业价值,公司治理结构,经营绩效,投资效率,创新绩效,等影响企业持续发展能力的重要因素产生影响。具体梳理如下:

目前的主要的金融理论,如修订的MM定理、权衡理论、金融成长周期理论等,都着重关注了融资结构与治理结构之间的联系,并且还发现了由其所构成的融资模式的选择等影响着公司的价值。Colemanand(1999)从长远与动态性视角阐释了公司的财务状况与公司的财务状况在某种意义上决定了公司的财务状况,并对公司的财务状况产生了影响。Ross(2013)构建了公司内部和对外两个非对称的非对称信息下的公司股权融资的信号传递机制。在这一模式中,公司的

资产配置是公司的一个重要组成部分，它是公司的一个重要组成部分，是公司的一个重要组成部分。张胜芳（2001）认为公司负债会对公司的控制产生一定的作用，从而对公司的公司治理产生一定的作用。范文燕与刘宗华（2002）在对企业的财务状况与公司的管理状况之间的联系进行了分析，得出了在特定的体制环境下，财务状况能够反映公司的管理状况。郭丽丽和徐珊（2021）基于中国非金融企业通过实证研究表明企业融资约束的缓解可以有效增强金融化对企业经营绩效的正面效应。李作奎和武咸云（2017）指出，家族控制权越强越能缓解融资约束导致的企业投资不足问题。此外，张岭（2020）基于 52 个国家或地区跨国样本通过实证验证指出，股权融资比债券融资更有利于支持企业技术创新。

② 动因视角

随着企业竞争环境的变化，家族企业所面临的融资环境也日益复杂，本文通过对既有研究进行梳理后，根据家族企业内部治理与外部环境影响因素将已有关于企业融资行为动因研究进行了如下整理：

从家族企业内部治理视角看，其社会资本、企业规模，企业年龄，债务权益比率，长短期债务比率，企业 CEO 年龄，所有者的企业目标、控制权偏好、资本结构经验的不同导致的信息不对称程度、代理成本高低以及经营风险的高低导致的企业信贷需求不平衡是影响企业融资行为不同的重要因素（Berger 和 Udell, 1998；周丽萍，2018）郭嘉琦和李常洪等（2019）通过实证研究表明，家族控制权越高，企业股权融资成本越高，并指出企业信息透明度会减弱家族控制权对企业股权融资成本的影响。而基于社会情感理论的研究指出，相比于职业经理人，家族管理者对融资效果有更高的期望，因此，家族传承人对企业融资行为的影响更深（Beehr 等，1997；吴思锐和龚光明，2021）但是，另一方面，代理理论指出，家族控制管理权也存在着消极影响的一面。因为家族管理人在利他主义的作用下也会产生其他的代理成本，例如，裙带关系对企业经营与发展的负面影响（Gomez 等，2001；于晓东和刘小元，2017）、因管理人员德不配位做出不合理的决策影响管理层信息判断导致企业融资效率低下等（Hassanj 和 Akbari, 2018）。

从外部环境因素来看，制度环境越是完善，家族管理控制权对债务融资的负向影响就越强（于坤峰，2018），从儒家思想视角来看，家族企业的融资行为其实是家族的权威维护与企业经济增长追求的双重动力机制下的一种复杂二段管

理，事实上是家族企业家主导了企业的融资行为（周志强和田银华等，2014）同时，由于金融市场本身存在着信息不对称的问题，银行等其他金融机构无法快速从众多融资这种筛选出有还款能力的贷款者，由此造成的逆向选择和较高的道德风险是企业贷款质量严重的恶化，以至于中小企业同时也受到严重的融资约束（Stiglitz 和 Weiss，1981）。

1.2.3 融资结构影响因素研究

1958年，Modigliani and Miller 首次提出 MM 理论，根据 MM 理论在无税的情况之下，企业的资本结构对于企业的价值并无太大影响。但是随着 MM 理论的假设条件逐渐地放开，有些学者开始研究后指出，债务资本的利息可以在税前进行抵扣掉，因此企业会优先选择用债务融资。也有学者指出，企业的破产率与债务融资率之间呈正比关系。随后，在代理成本的约束之下，股东更加倾向于更高的债务融资但经理人却厌恶债务融资（Jensen and Meckling，1976）

根据信号传递理论，企业的资本结构作为一种信号，不仅传递着企业的经营质量还代表着公司的价值（Ross,1997）。同时，啄木鸟理论表明，公司的融资行为最好能遵循内源融资、债权融资、股权融资的顺序(Myers,1984)。国内外学者们根据上述多样化的理论视角，展开了融资结构影响因素的实证研究，大致有所有权、抵押价值、企业规模、盈利能力、营运能力、成长能力和偿债能力等。其中企业规模、盈利能力与债务水平之间呈负相关关系（Rajan 和 Zingales,1995；王娟和杨凤林，1998），而成长能力与债务融资呈正相关关系（万良勇，2010）、负相关关系（洪道麟和王辉，2008）或者对企业的融资结构没有影响（Titman 和 Wessels,1988）。另外，王娟和杨凤林（1998）认为抵押价值与负债水平的呈负相关关系，但是，张树忠和郝亚玲（2015）却得出了与之相悖的结论，而洪锡熙和沈艺峰（2000）却认为抵押价值不会影响融资结构。融资结构决定的信号模型指出，管理者会依据所知的内幕来决定自己在项目中所持的股份比例，从而确定企业的融资结构（Leland and Pyle，1977）。在我国，张春霖（1995）作为较早研究所有权形式与融资结构理论关系的学者，建议民营资本进入企业的渠道应该多样化。后来，学者们进一步指出，民营控股的上市公司比起更国有控股上市公司难获得长期债务融资（张永祥，2001；张伟和徐辰辰，2016）。

1.2.4 终极控制权对融资结构影响研究

国内外学者在最终控制权与融资结构的研究大都集中在静态和动态研究两个角度。

① 静态研究

国内外的学者对于静态研究的文献主要集中在公司的特征、公司的管理、制度环境以及对两权分离这 4 个方面。

首先,有关公司特点的研究,大多是对公司的成长空间、债务税盾、公司的有形资产和公司的经营能力等进行了分析。(王正位, 2011; 肖作平, 2010; 陈德萍, 2012)。其次,在资产的有形性研究方面,有学者认为资产的有形性与杠杆水平呈正相关关系(苏坤, 2012),但也有学者指出,企业的成长空间和规模大小对其杠杆水平没有显著的影响但是却负向影响企业的盈利能力(张春景和马文超, 2014)。更有学者指出,企业管理者持股比例会随着企业债务水平的提高而减少(胡艳, 2015)。也有相反观点指出,大股东的持股比例与企业的债务水平呈正相关关系,也就是说,相对于企业管理者而言,大股东对企业的债务水平的监督和约束是充分且有效的。而从终极控制人的角度来看,在集中所有权的方式之下,控股股东可通过金字塔结构,交叉持股等方式掌握企业融资的决策权。因为随着终极控股股东与债权人之间冲突的加剧,债务人可能会减少对企业的支持。事实上,终极控制人之所以去控制上市公司进行债务融资其实是真正的目的是通过举债获得更多自身可以控制的资源。另外,在中国,相对于国有企业的终极控制人,民营企业终极控制人的上述动机要更加明显。当两权分离度提升时,终极控制人对企业进行的掏空行为会显著影响企业的资本结构决策,现金流权(宋巨生, 2016)。此外,在两权分离度较高的公司中往往存在着复杂的控制链结构,即决策层与企业距离的拉大会降低经营决策的效率,资本结构的调整速率也会显著减慢(张春景和马文超, 2014)。

② 动态研究

国内外的学者关于动态的研究,主要从以支撑公司的存在和公司的目标资本结构是相应改变的这两个角度进行了探讨。

随着目标资本结构被不同理论及多个实证研究验证这支持,越来越多的学者也认可了目标资本结构的存在。比如,有学者指出,由于企业现金流受到商业周

期波动的影响,会使资本的投资出现密集的状态。也有学者认为优序融资理论会受到信息不对称的影响,因为当信息不对称的影响扩大到公司风险层面的时候大多数的企业会优先选择股权融资(Halov, 2008)。

而市场时机理论则认为,企业在选择市场时机时的融资决策行为是企业资本结构的基础。但是,因为投资者的非理性本质,实诚的定价必然会出现被高估或者低估的时候。比如,当股票被高估的时候,企业的管理者往往选择股票融资的方式,来达到降低新股发行抑制价格的影响(于蔚, 2012)而当股票被低估的时候,企业管理者会选择回购股票。随着目标资本结构被认可,学者们的研究重点也逐渐开始转移到了探究目标资本结构的关键要素上。通过梳理发现,这些主要的研究将影响的关键移速归结为两个方面,其中一个是企业自身的因素在发挥作用,另一个方面是指企业之外的制度环境在影响。另外,还有部分学者认为企业的研发强度、市场价值的波动也是影响资本结构的重要因素(Hovakimian, 2004; Fama, 2008)。在这些因素当中,有一些因素相互之间呈现出显著的相关关系,比如公司成长空间、盈利能力、公司的规模的大小等等。这些研究结论核心主要涉及了管理者融资决策与代理冲突的关系(王正位, 2011)。而融资决策在不同的经济形势下是不相同的,在经济环境良好的状态下,企业会优先选择权益融资;在经济环境不好的情况下,企业则是更倾向于选择债务融资。

此外,根据调整成本的概念,当存在调整成本时,其实企业向着目标资本结构调整并不是最佳选择。这是因为,在调整成本小于收益时,企业虽然接近于目标资本结构,但其完成的程度还需要取决于相应结构的调整成本与企业的理性之间的利益权衡(姜付秀等, 2017)。反过来,当调整成本大于收益时,企业的不作为会使企业偏离其目标资本结构。因此,对于公司治理行为而言,调整成本有着非常重要的意义。随着调整成本被逐渐认可后,众多的学者开始研究影响调整成本的因素。比如,有学者指出通过分析财务困境与代理问题对调整成本的影响进而得出激励是影响资本结构偏离的主要原因(Titman 和 Tsyplakov, 2007)。企业在受到财务困境成本和代理冲突问题等因素的影响时,会更加趋向于采用保守型的资本结构。因为代理冲突会导致调整成本的增加,从而导致企业缺乏向最佳资本结构的方向调整的动力。

1.2.5 文献述评

本文通过梳理国内外学者对家族企业去家族化过程及治理效果的相关研究，并在此基础上总结归纳了去家族化的结论；首先，家族企业融资约束问题一直是学者们关注的焦点。普遍观点认为，与非家族企业相比，家族企业受到的融资约束问题要更加严峻（Chan 等，2012；王藤燕和金源，2020；李作奎和武威云，2017）。但也有学者指出，在一些特殊情况下，比如企业规模较小的时候，家族企业受到的融资约束问题和投资问题反而较小（Xiang，2019）。其次，在相关去家族化文献研究中，对去家族化带来的影响的研究基本是正向的促进作用，具体而言，现有研究证明了去家族化会对企业价值、绩效以及创新和投资效率产生正面影响。最后，经过进一步的梳理来看，家族企业对于内源融资的过度依赖（Chu 等，2016）、控股股东、杠杆增持（熊凌云等，2020）等内部因素会对家族企业融资结构和融资约束产生影响。特别是近年来家族企业的“去家族化”转型对家族企业融资约束的释缓效应引起了诸多关注（李作奎和武威云，2017）。但是现有基于过程视角对去家族化与企业投资行为关系研究多是基于大样本下通过实证方法验证的平均线性关系。而事实上，家族企业去家族化转型的进程具有企业特性，并且其转型过程并非都是线性的，因此有必要从个案研究来回答“去家族化”过程中，企业终极控制人性质发生变化时企业的投资行为是怎样的？基于此，本文将从过程视角展开研究，分析同一企业去家族化的整个过程中终极控制权发生变化的情况下，探讨家族企业去家族化对企业融资结构的影响。

1.3 研究内容与框架

1.3.1 研究内容

本文共分为七个部分：

第一章：绪论。本章首先对研究的背景与意义进行阐述；其次对国内外企业融资结构优化相关研究成果进行了梳理和总结；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：相关概念与理论概述。本章在相关概念部分介绍家族企业、去家族

化与资本；理论部分包括委托代理理论及控制权理论为后续研究奠定基础，并进一步通过理论分析与归纳总结，梳理出了去家族化影响融资结构的潜在影响路径，分别为存在代理成本和负债非稀释效应诱使企业经理人更加偏向于债务融资及短期债务融资，本章节提出的英系那个路径将在接下来几个章节中一一得到验证；

第三章：苏泊尔去家族化过程与融资结构现状分析。首先对案例的选择提供了相关说明，从而证明了案例选择的合理性其次分别介绍了苏泊尔的具体情况以及行业背景，为下文展开分析做铺垫。最后介绍了苏泊尔去家族化的历程的相关情况以及分析了苏泊尔去家族化过程中融资结构变化趋势和总结了去家族化后融资结构特征，

第四章：苏泊尔去家族化后融资结构存在的问题及原因分析。基于案例分析后梳理出了苏泊尔去家族化后融资结构存在的具体问题并剖析原因为下文提出优化方案奠定基础。

第五章：苏泊尔去家族化后融资结构优化建议。基于去家族化影响融资结构的潜在路径找到了融资结构存在问题的真正原因；

第六章：通过进一步的分析，提出了具体的优化建议及其保障措施。

第七章：通过归纳总结后梳理出结论与启示。

1.3.2 研究框架

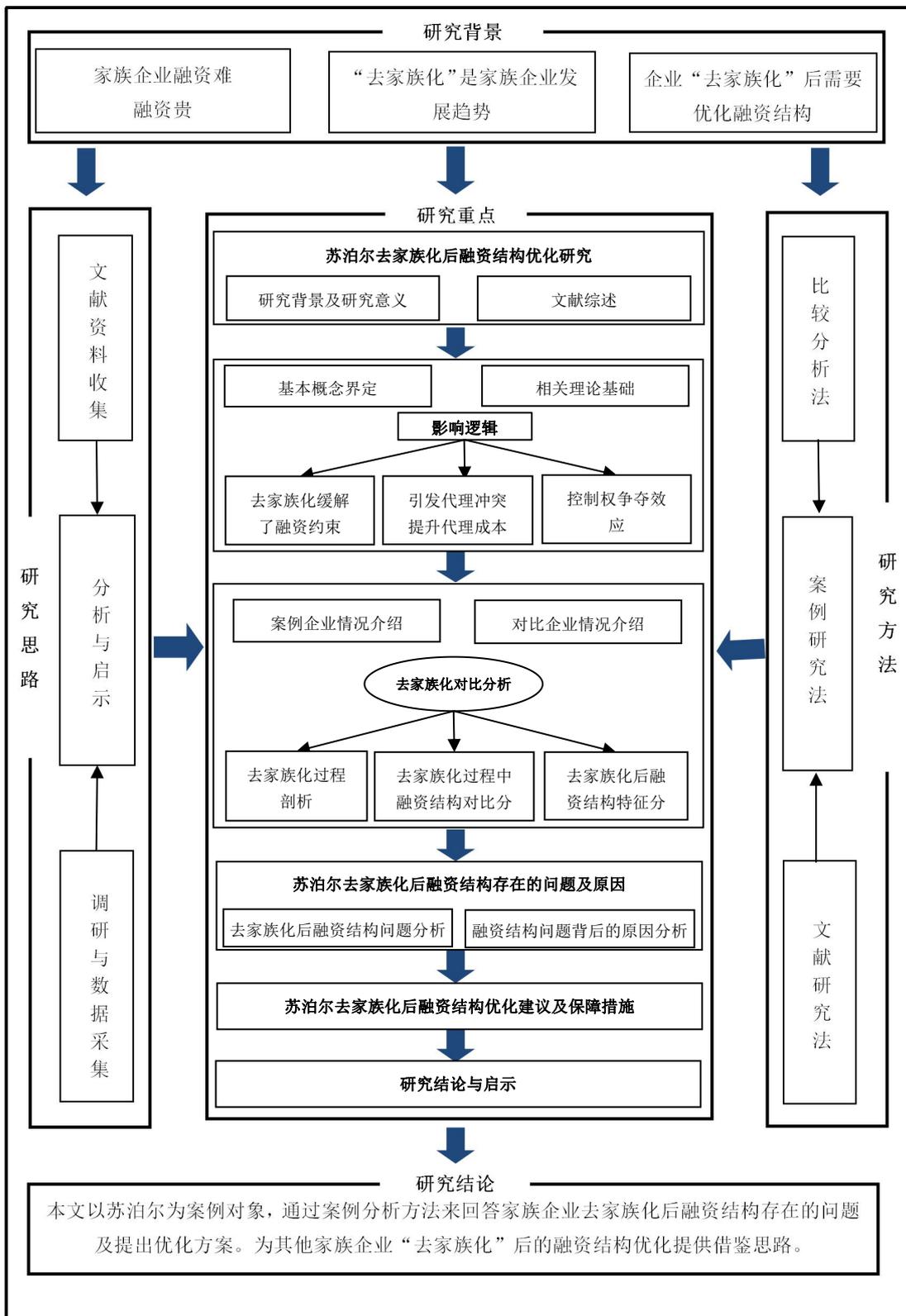


图 1.2 研究框架

1.4 研究方法

本文借鉴国内外学者的研究经验，考虑并使用了以下三种方法：

第一，比较分析法：对比分析家族企业与非家族企业融资结构变化趋势，联系去家族化转型，寻找企业投融资行为受到去家族化影响的理论与实务基础。

第二，文献研究法。在运用委托代理理论，控制权理论进行规范分析时，通过文献分析法查阅大量文献，结合文献回顾部分阐述了国内外学者对家族企业去家族化对企业融资结构影响的研究成果，为后面的案例分析做准备。

第三，案例研究法。在对家族企业去家族化对融资结构影响的规范性分析之后，选取具有代表性的上市家族企业——苏泊尔作为研究对象，进行案例分析，以期与理论分

第一，比较分析法：对比分析家族企业与非家族企业投融资行为差异，联系去家族化转型，寻找企业投融资行为受到去家族化影响的理论与实务基础。

2 相关概念与理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 家族企业

家族企业是一种存在时间最长、最普遍的、在全球范围内存在着重要作用的一种企业形式。然而，目前学界尚未就如何界定“家族”这一问题达成共识。现有研究主要从企业所有权、企业管理权、企业控制权以及代际传承等不同角度定义家族企业。

(1) 从所有权的角度来定义家族企业

家族企业是指企业所有权由一个人或者一个家族的成员所控制，而且企业的管理都由家族成员或其后代负责（Barne 和 Herson, 1976）。也有人指出，家族企业是指由拥有企业全部或部分所有权并直接或者间接掌握了企业经营权的一个家族或者数个具有密切关系的家族联盟（孙志平, 1995）。

(2) 从经营控制权的角度来定义家族企业

从控制权角度来看家族企业是指家族控制和管理的企业，并认为家族成员对企业的所有权享有法定的控制权（Drucker, 1974; Lansberg 等, 1998）也有人从控制权传承的角度指出，家族企业是指管理控制权必须有同一家族代代相传，其中控制权不仅指家族成员亲自出任企业的领导阶层，直接参与企业日常经营而且也包括家族雇佣职业经理人管理企业经营权和所有权分离下的控制权。

(3) 从代际传承的角度来定义家族企业

以代际传承角度来看家族企业是指同一家族至少有两代参与这家企业的经营管理，并且相互衔接，这种代际衔接使得企业的政策和家族的利益与目标有一定的关联（Donnely, 1964）。

(4) 以其他明确的条件定义家族企业

家族企业是指必须被同一家族里至少两个或更多的成员所拥有和管理，而且这个企业也是家族收入的主要来源，且雇佣的人数一般不多于 50 人（Dannheuser, 1993）。也有学者强调家族企业的控股权，并且指出家族会通过所有权来实现对企业的控制权（褚小平和李怀祖, 2003）。

从管理控制的视角来定义家族式的公司，存在着不完备性。当前，中国一些国企也采取了家族式管理，控股股东不持股的做法。公司与公司之间是一种合同，但因合同的不完全性及人类的有限理性，公司经理与公司的所有人之间产生了许多不符合公司自身利益的行动，即公司的代理机构的机会主义。总体而言，一个拥有世间继承意愿的创业家庭，应当被视为一个是否属于一个家庭企业的一个重要因素(Donnelley,1964)。从当前的情况来看，如果仅仅以“世袭”的方式来衡量一个国家的家族企业，显然是不合适的。我国的家庭企业起步比较晚，多数家庭的家庭成员还处于第一代家庭成员的掌控之中，许多家庭成员的家庭成员并没有在家庭成员之间进行代际传承。在家族企业的权利转移中，很可能会产生一些管理上的缺陷和错误，从而造成公司治理的失控。权力的移交之路并不平坦，即使在权力移交之后，家族企业也会面对各种危机，这一危机的存在，既与新一代的领导核心有关，也与我国家族企业自身的企业文化以及我国的社会文化息息相关。

由此，在与诸多专家、学者的相关研究结果相融合的基础上，本文将家庭企业界定为：家庭成员具有控股的身份，并掌握着对公司的大部分的管理权限和剩余索取权，将家庭的利益作为其首要的目的，以此为基础，最后达到了对所有权进行世代的继承，并将运营的风险全部都由家庭来承担。需要达到的条件为：实际控制人可以溯源到一名自然人或家族，而且控制权大于 15%。

2.1.2 去家族化

虽然国内外众多学者从多个视角对去家族化展开了理论分析和经验研究，但是，目前对于去家族化的定义问题尚未取得一致意见。有学者指出当家族成员在企业中的影响越来越小时则表明公司内部正在实施去家族化战略(艾凤义和刘倩倩, 2013)。动态视角认为可通过企业中非家族高管的占比的增加或者减少来衡量去家族化的程度，也就是说当非家族高管人数占家族企业高管总人数的比例越来越大则表明该企业在进行去家族化(李欢等, 2014; 徐晋等 2019; 孙秀峰等, 2021)同时，也有人认为，引进职业经理人并不意味着去家族化，因为即使企业由经理人在进行管理，其他重要岗位也可能是家族成员在任职，所以他们认为真正意义上的去家族化其实是指家族创始人一代临近退休时，其二代人员并未参与

企业经营活动，也就是说指家族全部成员都退出企业（于晓东，2020）。

基于前文分析，本文借鉴去家族化概念界定的相关文献观点，并基于苏泊尔这一案例公司，来诠释适合本研究去家族化概念内涵。苏泊尔去家族化相关案例资料表明，SEB 集团于 2006 年通过“三步走战略”收购了苏泊尔并打造了领导品牌进而打入到中国市场，这其实就是苏泊尔去家族化的开始。此后，SEB 继续增持苏泊尔的股权，在完成收购之后，SEB 集团以超过半数的股权数量完成了对苏泊尔的实际控制，但在收购的初始阶段里苏泊尔的董事长仍然是苏显泽，他深度地参与到了苏泊尔的经营管理当中，一直到 2014 年之后才卸去董事长；与此同时苏氏家族成员苏艳也从 2009 以来一直担任着苏泊尔的董事，并且参与着苏泊尔的经营管理。直到 2015 年苏艳才彻底辞去苏泊尔董事之职。虽然在这个阶段里的苏显泽也是苏泊尔的董事，但实际上以职业经理人职务来为企业服务，总是所述，本文按照苏氏家族成员在苏泊尔的任职情况将 2016 年 1 月 1 日作为苏泊尔完成去家族化的时间点。也就是苏泊尔家族放弃企业控制权，并且不再参与企业经营。所以，本文对苏泊尔去家族化过程进行分为主要的三个阶段：首先是完全家族化阶段，在这一阶段里企业的控制权和经营权完全属于苏氏家族，且苏氏大部分家族成员也都参与了企业的经营；其次是去家族化阶段，这一过程中苏氏家族逐渐出售了股权，失去了对于企业的控制权，企业家族经理人也被职业经理人所替代，但是这一阶段中苏氏的家族成员仍然在参与企业经营，他们对企业的经营决策，理财行为仍然具有一定的影响；最后是完全去家族化阶段，这一阶段里，苏氏家族成员已经全部都退出对苏泊尔的经营管理，苏氏成员不再在企业担任任何职位，同时苏氏也丧失了对企业的控制权与经营权。而苏氏家族在失去控制权与退出企业经营的时间点，实质为苏泊尔完成去家族化的标志。

2.2 理论基础

2.2.1 委托代理理论

委托代理理论主要观点认为：“委托代理关系是随着生产力大发展和规模化大生产的出现而产生的”。其原因一方面的是生产力发展使得分工进一步细化，权利的所有者由于知识、能力和精力的原因不能行使所有的权利了；另一方面专

业化分工产生了一大批具有专业知识的代理人，他们有精力、有能力代理行使好被委托的权利。

委托代理理论的中心任务就是研究在利益相冲突和信息不对称的环境下，委托人如何根据能够观测到的不完全信息来奖惩代理人，以激励其选择对委托人最有利的行动，即如何设计最优契约激励代理人。建立和完善激励约束机制在激励约束机制中，委托人向代理人传递的激励约束信息必须明确而有力度，激励约束措施的传递途径过程越短。

也有学者引入了代理成本概念来分析代理理论对企业的融资结构的决策的影响（Jensen 和 Meckling, 1982）。根据代理成本理论，企业的股权融资和债务融资都会在一定程度上存在着代理成本，而当企业的总代理成本最低的时候则企业的融资结构达到了最优状态。代理理论指出，代理成本分为两类，而家族企业的两权合一被认为是降低第一类代理成本（股东与管理者）的解决方案，但同时因为家族股东过高的控制水平又会引发第二类代理问题（大小股东）（Oswald et al., 2009）那么，当终极控制人性质的变化后家族企业的代理问题会发生什么样的转化，又如何影响企业融资结构？值得进一步探究。

2.2.2 控制权理论

控制权理论是基于两权分离理论，并随着产权理论发展起来的（Berle 和 Means, 1932; Grossman 和 Hart, 1980）。从契约视角来看，现代公司是一系列契约的组合，公司的投资人对其所投资的资源具有清晰的产权，也可以被称为财产所有权。凭着所有权，投资人就会变成公司的所有者，并且还会对公司的剩余利润的索取权以及对资源配置的控制权。传统公司治理结构下，所有者和经营者为一体，所有者和经营者都拥有全部的利润和利润，但在公司治理结构下，因股权的分散化，所有权和经营权被剥离，公司的控制权被转移到了经营者的手上，发生了“经理革命”，这就使得治理结构发生了变化。在这种情况下，企业所有权的中心依然是“剩余索取权”，持有企业控制权的人就成为企业的所有者，并享受企业的剩余利润。但是，持有股权并不等于持有股权。控股公司的唯一途径就是由公司的股东会议选出一位能够在董事会中拥有一定控股地位的董事，这样公司就可以得到实际的控股。由于控制权是一种重要

的企业资源，因此，对其进行有效地控制是一种非常重要的制度安排。由此，由股权引申而来的控制权变得越来越受到重视，股权结构和股权结构就成了企业管理的中心问题。

最终控制权指的是一家上市公司的最终控制人对一家上市公司的经营决策拥有的控制力。当最终控制权的数量持续增长时，最终的最终控制人会有更强烈地对债权人和小股东进行掠夺的动力，这样就可以达到最终的目的，最终达到其获得控制权的目的，而债务融资就是其获得控制权的一种重要方式。除了拥有一定的经济意义之外，控制权的不同的设置还会产生截然不同的激励效应，从而对公司各个方面的决策行为以及公司的价格产生影响。在此基础上，在控制权的研究中，在公司内部，资金的使用方式既可以确定出公司的利润来源，又可以确定出公司的控制权的分配方式。那么，在“去家族化”的背景下，家族公司的最终控制属性改变后，公司的财务状况将会如何改变？而且这个问题至今还没有被很好的解答。

2.3 去家族化对融资结构影响的基本逻辑

本文将以家族企业影响融资结构的作用机理为起点，基于前文对融资结构形成的影响因素相关文献分析来梳理去家族化影响企业融资结构的作用机理。

根据定义，去家族化是指家族创始人一代临近退休时，其二代人员并未参与到企业经营活动中，即指所有的家族成员退出了企业（于晓东，2020）。从控制权视角来看，去家族化实质上是企业控制权或者经营权的转移过程，即终极控制权或经营权从家族成员转移到了企业家或职业经理人。而根据控制权理论，融资结构的变化会影响公司所有者、管理者的控制权、索取权以及收益权（阎晓春，2007）。因此，企业不同的融资方式所导致的融资结构会受到股东与管理者价值取向的影响。具体是指，一是：当家族企业完成去家族化后，由职业经理人负责企业经营管理，相比于家族成员职业经理人更具有专业能力更容易获得投资人的信任，进而使其融资约束在一定程度上得到缓解，而随着融资约束地缓解其融资方式也会发生改变导致不同的融资结构；二是：随着去家族化的完成企业的代理成本也发生了转变，即由原本的两权合一变为所有权和经营权的分离，进而影响代理成本，而代理成本也会对企业融资结构产生影响；三是：如前文分析控制权

的转移过程中可能发生的控制权争夺也会影响企业的融资结构。

基于此, 本文将从去家族化影响融资结构的作用机理、去家族化导致的融资约束缓解效应、去家族化导致的代理成本转变、去家族化过程中控制权转移效应来梳理去家族化影响融资解释的基本逻辑。

2.3.1 去家族化影响融资结构的作用机理

主流融资理论认为融资决策首要考虑的是实现财务目标最大化(张春景和马文超, 2014), 但是家族企业在做融资决策时所考虑的处理家族所拥有的资产之外, 更多考虑的是家族控制权、家族企业的延续性和家族名誉等对家族有利的情感性目标(余鹏翼, 2005)这使得主流融资理论不再适用于在家族企业融资当中。家族股东控制下的家族企业融资在家族股东价值观主导下, 家族企业融资更加倾向寻求平衡家族利益与公司价值。同时, 家族成员之间的亲缘关系也是企业运营的重要支撑。此外, 为了家族后代能够顺利继承产业, 家族企业往往会选择避免自身企业以外的投资者入股, 且比较排斥家族以外的人对企业的干涉(郭嘉琦等, 2019)。因此, 在家族股东的控制下企业更倾向于内源融资, 而尽量减少外源融资。在这种家族股东价值观的驱使下, 家族企业发展到一定规模时容易受到融资约束的影响。

但是, 当家族企业通过转让股权或者引入职业经理人来进行去家族化后, 首先, 家族企业由于家族性导致的融资约束会得到缓解; 其次, 委托代理理论指出, 在所有权和经营权分离时, 所有者与经营者利益不一致以及信息不对称, 因此两者之间容易发生利益冲突, 产生第一类代理问题。随着去家族化的完成, 原本家族企业两权合一被破坏, 第一类代理问题自然产生, 同时, 由于家族企业可能存在大股东为了获得企业“控制权私利”而侵害小股东利益, 家族成员有强烈的掏空动机, 而在有家族后代继承的企业中很难避免这种掏空。但是当企业完成去家族化转型后企业更加会追求竞争优势因此公司治理上会有健全的监督机制。从而降低第二类代理成本, 也就是大股东侵害小股东利益的可能性会被大大降低。而随着去家族化转型的完成、融资约束的缓解、代理成本的改变以及控股股东价值观的转变, 企业的融资结构也会受到一定程度的影响, 其影响机理如图 2.1 所示。一是随着融资约束的缓解企业可以选择的融资方式更加多元从而形成新的融资

结构；二是随着代理成本的转变，企业的治理结构也会发生转变，从而影响融资结构；三是随着控制权转移，企业的产权结构发生变化，控股股东价值追求会影响公司治理结构进而影响融资结构。

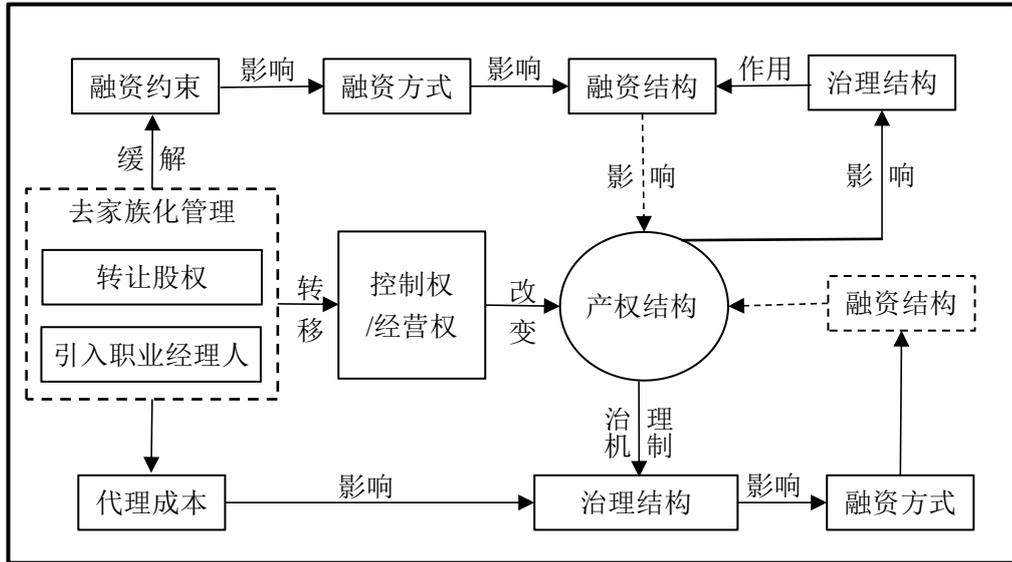


图 2.1 去家族化影响融资结构作用机理

2.3.2 基于融资约束的解释

融资约束是影响企业融资结构的直接因素，受到融资约束的企业比没有受到融资约束的企业更容易受到融资宏观环境的影响。融资约束企业通常难以在资本市场获得融资，因而资本结构调整速度缓慢（潜力和胡援成，2015）。随着融资约束的缓解企业融资结构也会得到调整。根据已有研究，与非家族企业相比家族企业更容易受到融资约束的影响（于坤峰，2018）。因为传统观念下，家族管理者普遍被认为在企业管理上专业性不足，而且其关键岗位均由家族内部成员控制，会加剧信息不对称，从而不被银行等金融投资机构看好，从而受到更严重的融资约束。而“去家族化”可以帮助家族企业在一定程度上缓解融资约束。实证研究表明“去家族化”与企业受融资约束程度呈“U”型关系（孙秀峰等，2021）。因此，随着苏泊尔去家族化的完成，其所受到的融资约束也会得到缓解，进而影响到其融资结构。

2.3.3 基于代理成本解释

委托代理理论表明,由于企业所有权和经营权的分离,所有者与经营者目标不一致容易产生利益冲突,也就是容易产生第一类代理成本。但不同的是家族企业的代理问题通常不是由于两权分离所导致的,而是由大股东有侵占小股东利益的动机所引发的第二类代理成本,控股家族存在着为实现对企业的控制也就是“控制权私利”的动机,进而损害其他中小投资者的利益。而去家族化的过程中,企业一方面会通过股权转让另一方面也会引入职业经理人,在一定程度上可以减少“控股股东”的“控制权私利”行为,减少大小股东的代理冲突,进而缓解第二类代理问题。

同时,已有研究也依托于委托代理理论证明了我国上市公司股权投资的非家族性及其与上市公司股权融资的关系。首先,通过“去家族化”,可以减轻前一种类型的委托矛盾,减少委托费用,增强了非家族式管理人员对公司的信任和依赖性,符合公司的真实运营状况,提高了外界投资人对公司偿还债务的信心。其次,通过降低家族控制,增强股权信息透明性,强化对公司的监管,进而降低公司内部的投机倾向,进而推动公司的最佳财务状况。当公司的发展空间越大,公司运营越复杂,公司的股权与债务的委托矛盾也就越大。利用短期负债能够缓解因负债积累造成的资金短缺,贷款企业可以在增长选择权生效前签订合同,并将其延期,以此来缓解企业对增长机遇的依赖。对于公司的负债年限,我们认为公司的价值来源于公司的投资机遇,同时,由于资本市场对于经理人的能力(如何通过创建和挖掘高增长机遇,而不是以使用现有的资本为主)十分敏感,因此,在苏泊尔获得 SEB 投资打入国际市场后,所导致的高增长机遇可能会使公司债务结构中短期负债占比偏多。

2.3.4 基于负债非稀释效应的解释

JulanDu 和 YiDai (2005) 第一次系统地研究了最终控制人与融资结构之间的关系并进行了实证检验,并指出最终控制人对融资结构的决策可能取决于负债非稀释效应、信号效应和自由现金流量效应的影响,通过实证研究最终得出的结论是:最终控制人对融资结构决策主要考虑的是负债非稀释效应。

当最终控制人通过构建金字塔式企业集团来对其他企业进行控制时,就可以用少量的资金来控制更多的财富(宁向东, 2005)。持有层级愈多,最终控制人对下层公司的现金流权愈小,而其所掌控的资金金额则愈大若以包含多链条控制和交叉持股的复合金字塔结构来对整个公司的股权进行配置,进一步增强了基金的放大的能力。所以,在一个企业去家族化的进程中,在终极控制人由家庭成员转化为企业之后,由于企业的持股层级会增加,控股链条也会变得更加复杂,这会造成最终控制人对下层公司拥有的制衡度越高,股权融资给最终控制人所带来的控制权淡化的风险就会越小,最终控制人就会更倾向于股权融资,进而产生较低的资产负债率。随着最后一个人的现金流权比重越来越高,他所要承受的债务的失败风险也就越来越小,最后一个人更倾向于进行债权融资,从而容易造成更高的资产负债率(韩亮亮和李凯, 2007)。

3 苏泊尔去家族化过程及融资结构现状

3.1 案例企业选择依据

案例研究是指结合案例与数据分析来探析案例企业的某个事件的发生对其产生的相关影响。本研究经过一次次严格的筛选后，发现苏泊尔的去家族化非常具有典型性，且其去家族化的整个过程数据完全清晰可查，所以本文选择苏泊尔为案例研究对象。具体是指，网上有苏泊尔完整地去家族化前和去家族化过程中以及去家族化后的全部的数据和资料，有助于更好地分析其去家族化过程中融资结构的特征和出现的问题。与之相比，美的集团是在上市前就已经去家族化，去家族化前的数据无法查到，碧桂园到现在还没有完成去家族化，只有苏泊尔拥有完整地去家族化数据。因此，选择苏泊尔作为案例对象具有一定的典型性和代表性。

3.2 案例背景

3.2.1 苏泊尔与 SEB 公司基本情况

（1）苏泊尔引入 SEB 公司投资的过程

苏泊尔与 SEB 公司旗下的子公司在 2006 年 8 月 14 日达成合作，签订战略合作协议框架。根据协议，SEB 通过“三步走”战略来实现其对苏泊尔的投资。首先，通过协议转让，使 SEB 获得苏泊尔的部分股权；其次，由 SEB 购买苏泊尔定向发行的普通股来进一步地获取更多的股权；最后，再以部分要约的形式，收购苏泊尔的部分股份。

（2）苏泊尔公司简介

浙江省苏泊尔集团（苏泊尔）于 1994 年成立于浙江省杭州市，专业从事厨具及家用电器的研发、生产及销售，是中国家用电器行业的龙头企业。苏泊尔是中国首家以股票代码“002032”命名的大型餐饮企业，于 2004 在深圳市股票市场挂牌，是国内首家以餐饮为主的企业。苏泊尔始终坚持以顾客至上的理念，经过 27 年的不断成长，如今苏泊尔集团已发展到一个具有规模的公司，雇员人数达 12000 人，并设有 5 个独立的研究与开发机构。截至 2021 年，公司的营业收入和净利润

分别是 185.95 亿和 18.46 亿，是 2004 年的 29 倍左右。苏泊尔公司的产品涵盖了四个大类，即：炊具，厨房小家电，厨卫，家用电器。而苏泊尔公司的“明星产品”——电饭锅，更是在 2011-2020 年间，以其在业界的技术实力，持续的发布，让苏泊尔公司在国内的市场上，始终占据着绝对的上风。

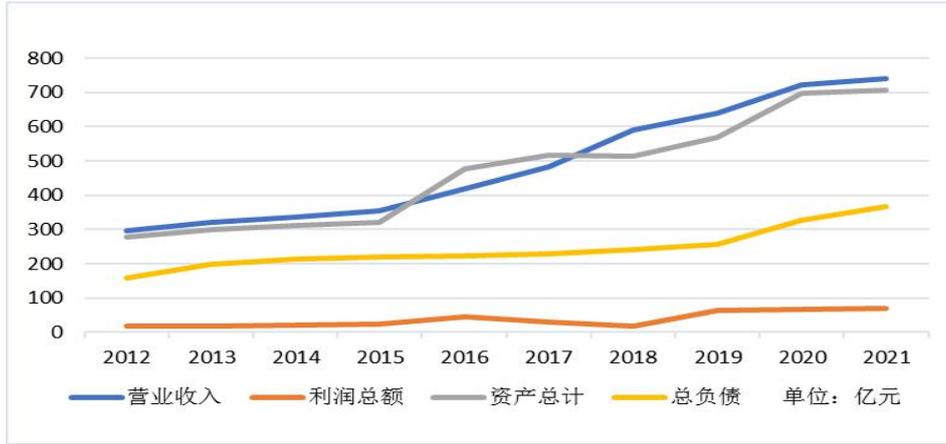
苏泊尔公司在研发和生产上已经形成了自己独特的技术和实力。在 2005 年，第一款“桃晶牌”带内芯的电饭锅上市，为后来苏泊尔的兴盛打下了坚实的根基。时至今日，苏泊尔公司在现有的产品上，对其进行了进一步的优化，并针对客户的需要，开发出一系列针对客户的不同类型的不同的商品，从而拓展客户群体，提升苏泊尔公司的市场占有率。此外，为了保证自己的产品不断的创造，苏泊尔公司在 5 个地点设立了科研工作站，并且有 2 个是业内最大的两个，不断的创新和开发不仅保证了苏泊尔公司的品质，而且还提升了自己的市场竞争力。

（3）SEB 公司简介

法国赛博集团，简称 SEB 公司，于 1857 年在法国成立。是一家以生产高压锅而闻名的国际性小家电大型企业，距今已有 160 多年的发展历史。并在 1957 年在泛欧证券交易所挂牌上市，多年来，该集团一直致力于小家电的生产和销售，如今，已经处于世界领先地位，在小家电领域里，该公司业务涉及欧美澳及亚非拉各大洲的大部分国家和地区，机构网点多达 80 多。现已形成多个知名品牌，比如，ALL-CLAD、MAHARAJA WHITELINE、SEB、SUPOR 等，其产品涉及家用电器、家庭护理电器等等，在全球范围内进行销售并收获了良好的口碑，在市场上拥有较强的竞争力和稳定的领军地位。

3.2.2 行业背景

在萝卜投研网的产业资料中，可以看到，在家用电器行业的类别中，可以在其中找到关于小电器产业的资料，并且可以在其中搜索到关于小电器产业的财务资料，从中挑选出了可以反映该产业发展的指标：营业收入、利润总额、资产总计和总负债。



数据来源: 萝卜研投网

图 3.1 小家电行业 2012-2021 数据统计图

如图 3.1 所示, 从 2012 到 2021 年, 小电器产业的经营收入呈现出一种快速的增长态势, 10 年时间里增加了 400 亿元; 但是, 公司的整体收益在经历了一段时间之后, 呈现出了一个迅速上升的趋势, 在 2018 年, 公司的整体收益达到了过去五年中的最低点, 仅有 19.46 亿, 这一数字受市场变化的冲击比较大。

3.2.3 经营情况

为了对苏泊尔集团的总体运营情况有一个大致的认识, 本文选取了苏泊尔近 10 年主要经营指标分析如下:



数据来源: 苏泊尔公司年报

图 3.2 苏泊尔 2017-2021 年经营指标

如图 3.2 所示, 在过去 10 年中, 2012-2021 年苏泊尔的总收入增长了 47 亿, 2012-2019 年苏泊尔的总收入持续增长, 2020 年因为新冠肺炎以及其他各种因素, 苏泊尔的总收入为 185 亿, 较 2019 年下降了近 13 亿, 不过 2021 年有所增长, 整体收入状况还是相当可观的。与此同时, 营业收入增速也出现了较为明显的改变, 其中最多的是 2016 年, 与 2012 年相比, 2016 年下降了 6.32%, 2017 年上升了 7.34%, 2020 年下降了明显, 而营收增长较为迟缓, 2021 年上升了 13.07%, 与 2020 年上升了 9.32%。另外, 我们还可以从公司的运营利润指标上看, 公司的利润从 17 亿上升至 71 亿, 并且整体上还在上升, 苏泊尔的利润在 2021 年达到了五年内的峰值 71.23 亿元, 利润情况很好。从有关数字来看, 2012-2013 年, 苏泊尔的收入增长速度最大, 2018-2020 年, 下滑速度最大, 从 2020 年, 负 3.22%, 到 2021 年, 增长速度达到了 8.71% 就是典型。由上述的研究结果可知, 从绝对价值角度来看, 苏泊尔的整体经营状况较为良好; 相对来看, 苏泊尔公司的发展也与其去家族化过程比较吻合, 在成长期, 公司的营业额会快速上升, 然后逐步上升, 最终到达一个顶峰, 然后就会缓慢下降, 这时, 外面的世界就会有许多坏的新闻。因此, 身为苏泊尔公司的管理者, 一定要抓住时机, 按照当时的形势, 调整自己的发展方向, 调整自己的市场战略, 并且要及时构建网络市场, 加快网络市场和网络市场的发展, 并且要运用创造性的思维, 综合运用多种手段, 提升自己的经营能力, 加快自己的发展。

3.3 苏泊尔去家族化历程分析

苏泊尔的去家族化已经过去了十多年, 大致可以划分为三个时期, 分别是从创建到 2006 年的完全家族化阶段, 从 2007 年到 2015 年为去家族化过程, 从 2016 年到现在为完全去家族化阶段, 这三个时期是苏泊尔去家族化作历史的关键时期。

3.3.1 股权结构变化过程

(1) 苏氏家族控股

苏泊尔公司从创立至今, 已经发生了数次的股份变动。1998 年至 2006 年度为私营企业, 以苏泊尔为第一大股东。到了 2006, 如图 3.3 所示, 苏氏的股权已经超过了半数, 也就是说, 此时的苏泊尔, 是一个标准的家族式企业。

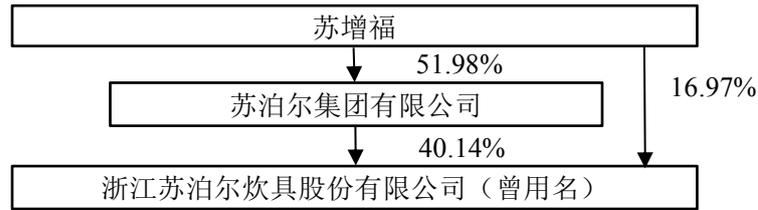


图 3.3 苏泊尔 2006 年股权结构图

(2) SEB 集团登台

苏泊尔与 SEB 公司于 2006 年八月十四日正式签约，确立了双方的战略伙伴关系。当年，SEB 公司以“协议收购”、“定向增发”和“要约收购”三种形式获得股份，并公布了 SEB 要约收购计划的详细细节。第二年，即八月三十一日，苏泊尔公司以协定方式向 SEB 公司出售了 2480.6 万股股票，即 11.50% 的股票。当天，苏泊尔公司以 18 元的价格，向 SEB 公司发行了四千万股股票，相当于公司股票总数的 18.51%。去年十一月二十一日，SEB 公司以 47 元的价格向苏泊尔公司提出了竞标，并于十二月二十二日，顺利完成了对苏泊尔公司的竞标，共获得公司股票 4912.3 万股，相当于公司股票的 22.74%，并与公司签订了一项战略合作关系。如图 3.4 的股权构成，SEB 国际以 52.74% 的持股比例成为苏泊尔公司最大的股东，这也意味着 SEB 集团成为苏泊尔的实际控制人。

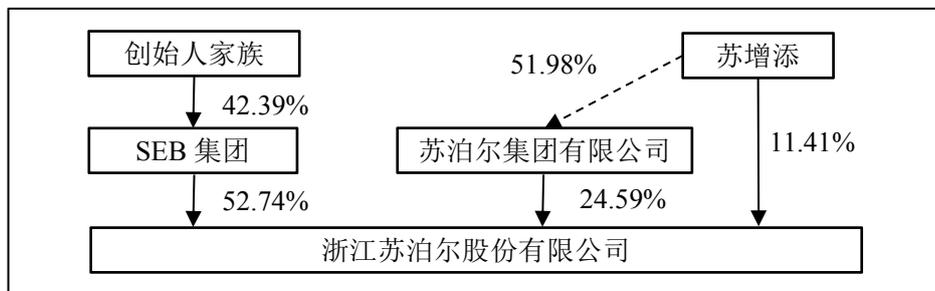


图 3.4 苏泊尔 2007 年股权结构图

如图 3.5，在 2011-2 月份，法国 SEB 接受了苏泊尔与苏增添的股票总计 11546 万股，在交易结束后，SEB 以 71.31% 的股票，苏泊尔以 11.76% 的股票为主，此后，苏增福便停止了对苏泊尔的投资，而苏显泽则是在父亲苏增福的股票交易中，由一个家族的高管，变为了一名职业经理人。

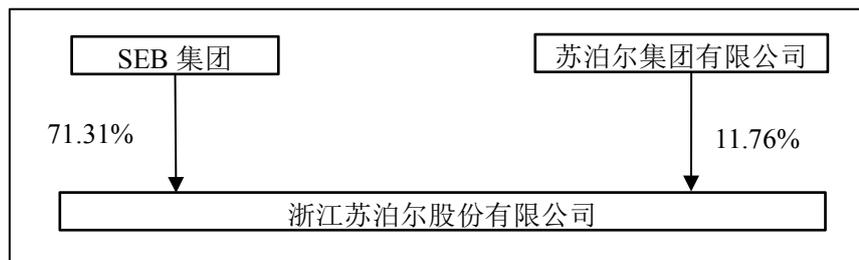


图 3.5 苏泊尔 2011 年股权结构图

(3) 苏氏家族全面退出

在 2016 的 6 月 23 日，法国 SEB 通过一项交易，购买到了苏泊尔五千万股的股票，从此，苏氏再无任何股票，苏氏正式“隐退”，成为了一个真正的“去家族化”的企业。截止 2017 年末，SEB 合计持有苏泊尔 81.18% 的股权，这意味着 SEB 已经变成了 SEB。图 3.6 是一张显示了 2016 年公司股权示意图。

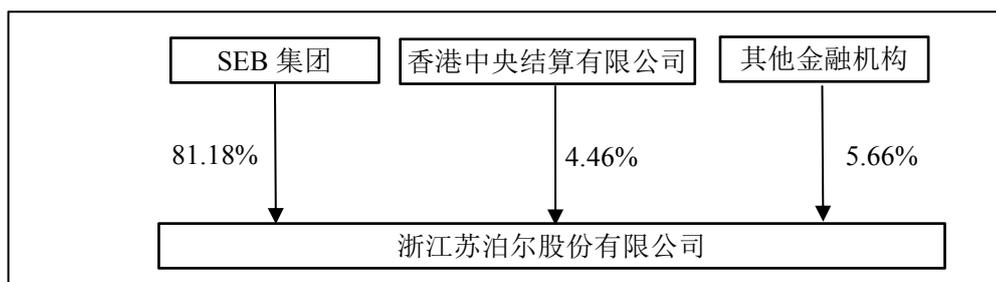


图 3.6 苏泊尔 2016 年股权结构图

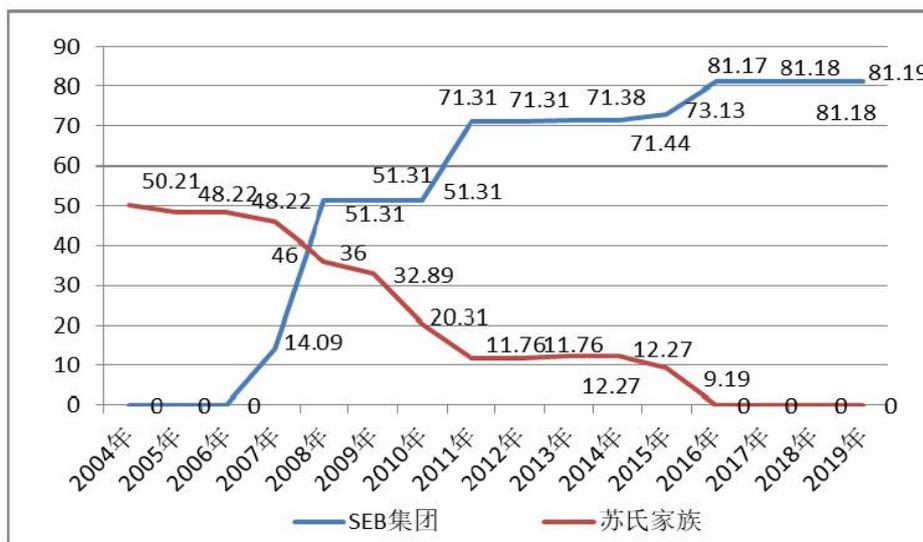


图 3.7 苏氏家族和 SEB 集团持股比例变化

如图 3.7 所示，2004 年苏氏家族是苏泊尔公司的最大股东，持股比例超过了 50%，在 2005-2006 年期间，虽然苏氏家族持股低于 50%，但仍然是最大股东，依旧是苏泊尔公司的实际控制人。但是到 2007 年法国 SEB 开始进入苏泊尔并持有苏泊尔 14% 的股份，到了 2008 年，SEB 的股份已经超过了 51%，超过了苏氏族成为了苏泊尔的控股股东，这说明苏泊尔公司的控制权已经出现了改变。2008-2017 年间，随着 SEB 持股比例的增加，苏氏家族的持股比例逐渐减少，直至 2017 年，苏氏家族成员完全不再持有苏泊尔公司的股份，也就是说苏氏家族已经停止了对苏泊尔公司的管理和掌控，这也意味着 SEB 已经完全成为了苏泊尔的终极控制人，拥有绝对的控制权。

3.3.2 经营权传承路径

通过分析苏氏家族成员担任苏泊尔高管的情况，本文发现在 2004-2010 年苏显泽担任着董事长兼总经理一职，而自 2010 年起苏显泽逐渐远离原来担任的重要职位。第一次变化是 2010-2014 年间苏显泽卸去了总经理一职只担任苏泊尔的董事长。第二次变化是从 2016 年至今，苏显则只作为董事会成员的一员，担任苏泊尔公司的董事，虽然，在此期间苏显泽也参与公司的经营管理，但是是作为职业经理人为企业工作而不是作为家族成员经营企业。同时，在 2015 年，苏艳也卸任了苏泊尔董事一职，退出了苏泊尔的经营管理。也预示着苏泊尔经营权和所有权的彻底分离，苏泊尔彻底完成“去家族化”转型。

3.4 去家族化过程总结

基于前文分析，苏泊尔去家族化的整个历程始于苏氏家族失去企业控制权到完全退出苏泊尔的经营管理。具体是指，从创立至 2006 年为完全家族化阶段，苏增福为苏泊尔的实际控制人并参与企业的经营管理，并在 2004 年公司上市之后担任董事长兼总经理，在此期间，苏氏家族带领着苏泊尔飞速发展，一直保持着行业翘楚地位。但是在 2004 年上市后由于原材料价格疯涨和股票价格暴跌给苏泊尔带来了前所未有的发展危机，使其不得不向外寻找发展机会。恰逢 2006 年新型科技的应用造就了新的增长点，同时，国家也出台鼓励外资进入的新政策支持，而 SEB 集团正在寻求进入中国市场的契机，于是两家企业不谋而合达成合作，同时

也开启了苏泊尔的去家族化之路。2007 年一整年 SEB 以协议方式收购了苏泊尔 52.74% 的股份，成功进入中国市场，同时，苏泊尔也依托于 SEB 的国际市场与技术优势得到了迅速的发展，随着 SEB 持续购买苏泊尔股份至 2011 年，取代了苏氏家族成为了苏泊尔实际控制人，但是由于此时苏显泽和苏艳仍然以董事长和董事的身份参与苏泊尔的经营管理，其去家族化尚未完全完成，直到 2015 年苏艳退出苏泊尔的董事，并且苏显泽的身份由家族高管转变为职业经理人后，苏氏家族才完全退出苏泊尔。因此，本文将 2016 年年初设为苏泊尔完全去家族化的时间点。基于以上分析，本文将苏泊尔去家族化的整个过程分为三个阶段：第一个阶段是“完全家族化阶段（成立-2006 年）”；第二阶段为“去家族化阶段（2007 年-2015 年）”；第三阶段为“完全去家族化阶段（2016 年至今）”并将 2007 年 1 月 1 日与 2016 年 1 月 1 日作为其去家族化的两个重要时间点。

3.5 苏泊尔去家族化后的融资结构分析

融资结构是多种融资模式综合作用的产物，而企业对多种类型的融资模式的选择又会对其产生影响。如前文所述，在当前的市场环境下，家族企业的筹资模式是非常有限的。而“去家族化”则可以使企业摆脱家族限制，增加可选择的融资模式，进而缓解企业所受到的融资约束。但同时，公司的“去家族”也意味着公司的“控制权”发生变化，而管理者对于控制权的争夺也会影响其对公司融资方式的调整，从而对公司的财务状况产生一定的影响。所以，有必要从控制权转移的角度出发，对苏泊尔集团在家族化进程中的融资方式的变化情况进行深度分析。

3.5.1 融资结构纵向对比趋势分析

如表 3.1 所示，2017-2021 年财务数据表明苏泊尔近五年的资产负债率在逐渐增长，基本保持在 40% 以上，要进一步了解其融资结构详细情况还需对其负债结构进行深入分析。

表 3.1 苏泊尔 2017-2021 近五年主要财务指标

项目	2017	2018	2019	2020	2021
1.偿债能力					
流动比率	1.97	1.91	1.98	2.01	1.84
速动比率	1.43	1.41	1.52	1.53	1.33
资产负债率	42.85	44.25	42.23	41.13	44.90
EBIT 利息保障倍数 (亿倍)	15.87	19.76	22.3	21.91	23.79
2.盈利能力					
主营业务毛利率	30.51	30.86	31.15	26.42	23.00
总资产收益率	15.32	16.61	17.04	15.23	14.82
净资产收益率	24.43	26.13	27.59	23.31	25.62
3.经营效率					
应收账款周转率 (次)	6.96	7.75	8.79	8.15	8.23
存货周转率 (次)	5.18	5.41	5.93	5.88	6.04
总资产周转率	61.68	1.78	1.76	1.54	1.65

数据来源：苏泊尔年报；单位（亿元）

表 3.2 苏泊尔 2017-2021 流动负债与非流动负债情况

项目	2017		2018		2019		2020		2021	
	金额 (亿元)	占比 (%)								
1.主要流动 负债合计	24.43	100%	30.50	100%	43.81	100%	33.46	100%	44.39	100%
其中：										
应付票据	-		-		5.00	11.41%	-		-	
应付账款	23.75	97.34%	29.54	96.72%	37.70	86.05%	32.52	97.19%	30.11	67.83%
一年内到期的 非流动负 债	0.73	2.66%	0.96	3.28%	1.11	2.5%	0.94	2.81%	3.21	7.23%
预收账款	-		-		-		-		11.07	24.94%
2.主要非流 动负债合计	0.18	100%	0.14	100%	0.13	100%	0.16	100%	0.23	100%
其中：										
预计负债	0.15	83.33%	0.12	85.71%	0.13	13%	0.15	93.75%	0.21	91.30%
递延收益	0.03	16.67%	0.02	14.29%	-		0.01	6.255	0.02	8.70%

数据来源：苏泊尔年报，单位：亿元。

如表 3.2 所示,苏泊尔流动负债从 2017 年的 24.43 亿元增长到 2019 年的 43.41 亿元后,又从 2019 年的 43.41 亿元减少到 2020 年的 33.46 亿元,又增加到 2021

年的 44.39 亿元，占总资产的比重分别为 25.84%、28.69%、35.64%、27.23、31.94。流动负债占比较多，负债增多是因为苏泊尔 2017 年以来为拓展产业链，对外投资规模扩大，因而为满足短期资金流动性，采购时采用银行承兑汇票的结算方式以缓解部分短期流动性压力。因此，苏泊尔近五年增加负债存在两方面的原因，一方面是公司规模扩大增加的应付账款，另一方面是公司调整了融资结构，采用占用供应商的账期来完成结算需求，向其开出银行承兑汇票及进口信用证等结算方式结算货款。

3.5.2 与同行企业的横向比较分析

(1) 同行间内外源融资方式对比分析

从表 3.3 可以看出，同样属于家用电器的美的集团、九阳集团，其内部资金来源的比重在不断下降，外部资金来源的比重在不断上升。与美的和九阳相比，苏泊尔内部资金的比重更大，而且远远超过了产业平均水平，说明苏泊尔正在朝着内源融资的方向发展。

表 3.3 同行企业 2019-2021 年内外源融资比例

年份	项目	苏泊尔	美的集团	九阳股份
2019	内源融资	55.63%	33.27%	38.29%
	外源融资	54.37%	66.73%	61.71%
2020	内源融资	57.76%	32.69%	38.20%
	外源融资	42.24%	67.31%	63.72%
2021	内源融资	62.49%	26.85%	31.41%
	外源融资	47.51%	73.15%	69.59%

数据来源：wind 数据库

(2) 同行企业长短期负债占总资产比率对比分析

从表 3.4 可以看出，美的和九阳两家公司的短期债务在 2019-2021 年期间呈逐渐下降趋势，但苏泊尔公司的长期债务在不断上升。2019-2021 年度，美的和九阳的平均短期债务占比，平均为 28.23%，平均为 24.35%，这两个指标，都比苏泊尔要低。因此，苏泊尔的短期债务与其总资产的比例很高，这也意味着，苏

泊尔的长期债务占据了很大一部分的现金流。在 2019-2021 期间，九阳和美的两家公司的债务与资产总额的变动幅度相对较大，而苏泊尔公司的债务总额相对平稳。苏泊尔公司的长期债务，与美的、九阳相比，要少得多，因此，苏泊尔公司必须主动拓宽融资途径。

表 3.4 同行企业 2019-2021 年长短期负债占资产比例

指标	时间	苏泊尔	美的集团	九阳股份
短期负债占总 资产比率	2019 年	34.40%	35.78%	26.32%
	2020 年	40.98%	32.12%	25.43%
	2021 年	43.66%	28.23%	24.35%
	均值	39.68%	33.09%	25.36%
长期负债占总 资产的比例	2019 年	0.24%	2.27%	1.21%
	2020 年	0.15%	12.12%	3.26%
	2021 年	1.24%	15.14%	4.54%
	均值	0.54%	9.84%	3.017%

数据来源：整理自苏泊尔、美的集团和九阳股份年报

3.6 苏泊尔去家族化后的融资结构特征

3.6.1 内源融资逐渐成为主要融资方式

根据苏泊尔公司的历史资料，笔者认为苏泊尔公司的资本来源以内部筹资为主，而外部筹资则以外部筹资为主，其中外部筹资为代表。经过深入的研究，如表 3.5 所示，我们可以看出苏泊尔公司的负债中，短期负债所占据的比重很大，其中大部分都是应付款项，本文分析苏泊尔的融资结构主要从内源融资和外源融资两方面进行分析和比较，其中苏泊尔的内源融资主要是盈余公积、未分配利润与固定资产折旧之和；而外源融资包括债务融资和股权融资，债务融资的数据以苏泊尔年度报告中负债总额为依据，股权融资的数据则以股本和资本公积为依据。以苏泊尔去家族化的关键时间节点 2006 和 2017 为窗口来分析苏泊尔去家族化前后不同融资方式所占比例的变化情况。另外，从表 3.5 可以看出，自 2017 年开始苏泊尔的股权融资占整个融资来源的比例已经很小了，这表明苏泊尔在完成去家族化后不再利用股权进行融资，SEB 成为了大股东，对苏泊尔享有绝对控制权。而且自 2017 年开始，苏泊尔内源融资占比均在 50%以上，说明去家族化后苏泊

尔已经转向内源融资，这也从侧面证明了苏泊尔去家族化后盈利能力的提升。

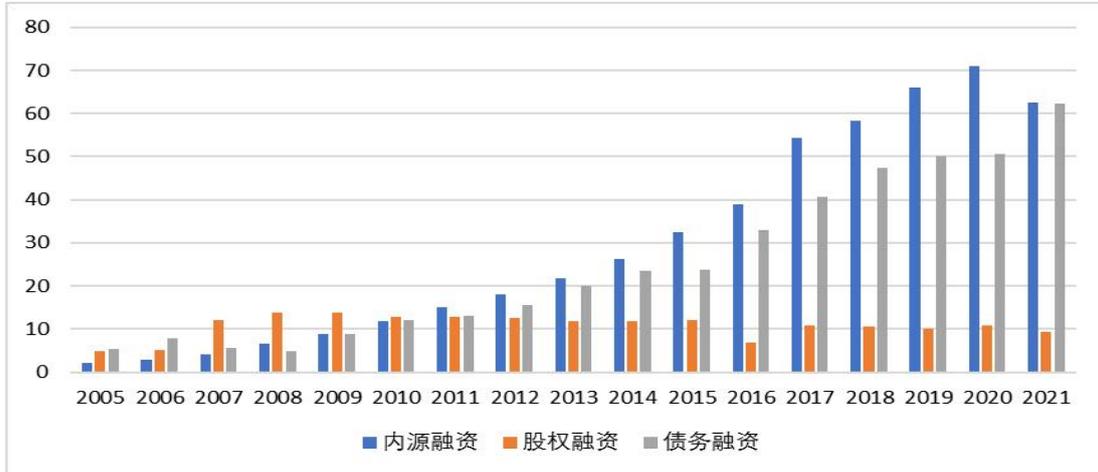
表 3.5 苏泊尔 2005-2021 年融资方式占比

年份	内源融资 (%)	外源融资	
		股权融资 (%)	负债融资 (%)
2005	17.03	40	42.97
2006	18.05	38.43	43.52
2007	21.34	64.21	15.55
2008	25.23	50.34	24.43
2009	27.34	45.32	28.34
2010	28.12	46.62	25.27
2011	31.01	44.27	24.64
2012	34.31	41.34	28.55
2013	36.56	34.32	29.12
2014	40.31	28.23	31.45
2015	43.53	12.34	44.12
2016	50.42	11.02	39.56
2017	58.48	8.55	42.96
2018	54.42	11.45	42.85
2019	55.63	9.04	44.45
2020	57.76	8.57	42.23
2021	62.49	8.53	41.13

数据来源：苏泊尔年报

图 3.8 表明，在 2006 年，完全家族化阶段苏泊尔的留存收益占总融资额的比例 17.03%，其次是股权融资 40%，占比最多的是债务融资 42.97%，在这个阶段公司的融资构成比重最大的是债务融资；但是在 2007 年苏泊尔增发新股，开始了去家族化过程中留存收益的比例也在不断增加从 2007 年的 21.34% 增长到 2017 年的 58.48%，得到了很大提升，这也说明了苏泊尔在去家族化过程中苏泊尔的融资结构逐渐从倚重债务融资到依靠内源融资的转化过程。在 2017-2021 年，也就是在苏泊尔完全去家族化以后留存收益的比例甚至成为了苏泊尔融资的主要来源。2017 年以后完全去家族化阶段里公司的股权融资方式在融资结构中的比例只占 10% 左右。同时，以 2006 年为节点来看自从苏泊尔开始去家族化后其债务融资明显比完全家族化时期减少了，内源融资明显增多，减轻了偿债压力。而在 2006-2017 去家族化过程中苏泊尔内源融资逐渐成为了其主要融资方式，同时其债务融资占

比也在不断上升，股权融资几乎没变；在完全去家族化阶段 2017-2021 年，其内源融资在 2020 年达到最高 71.02 亿元，2021 年又下降到了 62.45 亿元，相反负债融资却在持续增长到 2021 年达到 62.41 亿元并处在增长状态。

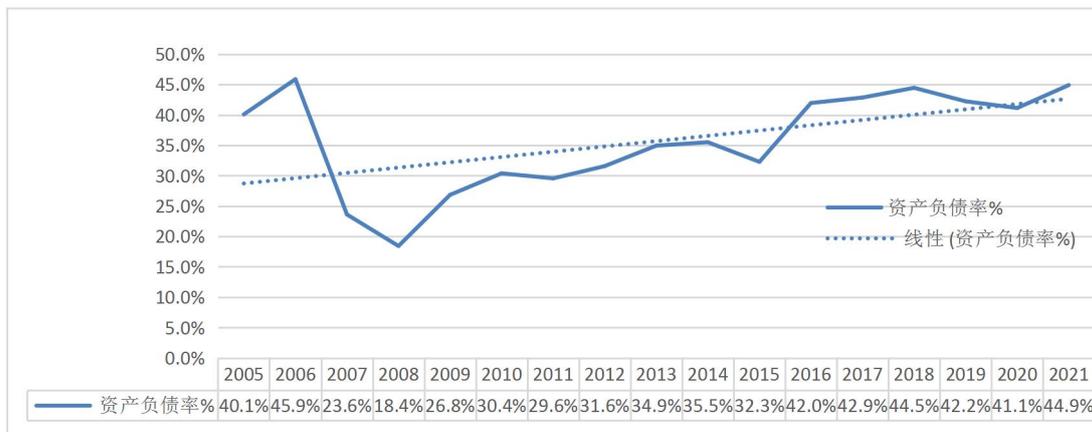


数据来源：苏泊尔年报

图 3.8 苏泊尔 2005-2021 融资方式对比

3.6.2 融资渠道多元化发展，外源融资规模逐渐扩大

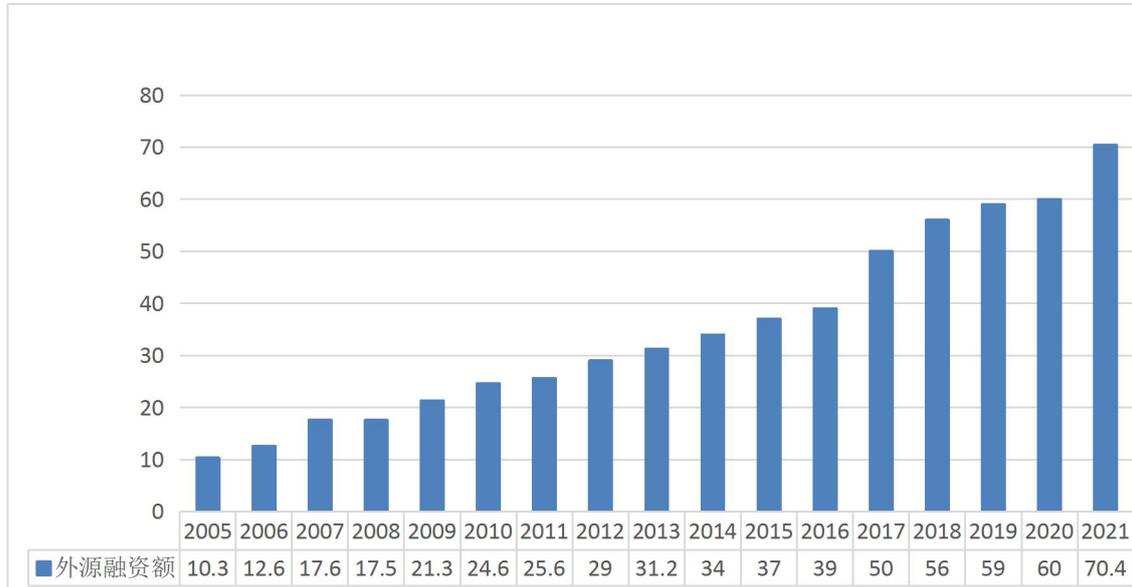
如图 3.9，苏泊尔 2005-2006 年资产负债率由 40% 上升到了 47%，但从 2006 年到 2008 年这两年内又从 47% 降到了 17%。结合图 3.8 这是由于 2007 年苏泊尔开始去家族化，这一年 SEB 集团购买了苏泊尔 12% 的股份，在 2008 年拥有达到 51% 的股份并获得了控制权，苏泊尔也同时获得了股权融资从而还了部分债务。



数据来源：苏泊尔年报

图 3.9 苏泊尔 2005-2021 年资产负债率变化趋势

从 2008 年开始一直到 2021 年苏泊尔的资产负债率一直在保持缓慢增长，这也表明苏泊尔在去家族化过程中和去家族化后的负债规模在扩大。



数据来源：苏泊尔年报；单位：亿元

图 3.10 苏泊尔 2005-2021 年外源融资额变化趋势

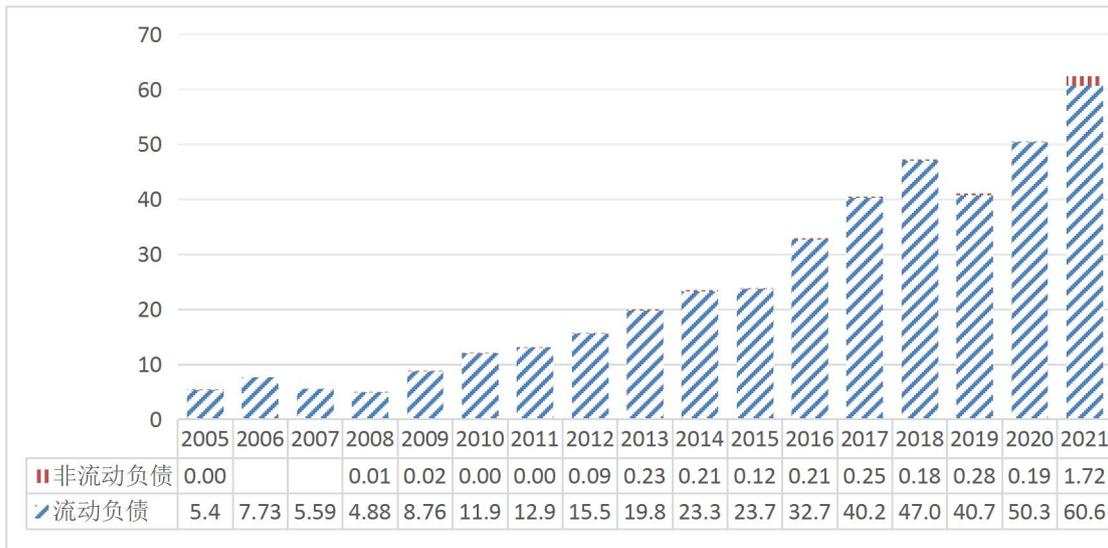
图 3.10 展示了苏泊尔 2005-2021 年期间外源融资规模的变化趋势。从图中可以看出，2005 年到 2021 年苏泊尔的外源融资额持续在增长，也就是说从去家族化前到完全去家族化外源融资规模均在扩大，且从 2017 年开始外源融资额的增长幅度也在变大。这表明在完全去家族化阶段里苏泊尔外源融资规模获得了进一步的扩张。

3.6.3 负债规模越来越大，短期负债占绝对比重

根据已有研究我们将苏泊的负债按照长短期来划分，分为短期负债和长期负债，将负债结构按照短期负债和长期负债分别占总负债的比例进行区分。并进一步以总资产为参考依据，对比分析长短期负债分别占总资产的比例，以及长短期负债分别占总负债的比例进行分析进而剖析苏泊尔的负债结构。

由图 3.11 可知，2005 年至 2021 年，苏泊尔的流动负债从 5.4 亿元增加到 60.69 亿元，增加了 45.29 亿元；通过比较，苏泊尔公司在 2005 至 2021 年之间的总资产没有太大的变动。从图 3-9 的相关指数可以看出，苏泊尔公司的短期债务，在

整个债务总额中所占据的比重很高，始终维持在 99%的水平，而且还在稳步上升。与此相比，长期债务所占据的比重很小，不足 1%，而且与其相比，这两者之间的差异也很大。从这两项数据中，我们可以看出，苏泊尔公司的债务，是以短期债务为主体的。与长期债务相比，短期债务具有更高的资本费用，而且对资金的运用的条件也更小，因此可以优先地将公司的资金需求给解决掉。不过短期债务，必须要在很短的一段时间才能还完，那对苏泊尔来说，就有很大地影响了。



数据来源：苏泊尔年报

图 3.11 苏泊尔 2005-2021 债务结构

因为苏泊尔的运营和发展，特别是新产品的研发等新技术的运用，都需要投入大量的长期资金，所以除了运用内源融资之外还需通过股权或者债券融资来获得长期融资，如表 3.6 所示，在分析流动负债与非流动负债在总资产中的占比情况时，可以看出苏泊尔流动负债占总资产的比例在去家族化阶段均低于 40%，而在去家族化后的五年里呈现上升后下降的趋势，从 2016 年的 41.68%，到 2018 年的 44.29%，再到 2020 年的 40.97%。而在 2016 年和 2017 年，其所占据的份额达到了 0.27%，2018 年就已经降到了 0.17%，总体来说，它一直维持在 0.16%-0.27% 的水平。苏泊尔公司在 2021 年的借款中，其借款比例是其借款比例的 4 倍以上，从这一点上可以看出，苏泊尔公司的借款比例相对更低，而借款比例更高。超过比例的短期贷款将带来更多的风险。

表 3.6 苏泊尔 2005-2021 年长短期负债占总资产的比例

年度 \ 项目	短期负债占资产的比例	长期负债占资产的比例	短期负债占全部负债的比例	长期负债占全部负债的比例
2005	40.00%	0.07%	100.00%	0.00%
2006	46.34%	-	100.00%	0.00%
2007	23.63%	-	95.56%	0.44%
2008	18.41%	0.04%	100.00%	0.00%
2009	26.82%	0.06%	99.77%	0.23%
2010	30.36%	0.01%	99.92%	0.04%
2011	29.55%	0.00%	100.00%	0.00%
2012	31.37%	0.18%	99.36%	0.57%
2013	34.55%	0.40%	98.85%	1.15%
2014	35.17%	0.32%	99.07%	0.89%
2015	32.10%	0.16%	99.50%	0.50%
2016	41.68%	0.27%	99.36%	0.64%
2017	42.58%	0.26%	99.38%	0.62%
2018	44.29%	0.17%	99.62%	0.38%
2019	34.40%	0.24%	81.47%	0.56%
2020	40.98%	0.15%	99.60%	0.38%
2021	43.66%	1.24%	97.24%	2.76%

数据来源：苏泊尔年报

4 苏泊尔去家族化后融资结构存在的问题及原因

4.1 去家族化后融资结构存在的问题

4.1.1 股权集中度过高，小股东利益易受损

根据前文对苏泊尔去家族化前后股权结构的分析来看，苏泊尔不论是去家族化过程中还是去家族化后的股权结构均过于集中，SEB 集团享有绝对控制权和话语权，其他小股东比较分散，不利于其他股东对其做出的决定提出质疑，这就可能出现一股独大不公平的局面，其他股东就不会将过多的精力放在公司经营上面，不会积极参与公司治理，不及时对第一大股东的行为进行监督。若第一大股东将企业利益重点倾向于自身利益时，可能会出现贪污腐败、以权谋私等行为的发生，进而对公司治理和公司发展产生不利影响。另外，如果股权的集中性持续升高，想要确保公司的信息公开化则成为了一件比较难做到的事情，对于一般的小股东而言，还是无法真正了解到公司的实际情况，并做出合理化预判。比如，公司董事会、管理层的主观偏好直接影响到融资方式的选择，当公司已经实施相关决策后，一切利好都是由大股东直接承担，想要保证公司经营正常，各个小股东则必须要付出更多。

4.1.2 资产负债率水平较低，影响投资者入股意愿

首先，公司的资产负债率水平可以在一定程度上反映公司资金使用能力的高低，当企业的资产负债率较低的时候也对外界释放出了一个信号，反映出公司资金使用能力偏弱进而影响外部投资者对于公司资源配置能力企业运营成本产生质疑进而担心较高的投资风险，很有可能会放弃投资；其次通过资产负债率水平也可以反映企业规模大小以及是否具有较高的发展潜力，而较低的资产负债率表明企业在短期内没有较大的发展潜力，这会影响投资者的入股意愿，不利于公司筹集资金。最后，企业的资产负债率水平也是贷款发放的重要参考依据，因为资产负债率水平能够反映企业资金应用能力，过低的资产负债率会影响企业获得贷款的数额。因此，企业的资产负债率可以反映许多事实，过高的资产负债率水平

有较高的经营风险但是资产负债率也并不是越来越好。根据前文对苏泊尔去家族化前后资产负债率水平分析，苏泊尔去家族化后的资产负债率基本保持在 45% 左右虽然比起去家族化阶段有明显的提高但是与同行企业对比仍然是较低的水平。低水平的资产负债率会影响企业的融资能力。

4.1.3 应收账款为主要营运资本，资产风险过高

从以上的分析可以看出，苏泊尔在实现了去家族化以后，其融资来源依旧是企业内部，从 2017 年到 2021 年，苏泊尔的内源融资比例在不断地增长。而这些资金主要来自于应收账款。

表 4.1 苏泊尔 2017-2021 营运资金

	2017	2018	2019	2020	2021
总资产（万元）	785,556.88	964,224.04	1,089,817.38	1,184,902.81	1,299,296.57
货币资金（万元）	75,414.42	86,957.99	141,676.26	130,813.27	171,978.59
货币资金/总资产	9.60%	9.19%	13.32%	11.04%	13.99%
应收账款（万元）	116,011.78	149,945.57	172,761.97	179,690.94	222,830.23
应收款项/总资产	14.77%	15.23%	15.85%	15.17%	17.15%
应收款项融资（万元）	-	-	-	89,639.43	32,116.29
预付账款（万元）	15,732.67	32,728.48	21,657.33	27,854.55	17,949.20
预付账款/总资产	2.00%	3.31%	1.93%	2.4%	1.4%

数据来源：苏泊尔年报

从表 4.1 中可以看出，在苏泊尔公司完全摆脱了家族控制之后，公司的经营资本大部分来自于公司的自有资金。其中，总的货币资金增长速度较快，五年累计增长了 96564.17 万元；货币资金在总资产中的比例也从 9.6% 增加到 13.99%，其增加的规模和速度都非常迅速。使用货币资金，可以对公司的日常经营和突发事件进行及时的处理，因此，它的资金流转比较便捷，不需要通过借款来筹集资金。我们可以看到，苏泊尔集团的流动资金主要来源于应收账款、应收账款融资以及预付账款，这种运作方式与银行的运作方式相似，它的运作方式是通过其在世界各地的多层次的销售渠道，采用订单采购的方式，用应收账款来控制供应商的资金，并把这些以平均每年半年为一次的低价的短期融资，用于企业的运营，

从而解决了由于外部融资的时间太长,要求太严格,成本太高而导致的融资困难,并在一定程度上减轻了企业的短期流动资金,从而扩大了市场,促进了企业的多元化发展。

而苏泊尔公司的应收账款,从2016到2020年,都在不断地增加,从11.65亿,翻了一番,变成了22.28亿。而从2019年起,苏泊尔公司就一直在用自己的应收账款来筹集自己的资金,从2019年至2020年,分别是8.95亿和3.21亿。苏泊尔的现金流中,也包含了预付款,预付款的数量在不断增加,在2017年度达到了32728.48万元,呈现出一种起伏不定的趋势。并非说,多了就是多了,如果在短期内,公司没有任何的资金需求,那么将其保留在公司内,就会造成一种持有费用和转化费用,这会对公司造成负面的效果;但若只是以现金为主,则存在着资金链崩溃的风险。而通过应收账款融资,无法在出现不良的外在环境下,迅速采取措施来解决问题,而且苏泊尔正在发展壮大,继续扩大产品种类,扩大国外的销售范围,建立自己的生产工厂,要走个性化定制的道路,随着智能化、保健型产品的发展,苏泊尔要进行更多的研究,这样的话,投资和研究的成本就会更高,单纯的融资渠道会受到限制,很难给公司带来充足的资本,所以,通过应收账款、应收账款融资、预付款等形式,也会给公司的财务带来更多的危险。

4.1.4 流动负债比例高,短期偿债压力大

根据前文分析,苏泊尔集团短期债务占比分别为99.36%,99.37%,99.62%,99.46%,99.62%,平均为99.49%,流动性债务占比异常高,导致苏泊尔集团的债务结构非常不科学,对公司未来的发展埋下了潜在的隐患。一般情况下,公司都会按时支付,但如果公司面临的经济形势出现了重大的改变,比如通货膨胀、利率上升等,那么,公司的现金流转就会受到很大的阻碍,甚至会对公司的运营造成很大的负面影响,而且,长期债务的出现也会增加公司的监管难度,增加了公司的财务费用。此外,根据前面的文章,苏泊尔集团的短期债务来自于应收和预付款项,公司的债务大部分来自于应收款项,因此,我们选取了一些比较大的应收款项。

如表4.2所示,从2016-2020年,苏泊尔公司的应收账款在不断增加,而这些应收账款又是苏泊尔公司最主要的流动资金来源,而在2021年,应收账款所

占的总资产占比高达 64.59%，高达 64.59%。从这两项指数可以看出，苏泊尔公司严重依赖于短期融资。应收账款既要依靠公司信誉，又要对公司信誉产生一定的作用，所以苏泊尔公司在支付货款的时候，必须要有一定的流动资金，才能保证货款的按时支付，才能更好地维护苏泊尔的信誉。公司营运资本过多，对苏泊尔公司的流动性投入及对整个社会的影响也就越小。

表 4.2 苏泊尔 2017 年-2021 年应付账款

	2017	2018	2019	2020	2021
应付账款（万元）	206,214.05	237,531.36	295,381.22	301,146.47	325,243.87
流动负债（万元）	327,499.99	394,809.75	470,818.47	497,670.05	503,647.74
占比	62.96%	60.16%	62.74%	63.58%	64.59%

数据来源：整理自苏泊尔公司年报

4.2 去家族化后融资结构存在问题的原因

4.2.1 融资约束的缓解效应

苏泊尔从完全家族化阶段到完全非家族化阶段的过程中外源融资渠道得到了拓展，如前文图 3.10 所示，苏泊尔的外源融资额从 2005 年到 2021 年一直在持续增长。根据家族企业与非家族企业融资特征来看，苏泊尔此次从家族化到非家族化过程中外源融资规模能够扩大是因为其所受融资约束的缓解。同时，由于企业的融资偏好会随着所受融资约束的程度的变化而发生改变，即受融资约束问题严重的企业更加关注于融资规模的限制，而受融资约束较小的企业则更加关注融资成本的大小。因此，当苏泊尔从家族性企业转为非家族化企业的时候，随着其所受融资约束的程度发生改变，其融资方式的选择也会有所不同，进而造成不同的融资结构。

从苏泊尔去家族化过程中融资结构变化趋势以及去家族化后的融资结构特征来看，苏泊尔由最初家族化阶段里的债务融资为主到依靠股权融资最后到完全去家族化阶段里的转为越来越依赖于内源融资，整个过程也证明了随着融资约束的缓解企业更加注重于融资成本。因此，苏泊尔去家族化后的融资方式以内源融资为主并且选择了融资成本最低的信用融资。这也是苏泊尔去家族化后应付票据

和应付账款逐年增多，且占流动负债比例较大的关键原因，因为信用融资成本最低。

4.2.2 股东与管理者之间关系改变产生的代理成本

在企业处于家族化阶段，家族控股，公司的融资偏好也会倾向于债务融资而非股权融资，但是当家族控股较少的情况下，企业会倾向于股权融资，因为相较于债务融资股权融资的融资成本更小。研究发现，家族治理结构因素对我国上市公司的负债融资具有显著的影响，且在对负债融资产生影响的同时，还能在一定程度上强化家族企业对外部融资的依赖（杨蓉和李红艳，2013）。从这一点可以看出，在家庭企业中，确实有一种相关的联系，因此，可以根据这个联系，对家庭中的管理和资金进行最优的管理，从而推动家庭中的经济发展。在这个去家族化的进程中，也就是指，在这个进程中，企业管理者将会由家族成员转变为专业的管理者，这就导致了其委托代理成本的增加。

当家族企业进行去家族化转型后原本两权合一的局面被完全打破，企业所有权与经营权完全分离，而在两权分离的情境下会使得逆向选择和道德风险等机会主义行为的发生概率增加，进而容易对企业造成负面影响。根据已有研究，由于公司债券融资作为企业直接融资渠道可以在很大程度上缓解企业融资压力，获得周转资金。但是由于公司债券融资要求企业在规定的时间内进行还本付息，这会对企业管理者造成很大的还款压力和约束力，因此当管理者为了避免这种压力时往往在融资时避免选择用债券融资；而股权质押融资作为一种担保形式下的外源融资方式也受到不少公司的青睐，但是这种融资方式会进一步扩大公司的控制权与现金流权的分离，容易使得企业控制权的进一步转移，而当企业控制权发生转移后则意味着公司会增加更多的管理制度、政策等其他的经营管理方面内部规章上的不确定性增强，甚至当控制权发生变动可能会引起管理体系的巨大变动，可能会使管理者失业所以当企业完成去家族化后管理者不再是所有者，管理者更加担心控制权的转移，因此，管理者可能会尽量减少股权质押的方式来进行融资。但是由于股东与管理者的目标存在着一定程度的区别，当股东选择不断增加股权质押融资，这无疑会增大企业的运营风险给管理者增大压力，也会使管理者怀疑控股股东质押的动机，那么为了不让自身利益受损，管理者可能会做出你想选择

的机会主义行为，导致其与企业所有者之间的目标产生分歧，从而增大代理成本问题。

4.2.3 股东与债权人之间的代理成本

公司的股权集中度是影响代理成本的重要因素，苏泊尔的股权集中度非常高，在大股东控制下大股东就会有动力为自己的私利而侵害公司整体的利益，这种行为不仅会损害小股东利益还会损害债权人利益，债务融资是中国上市公司的主要融资方式之一，而大股东控制下的公司由于大股东可以控制公司，使得原本企业债务融资对公司的治理效应减弱，这种情况下债务融资不但不能起到约束大股东的作用反而还会增加大股东可以控制的资源，因此，在苏泊尔这样高度控股的公司里管理层不会倾向于选择用债务融资来治理公司，这也是苏泊尔债务融资比例较低的关键原因所在。

4.2.4 存在负债非稀释效应

增发股票会摊薄每股的投票权和剩余财产分配权，但是使用负债融资就可以前文通过对苏泊尔在 2020 年底的十大股权和这五年中最大股权的变动进行了详细的剖析，从中可以看出 SEB 公司对于苏泊尔的掌控力和决策权有多大。在股份太多的时候，公司的经理们想要得到公司的控制权，但又不想让公司的股份变得太多，这就使得公司在对外的时候，很可能会倾向于用不会被削弱股份的债券来进行投资，而不是按照优序融资的原理，以降低成本和危险的方式来进行股票的投资。

表 4.3 苏泊尔 2017-2021 年前五大股东持股情况

	2017	2018	2019	2020	2021
第一大股东持股比例	81.17%	81.18%	81.18%	81.19%	81.20%
第二大股东持股比例	1.83%	4.02%	4.68%	6.01%	5.50%
第三大股东持股比例	1.49%	1.80%	1.07%	1.52%	2.64%
第四大股东持股比例	1.26%	1.11%	0.95%	0.68%	0.88%
第五大股东持股比例	1.16%	0.91%	0.77%	0.68%	0.69%

数据来源：苏泊尔年报

根据苏泊尔股权结构分析，如表 4.3 所示，苏泊尔股权集中度过高，大股东完全控制，因此企业的融资决策容易受到大股东的影响，而大股东为了保护控制权不流失往往不会进行股权融资。但是，只靠债务融资会增加融资成本，所以苏泊尔选择了不用股权融资也不用长期债务融资而是最大程度上使用内源融资和信用融资。这也正是上文分析出苏泊尔在去家族化后的流动负债比例较高和短期偿债压力较大的主要原因。

5 苏泊尔去家族化后融资结构优化建议

5.1 融资结构优化原则

5.1.1 降低融资成本原则

近年来，在企业的各种成本中，融资难，融资贵是企业感受最为突出的，也是降低企业成本大有可为的方向。公司的财务费用直接关系到公司财务的有效性，并在某种意义上决定着公司的财务费用。财务成本包括财务支出和财务支出，实质上就是公司为筹资所付出的成本。企业在进行资金筹措时，除了与投资人接触外，还必须支付一些中间商的费用，这些都称为资金筹措的费用。除此之外，在利用募集到的资金时，公司还必须向提供资本的伙伴们付出相关的成本，例如，向股东的股利和股息，在债券与借贷中，公司所提供的利息等。

苏泊尔利用信用融资其实也是为了降低融资成本，随着近年来总体的财务成本的上升，以及资金成本率的上升，企业的融资成本变得更高了起来。由于公司的融资渠道的差异，融资成本的组成也会有差异，将融资方法按照融资费用从高到低进行排列，分别是：股权融资、债券融资、银行贷款和内源融资等。

5.1.2 降低融资风险原则

充分发挥股东价值是企业融资的主要目标，将筹集的资金投入到企业的日常运营以及投资活动中，以实现价值并取得更充足的资金。在融资初期，需要预测融资可以产生的收益量，收益象征着企业利润。但是，不能仅仅考虑收益，也需要坚持长远发展原则，评估责任以及风险。企业要全面了解风险和收益的正比关系，收益仅仅是企业需要思考的一部分，而企业要想获得更多收益就需要承担一定的责任、风险乃至亏损，上述全部是企业需要考虑的现实问题。

前文分析表明，苏泊尔主要的运营资金是应收账款，应收账款融资的基本流程是保理商从供应商或卖方处买入对债务人或者买方的应收账款，同时根据客户需求提供债务催收、销售分户账管理及坏账担保等。应收账款过多会降低企业资金的使用效率，使得企业效益下降。此外，如果应收账款时间过长，会占用大量

资金导致企业资金短缺，容易造成坏账损失。因此，对苏泊尔融资结构的优化方案必须遵循降低风险原则，保证融资活动的稳定进行。

5.2 融资结构优化建议

5.2.1 外引优质股东，充分利用股权再融资

苏泊尔在去家族化后公司由 SEB 控股，股权集中度极高，但是通过对苏泊尔去家族化后的融资结构分析。本文发现 SEB 可以在一定程度上放开股权，引入优质的投资人，充分利用股权再融资。根据上文对苏泊尔权益融资结构的分析可以看出，苏泊尔并没有重视股权融资方式。苏泊尔股份比较分散，想要让股份变得更好，就必须控制住 SEB 的股份，现在的股份已经达到了 82%，如果 SEB 能够在股份变少的时候，让他们的股份变得更多，这对他们的股份变得更好。其次，为了要对公司的管理进行最好的调整，苏泊尔还必须对公司的管理有所了解，比如对重要决定进行投票，并对投票结果产生一定的影响。SEB 因为在技术上和财务上的帮助，拥有很大的决策权，但是这些决定往往会偏向 SEB，这对苏泊尔公司的决策是不利的，对公司内部的管理和控制也是不利的。因此，在实际操作中，可以通过制订公司的规章制度或者是签订一份公司契约来加强与公司内部成员的联系，让他们清楚地了解到公司内部成员的身份。苏泊尔还可以尝试引入其他投资机构，比如基金公司、保险公司、投资银行等等，这样既能吸纳到更多的资本，又能优化公司的股权结构。

5.2.2 增强负债融资能力，以发挥财务杠杆作用

合理的负债能让企业产生杠杆效应，通常情况下企业为了降低经营风险会偏向于较低的财务杠杆。但是，低杠杆并不意味着低风险，因为财务杠杆只会反应有息债务带给企业的风险，但是企业的偿债风险不仅来自于有息债务，无息债务的风险也是不可忽略的。比如苏泊尔的应付账款和应付票据占了很高的比例，应付账款虽然没有利息也不用定期偿还，但是应付账款和应付票据是建立在供应商的信任基础上的，若企业出现经营危机，供应商集中要求付款也会使企业陷入困

境。而苏泊尔的资产负债率偏低这说明苏泊尔债务融资规模不大，债务融资力度较小，完全可以适当举债融资，来发挥财务杠杆作用。

5.2.3 支持下游企业，保证销售货款回笼

新型家电是智能化为核心的研发和服务。在此板块，公司着重于对新型业务技术的研发与应用，巩固公司已经进入的新产品服务业务，扩大公司传统优势板块的智能产品的研发与销售。销售业绩是公司盈利能力和偿债能力的保证，但是如果应收账款比例过高那么就容易出现收不回的可能，尤其是那些账龄较长的应收账款，催收难度更大，发生呆账坏账的可能性也更高。因此在苏泊尔采用信用融资时要关注下游企业的盈利情况。

信用融资是指以公司为中心的一家公司，以其为中心，通过银行对其下属的分销商进行的一种金融服务。许多公司都属于小公司，而这些公司的信用等级都比较差，不能得到直接的资金支持。公司以下游的分销方式为基础，采取了一种完全预付的结算方式，公司根据购销合同，来展开对产品的生产、备货以及交货的工作。但是，因为经销商的经营范围比较小，所以他们的现金流比较紧张，所以很难对应对预付的资金进行一次支付，这对他们的客户来说是不利的，从而对他们的销售造成不利的影响。所以，可以通过以下方法解决经销商的预付款项支付困难的问题：

(1) 以经销商与公司之间的购销合同为依据，对其进行定制。在这种模式下，经销商可以以其对核心企业的贷款为主要目的，以其对公司的产品进行回购，并将其作为增信措施，以公司的生产周期作为融资的时间节点，按照购销合同金额的一定比例进行融资；

(2) 针对分销商，采取一种可以进行部分预付款的结算方式。在此过程中，银行可以以公司与分销商之间的购销合同以及分销商与最终顾客之间的销售合同为基础，将其应付账款与其所属理财的产品进行组合。当分销商因为无法缴纳剩余的购买款，而需要在购买商品之后，向银行提出购买的要求。在商品完成了出售之后，银行可以将其购买过程中产生的应收款项作为还款来源，为分销商提供保障，从而可以让分销商在购买与销售款项回笼的过程中，可以满足分销商在购买过程中产生的短期资金的要求。

综上,通过经销商进行供应链金融交易,使公司的应收款项在某种意义上得到了保障,同时也可减少为占用下游企业账期而所付出的财务成本,更可以为公司对下游供应链的及时结算带来了保证,在某种意义上可以对占据下游供应商的账期进行有效地改善,从而让公司可以在某种意义上得到内外源融资结构的调整。

5.2.4 调整负债比例,缓解短期偿债风险

通过前面的财务资料可以发现,在苏泊尔集团的负债构成中,它的主要负债是短期负债,在2017-2021期间,它在其整个资产中所占据的比重超过了80%,这一比重超过了同行的平均值,但是,它的长期负债比重在15%以内,而且它的短期负债比重比较高,因此,公司存在很大的短期债务偿还和信贷风险。2017年至2021年,公司的流通比率为1.98,1.91,1.96,2.01,1.84。速动比率为1.43,1.41,1.52,1.53,1.32。首先,公司的流动比率和速动比率始终保持在一个很高的水准,这是因为公司是以商业信贷来获取的,在最近三年,公司的流动债务中,应付账款、应付票据、预收账款等都有很大的数额。其次,公司的筹资以债务为主,在最近三年和一期的流动债务中,公司的长期贷款和一年以内的非流动债务都有了很大的增加。从这两个偿债能力的重要指数可以看到,公司的短期偿债能力比较差,而从公司的债务结构可以看到,公司具有短贷长用的情况,这种情况将会对资金的流动性产生一定的影响,从而在一定程度上增加了短期偿债风险。

所以,公司应该在适当的时候,适当地增加其长期债务的比例,在其偿还债务的能力还可以的时候,可以对其进行债务的调整,从而减轻其短期的偿债风险。提高长期债务比率的筹资战略包括:

(1) 银行借款:可以利用以固定资产为抵押,或以担保的形式,从银行申请长期借贷,也可以利用股份质押的形式,来对债务进行调节,在合理偿还短期借贷的情况下,利用中长期并购贷款来替代在运营过程中所用的自有资金

(2) 发行债券:债券类金融工具包括公司债,企业债,中期票据,债券衍生金融产品等等。公司债必须经中国证监会批准,而企业债则必须经全部公司批准,并经发改委批准后方可发行。随着市场政策的逐步健全公司债对企业的影响力也会变得更加强大。而在这个过程中,它也可以变成一个真正意义上的公司债,从而可以通过它来实现对债务结构进行重新定位,从而减少短期偿债风险。

6. 苏泊尔去家族化后融资结构优化建议的保障措施

6.1 增加股权激励，降低代理成本

随着所有权与经营权的分离所产生的委托代理关系、信息不对称、目标偏差及搭便车等代理问题的加重，代理成本无法避免（张付成，2007）。在家族企业进行了去家族化后，经营权与所有权进行了分离，企业会引进职业经理人。但是，职业经理人的目标与所有者的目标存在一定的偏差，他们并不会像家族成员一样尽心尽力地为公司效力，如果仅靠增加报酬来对他们进行激励，并不能达到很好的效果。而良好的激励机制有助于降低委托代理成本。其实，就是使员工的权益与公司的权益有机地融合起来。因此，在去家族化之后，对于家族企业来说，必须要构建出一种更加完善的股权激励体系，让职业经理人能够与企业的利益相结合，并将他们的事业发展与企业的发展紧密地联系在一起，从而让他们能够更好地为企业服务，更努力地工作，在某种意义上来说，能够推动企业的长期发展。

除此之外，在市场经济快速、有序不断进步的大环境下，不管是国家还是公司，都加大了在培养优秀人才方面的投入。比如，国家出台了相应的人才引入政策，对优秀人才的福利进行了提升，这一切都表明了，优秀人才对国家和企业的重要程度。因此，除了股权激励制度以外，增加对职业经理人的训练，提高他们的专业发展的能力，这毫无疑问也是对职业经理人的另一种行之有效的激励方式。

苏泊尔也要按照委托代理人的原则，制定出一套完善的股票期权制度，并将股票期权与员工的表现进行比较，以此来激发员工的工作热情，达到共赢的目的。因此，公司必须完善对职业经理人的培养体系，并加大对其的培养投入，雇佣专门的训练者，提高他们的管理公司的能力，并能够在面对公司中的各种变化和问题时，能够更好地应对。在此基础上，既要从目前的国内经济发展需要出发，又要从与之有关的国外经济发展需要出发，构建出一条适合于专业经理的发展之路。这不但能够提升他们在管理公司方面的技能，还能够增强他们对公司的忠诚，让他们能够全心全意地为公司提供更多的帮助，从而在公司的可持续发展中发挥出更大的作用。

6.2 保持稳健的财务经营，提高债权人信心

一个公司要想取得长步发展，最根本的就是要维持一个稳定的财政运营，同时也是由银行和其他的一些金融机构向公司发放的信贷的先决条件。为此，苏泊尔在新形势下，必须重点抓好如下方面的工作：

(1) 金融机构的信用等级指数应当维持在较高水平。根据银行的规则，在不动产方面如果一家公司的信用等级在一段时间里降低了，则会被重新评价，然后做出相应的调整，作出预先回收借款的决定。

(2) 保持利润的平稳增长。当一个公司的利润大幅度减少的时候，为了保证公司的资金安全，银行都会采取相应的措施。担心和被冻结的房产公司没有动用的资金，从而使企业难以获得银行借款。

(3) 企业的资产负债比率应该保持在一个比较合适的范围内。当一个公司在运营的时候，有高的债务一般为了保证资金的安全，银行会选择首先冻结未使用的限额，直到公司的运营状况恢复到原来的水准。

(4) 在计划发展规划范围内，保证企业发展目标不变。假如有一个新兴高科技家电的开发项目，远超出了规划范围，就会出现一些问题，比如公司的资金，就会被银行冻结。所以，公司应该坚持稳定的财务运营，适当地扩大规模，并且要制订出一个合理的融资方案，对自己的投资予以重视。与筹资规划相配合，防止短期借款和长期投资的情况发生，使得公司的金融风险得到控制。

6.3 加强资金回笼力度，保证资金储备

苏泊尔公司主要从事的是家用电器的研发和销售，事实上，大部分的大客户都是通过分期支付和抵押来进货。所以，提前拿到销售货款，可以增加公司的现金，让公司的现金流更好地投入到新的研发中，也可以提前还款，让公司获得更高的利润。因此，公司必须不断加强对销售收入的监督，制定严格的分期制度，对于首付款比例的规定要清晰、清晰，对于按揭贷款要有一个清晰的时限，并且要在买房合同中明确款项的回收期，并且要及时检查合同的履行情况，对于不及时交款的客户，要加强催收。经过对该公司的研究，我们可以看出，苏泊尔公司的资产周转率及销售额相对于其他两个公司都偏高，这表明该公司存在着大量的

积压商品滞销，自身的“造血能力”不强，进而造成了公司的现金流不畅。所以，公司应该加速货物的周转，加快应收款项的回收，并提高销售，从而增加经营现金的流出，从而从内部解决一些财务问题，减轻财务压力，对公司的长期发展也是有益的。

6.4 建立融资风险预警机制，监测偿债能力

企业要建立融资风险监测预警机制和债务清偿系统，对所面临的财务风险进行综合识别和防范，并对其偿债能力进行评价，并加强融资结构管理，使其成为一个合理的融资结构。从而，既可以得到充足的财务杠杆效应，又可以减轻其偿付债务的压力，降低其破产成本，为其长远稳定发展创造一个良好的经营环境。与此同时，公司需要将募集到的资本进行合理有效地运用，这样才能让公司得到更多的收益。如果不对融资资本进行有效的经营，就会导致公司的资本使用效率低下，内部人员私自使用资本等问题。因此，苏泊尔必须建立一个监督机构，来监督公司募集到的钱是怎么花的。首先，获得的钱一定要花在这些迫切需要钱的工程上，这样才能最大限度地利用这些资源。其次，要加大对控股大股东的监督力度，防止公司内部发生挪用、受贿等现象。最后，通过对募集基金的运用效果进行精确评价，构建完善有效的评价体系，以提升募集资金的运用效果。这样，不仅可以提高公司的核心能力，提高公司的社会信用，还可以改善公司的财务状况，提高公司的市值。

7 研究结论与启示

7.1 研究结论

家族企业在我国经济发展中的贡献不可忽视,但现实中许多因素制约着家族企业的发展壮大。比如许多家族企业严重受到融资约束的限制而去家族化可以使家族企业摆脱家族束缚得到进一步的发展。但同时由于去家族化过程中必然的控制权转移容易引发股东和管理者争夺控制权,而科学合理的融资结构可以在一定程度上制约控制权的调整,因此家族企业去家族化后如何设计出科学的融资结构成为了急需解决的现实问题。基于此,本文在对苏泊尔公司在家族化之前和去家族化之后的融资方式进行了剖析和归纳,得出了以下结论:

首先,苏泊尔公司的利润在经历了家族的去家族化之后得到了显著的提升。与此对应的是,公司已经构建了属于自己的融资模式,但是还面临着过度依靠信贷的问题,由于公司的应收账款占比较高,这使得公司的经营风险进一步加大,并且对企业的长期债务产生了严重的影响,这给企业的近期还款带来了很大的困难。

其次,公司在去家族化过程中,逐渐发展出一套以银行为基础,对下游供货商进行贷款支付,并对其进行控制,从而达到对下游供货商进行资金周转的目标。最后,公司的债务结构不合理,且有过高比例的流动债务。长期来看,企业的债务构成中,流动性债务占很大的比例,给企业的短期债务带来了潜在的危机。同时,随着经济环境的愈发复杂,企业更需要更多的资金来保障日常的运营,科学的融资结构更有利于企业运营的稳定性。因此,苏泊尔需要在筹集资金时考虑到融资结构的合理性,而本文对苏泊尔去家族化前后的融资结构特征的对比分析有利于辨析其融资结构的形成逻辑,进而为其进一步优化其融资结构提供一定的参考价值。

7.2 研究启示

当家族成员退出企业经营,并聘请职业经理人时,员工对企业的忠诚度成为最大的问题。由于企业中的股东与管理者存在着不同程度的利益矛盾,管理者常

常寻求侵害自己合法权益的时机与空间,既可能为了自己的私欲导致企业的过度扩张,也可能为了自己的一份私欲“掏空”企业,阻碍企业的健康发展。如何实现“去家族化”,引入职业经理人并对其进行监督,是保障家族企业利益的关键。所以,公司在雇佣职业经理人时,一定要和他们签订一项保证公司利益的限制条款,即和职业经理人商定的权力的限制。然而,在限制职业经理人的同时,也要保障其正当权益,增强其对职业经理人的信心,才能促进职业经理人的成长。

目前,公司的内部治理结构以董事会为主,其对公司高层管理者的行为和对存在过度获利时的追责为主,所以,公司的治理效应将会对公司高层管理者的自我利益空间和机遇造成一定的影响。所以,建立一套符合我国国情的公司董事会的标准化体系就显得尤为重要。首先,要强化公司管理,健全公司权力制度,从过程监督、结果监督和风险监督三方面强化监督,也要明确公司的职权范围,将公司的决策权限下放给公司的核心成员,从而强化公司对公司的监督。其次,要激励董事会的监督行为,增强其监督意识,从而防止当发现高管存在利润管理行为时,不能对其进行及时问责。最后,公司也应该赋予经理人员某些权力,使他们能够更好地发挥自己的作用。鉴于高层管理人员具有较强的短期收益偏好,因此,公司可以采取一些措施对其进行约束,比如设立“离职后的股权激励”。同时,通过运用外部审计师对公司的会计行为进行有效的监控,使其更好地发挥自身的作用。另外,还应强化对职业经理人员的监管,使其符合职业经理人员的职业伦理标准,并符合有关的法律规定。

参考文献

- [1]Agrawal A, Nagarajan N J. Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: The case of all - equity firms[J]. The journal of Finance, 1990, 45(4):1325-1331.
- [2]Bruce D,Picard D.Making succession a success:Perspectives from Canadian small and medium - sized enterprises[J].Journal of small business management,2006, 44(2):306-309.
- [3]Bertrand M, Schoar A. The role of family in family firms[J]. Journal of economic perspectives, 2006, 20(2):73-96.
- [4]Gallo M.A.and Vilaseca A..Finance in family business[J].Family Business Review,1996(4):387-401.
- [5]Handler,W.C.,"Methodological Issues and Considerations in Studying Family Businesses",Family Business Review,1989, 3(2):257-276.
- [6]Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American economic review, 1986, 76(2):323-329.
- [7]Jensen M C,Ruback R S.The market for corporate control:The scientific evidence[J]. Journal of Financial economics,1983,11(1-4):5-50.
- [8]McConaughy D L, Matthews C H, Fialko A S. Founding family controlled firms: Performance, risk, and value[J]. Journal of small business management, 2001, 39(1): 31-49.
- [9]Hiebl M R W, Li Z. Non-family managers in family firms: review, integrative framework and future research agenda[J]. Review of Managerial Science, 2020, 14: 763-807.
- [10]Hiebl M R W. Finance managers in family firms: an upper-echelons view[J]. Journal of Family Business Management, 2017, 7(2):207-220.
- [11]Modigliani F,Miller M.1958.The cost of capital,corporate finance, and the theory of investment[J].American Economic Review,8(3):261-297.
- [12]Masulis R W, Pham P K, Zein J. Family business group expansion through IPOs: The role of internal capital markets in financing growth while preserving control[J].

- Management Science, 2020, 66(11):5191-5215.
- [13] Ross S M. Applied probability models with optimization applications[M]. Courier Corporation, 2013.
- [14] Richardson S A. Corporate governance and the over-investment of surplus cash[M]. University of Michigan, 2003.
- [15] Stiglitz J E, Weiss A. Credit rationing in markets with imperfect information[J]. The American economic review, 1981, 71(3):393-410.
- [16] Shleifer A, Vishny R. 1997. A survey of corporate governance[J]. Journal of Finance, 3(52):737-783.
- [17] Short H. Ownership, control, financial structure and the performance of firms[J]. Journal of economic surveys, 1994, 8(3):203-249.
- [18] Stiglitz J E. Why financial structure matters[J]. Journal of Economic Perspectives, 1988, 2(4):121-126.
- [19] Tobin J. A general equilibrium approach to monetary theory[J]. Journal of money, credit and banking, 1969, 1(1):15-29.
- [20] Wennberg K, Lindqvist G. The effect of clusters on the survival and performance of new firms[J]. Small Business Economics, 2010, 34(3):221-241.
- [21] 陈晓红, 尹哲, 吴旭雷. “金字塔结构”, 家族控制与企业价值——基于沪深股市的实证分析[J]. 南开管理评论, 2007, 10(5):47-54.
- [22] 蔡安辉. 实际控制人类型、市场化程度与民营企业金字塔结构的经济后果[J]. 管理评论, 2011, 23(08):9-20.
- [23] 陈建林. 家族所有权与非控股国有股权对企业绩效的交互效应研究——互补效应还是替代效应[J]. 中国工业经济, 2015(12):99-114.
- [24] 陈德球, 肖泽忠, 董志勇. 家族控制权结构与银行信贷合约: 寻租还是效率?[J]. 管理世界, 2013(09):130-143+188.
- [25] 陈德球, 李思飞, 雷光勇. 政府治理, 控制权结构与投资决策——基于家族上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2012(3):124-138.
- [26] 郭嘉琦, 李常洪, 焦文婷, 王战. 家族控制权、信息透明度与企业股权融资成本[J]. 管理评论, 2019, 31(09):47-57.

- [27]韩亮亮,李凯.民营上市公司终极股东控制与资本结构决策[J].管理科学, 2007, 20(5):22-30.
- [28]姜付秀,郑晓佳,蔡文婧.控股家族的“垂帘听政”与公司财务决策[J]. 管理世界, 2017(3):125-145.
- [29]罗正英,段佳国.中小企业融资结构选择的内生性约束模型研究[J]. 会计研究, 2006(08):67-72.
- [30]李思飞,刘欢,王柏平..家族企业高管选择与资本投资决策[J].金融评论,2014,6 (03):39-48+125.
- [31]李欢,郑杲娉,徐永新. 家族企业“去家族化”与公司价值——来自我国上市公司的经验证据[J].金融研究,2014(11):127-141.
- [32]李卫宁,张妍妍.中外家族企业传承对比研究的评述与展望[J].财会月刊, 2021 (03):109-117.
- [33]李新春,韩剑,李炜文.传承还是另创领地?——家族企业二代继承的权威合法性建构[J].管理世界,2015(6):110-124.
- [34]蓝辉旋.股权分散的股权结构与股利分配[J].商业时代,2013(21):86-87.
- [35]苏启林,朱文,上市公司家族控制与企业价值,经济研究,2003年第8期,第36-45.
- [36]孙秀峰,张文龙,冯宝军.“去家族化”如何影响企业融资约束——基于创业板家族企业数据的研究[J].经济管理,2021,43(03):145-160.
- [37]唐阳玲.上市公司融资结构及公司治理现状的研究[J].会计之友(下旬刊),2009 (11):100-102.
- [38]韦革.中国转型期家族企业成长的制度分析[D].华中科技大学,2009.
- [39]吴超鹏,薛南枝,张琦,吴世农.家族主义文化、“去家族化”治理改革与公司绩效[J].经济研究,2019,54(02):182-198.
- [40]辛金国,蔡婧靓,杨晨,管晓永.营商环境、融资结构与家族企业创新投入[J].科研管理,2023,44(01):56-65.
- [41]于坤峰.家族控制与债务融资:技术创新能力和制度环境的调节作用[D].山东大学,2018.
- [42]杨棉之.内部资本市场公司绩效与控制权私有收益——以华通天香集团为例分析[J].会计研究,2006(12):61-67+96.

- [43]杨蓉,李红艳.高管控制权、自由现金流与企业投资行为——基于中国制造业上市公司[J].上海经济研究,2013,25(12):72-84+94.
- [44]于晓东,刘刚,梁晗.家族企业亲属关系组合与高效治理模式研究——基于中国家族上市公司的定性比较分析[J].中国软科学,2018,(3):153-165.
- [45]杨学磊,李卫宁,尚航标.基于文献计量的家族企业传承研究现状和主题识别分析[J].管理学报,2021,18(02):306-316.
- [46]易子惠,李桂兰.我国中小型家族企业融资现状分析[J].财会学习,2018(09):207.
- [47]余鹏翼.家族企业的控制权转移、融资结构与公司治理[J].金融教学与研究,2005(03):24-25+36.
- [48]阎晓春.上市公司融资结构影响控制权转移的实证研究[J].财会月刊,2007(20):22-24.
- [49]周丽萍.社会资本对家族企业融资行为影响研究[J].全国流通经济,2018(01):53-55.
- [50]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+97.
- [51]张润宇,余明阳.社会资本、债务约束与非效率投资——基于中国上市家族企业数据的分析[J].管理评论,2020,32(12):61-77.
- [52]张长海,吴顺祥,燕新梅.家族企业资本投资行为实证研究——基于投资现金流敏感度的视角[J].财会研究,2009(07):41-43.
- [53]张岭.股权与债权融资对技术创新绩效的影响研究[J].科研管理,2020,41(08):95-104.

后 记

饮其流时思其源，成吾学时念吾师。感恩我的导师王春国教授，在我对论文一窍不通的情况下进入师门，是我的导师不厌其烦，从论文的检索、筛选和阅读到数据的查找、保存及使用，再到论文的写作与完善，一步一步手把手地教会我。在学习的过程中老师说的话、讲的道理，我经常在当下听不懂，只有在别处听到或实践中遇到的时候才恍然大悟、明白老师的良苦用心，我想这种共鸣的迟到并非我与老师的师生缘分浅而是我自己的修行不够。老师对传道授业解惑者的角色做出了完美的诠释。如今，老师依旧在人生路上奋斗拼搏，作为学生，我更应该向老师学习，像老师一样奔跑出滚烫人生！

同时，也要感谢各科的任教老师，让我学习到了系统的理论知识；感谢我的同门，在这三年里我们互相鼓励，一起成长，你们给了我很多的关怀与帮助；感谢各位舍友们，三年里的宽容与关怀；最后也要感谢的家人，是你们的鼓励与支持才让我能够拥有幸福快乐的研究生生活。

花开花落终有道，聚散离别亦有时。愿我们都不忘初心，未来可期！

