

# 家族企业上市:驱动、问题与对策

高雷 宋顺林

(汕头大学 商学院 广东 汕头 515063)

**摘要:**伴随着国退民进的潮流,家族企业纷纷上市,这给我国上市公司增添了不少的活力。与此同时,家族上市公司在公司治理方面也存在着不少问题。通过分析家族企业上市的驱动力,重点讨论了家族企业上市后可能存在的问题,最后提出了对策建议。

**关键词:**家族企业;上市;公司治理

中图分类号:F276.5

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2006)06-0072-03

## 0 前言

家族企业和民营企业有所区别,民营企业包括家族企业,但并非所有的民营企业都是家族企业,家族企业是家族资产占控股地位、家族规则与企业规则的结合体。它的所有权和控制权表现为一种连续的状态,包括从所有权与控制权不可分离的紧密持有形式到企业上市后,家庭成员对资产和经营管理保持临界控制权的企业(储小平 2003)<sup>[1]</sup>。但是,很多民营企业是以家族企业的形式存在,家族企业是民营企业的主要组成部分。例如《财富》500强中家族企业占了1/3,韩国家族企业产出占GDP的比重为75%~80%。改革开放以来,家族企业在我国大陆从无到有、由少到多。目前,家族企业正如火如荼地迅猛发展。我国现代民营企业中,90%具有家族企业性质。2001年,随着太太药业、天通股份、康美药业、用友软件等家族企业接连挂牌上市,没有上市的家族企业无不跃跃欲试,以此为示范。据统计,截至2004年,内地1364家A、B股公司中,国有类占70.97%,民营类占29.03%,而家族上市公司占到民营上市公司的近80%。虽然,目前我国家族企业控制国内上市公司的情况仍不明显,处于东亚各国中较低水平,所占总市值比重也较低,家族企业规模仍然较小。但

是,在过去3年中,家族上市公司占上市公司的比例增长了1倍以上,增长十分迅速。伴随着国退民进的潮流,家族企业上市代表了国内上市公司新的发展趋势。当我国的家族公司通过资本市场走向股市的前台时,人们不禁会问:家族企业为何向往上市?家族企业上市后存在哪些问题?怎样防止这些问题的发生?

## 1 家族企业上市驱动力

国际上的成功经验表明,家族企业公开上市具有许多良好的动机,比如建立声誉品牌、提高国际竞争力等。我们把国际上家族企业的上市驱动力概括为以下几个方面。

(1)突破融资限制。按照“啄序理论”,家族企业控制者并不轻易选择发行新股,因为发行新股必须稀释家族控制权,因此家族企业管理层首先会谋求家族内部融资,家族企业只有在无法对企业发展提供内部融资支持的情况下才会选择公开上市,但也有家族企业宁愿放弃融资机会,也不愿稀释家族控股权。因此,家族企业只有在内部融资受限时才会选择公开上市。

(2)改善家族企业的内部治理。家族企业由家族成员牢牢控制,CEO和董事长都由创业者或者其嫡亲担任,企业完全是创业者的“一言堂”。公开上市后企业容易受到来自

外部股东与证券监督部门的压力,这样就会迫使企业提高管理透明度,改善企业内部治理,建立现代企业制度。

(3)获得声誉资本与社会资本。Marchisio等(2001)通过对74家意大利家族企业IPO(首次公开上市)的调查研究发现,意大利家族企业公开上市的最主要目的是增加其声誉资本与社会资本,其好处是获得较低利率的银行贷款,增加与客户长期合作的可能性,增加企业的知名度<sup>[2]</sup>。这是因为,家族企业成为上市公司后,被迫定期公布财务报告,提高企业透明度,有利于投资者评价企业的发展计划,降低了企业的不确定性。同时,上市公司的股票可以随时变现,从而降低了信用风险,因此,更容易获得银行的贷款。此外,上市公司比较容易获得客户的信任,往往能优先获得重要顾客的定单,从而有利于促进与客户的长期合作。

(4)跨越管理资源的限制。随着家族的代际更替,家族成员越来越多,他们占据的管理位置也越来越多。而大部分家族成员不一定是合格的管理者。家族企业成为上市公司后可以找到合理的借口逐渐将原来不合格的家族管理人员清除出门,吸引新的优秀管理人才来进行管理。另外,下一代的家族成员可能不适合管理家族企业,代际传递难以成功完成。而上市后,吸引优秀职业经理

收稿日期:2005-12-09

作者简介:高雷(1977-),男,上海人,汕头大学商学院特聘教授,德国汉诺威大学博士、研究员,主要从事金融与财务研究。

人的参与更为容易。

由于特殊的制度背景,我国家族企业上市的驱动力除上面列举的国际上普遍存在的几点之外,还有许多独特之处。如转换经营机制,拓展国际市场等。苏启林等(2003)认为我国部分家族企业上市所筹资金并没有按照招股说明书的要求使用,说明资金紧缺并不是普遍存在,家族企业上市的主要目的不是突破筹资瓶颈。他担心上市“圈钱”成为我国家族企业上市的主要驱动<sup>③</sup>。的确,我国家族企业具有通过上市圈钱的条件。首先,家族上市企业普遍建有企业集团,加之我国家族企业已经初步建立了金字塔式的控股方式(上市公司通常是在金字塔的最下端),家族企业上市掠夺小股东收益变得更为容易。另外,控股股东也可以通过影响上市公司的分红政策来剥削小股东,如控制董事会以保留利润为由供控股家族挥霍。最后,也是最为关键的是我国内地保护小股东利益的机制极不健全,没有对上市公司严格监管的有力措施。香港学者郎咸平2002年在“中国上市民营企业首脑峰会”发言道:“由于缺乏严格监管,家族企业不可避免地走向对中小股东的剥削”。以往众多的研究告诉我们,只有在小股东权益保护十分得力的国家,家族企业上市的主要驱动力才可能是改善公司治理。而在小股东保护十分不力和监管不严的国家,家族企业上市的主要驱动力则是“圈钱”。在“圈钱”没有受到法律制裁的情况下,家族企业上市的“圈钱”动机被强化。

除了“圈钱”动机之外,我国家族企业近来纷纷上市还得力于政府管制的放松。就我国早期的证券市场而言,民营企业上市受到很大的限制。我国最初开放证券市场、股票市场的部分原因,是为了解决国有企业的融资困难,早期上市的基本上都是国有企业。后来,中国证监会推行新的不问“出身”的发行政策、市场化导向的监管政策,并结束了上市公司股票发行的行政审批制,引入了核准制,终止了资本市场只为国企脱困及民营企业、三资企业上市受歧视的上市政策,于是家族企业如雨后春笋般纷纷寻求上市。

## 2 家族上市公司现存问题

让有条件的家族企业先上,一定程度上优化了上市公司的质量,对我国资本市场的发展是有利的。不可否认家族企业的公司治理有其特殊效率,比如,在家族式企业中企

业的凝聚力强,决策迅速等。然而,上海证券交易所研究中心最近发布的《中国公司治理报告(2005):民营上市公司治理》以截至2004年底在上交所挂牌的212家民营上市公司为样本,研究了民营上市公司治理机制现状及现存问题,结果发现我国民营上市公司盈利能力和公司治理状况总体上比非民营上市公司要差。而造成这种现象的原因主要体现在公司的治理结构上,民营上市公司大多具有家族企业性质,它们没有良好的内部治理机制,而我国的外部治理机制也不完善。

### 2.1 道德风险问题

自从Jensen and Meckling(1976)以后,因两权分离而产生的所有者与经营者之间的代理问题一直倍受关注<sup>④</sup>。最近La Porta等人的一系列研究把人们的注意力从所有者与经营者的代理问题转移到大股东与小股东之间的代理问题,即大股东侵害小股东利益的问题<sup>⑤</sup>。通过分析27个发达国家中大公司的所有权结构,他们发现家族控制企业在世界各国非常普遍,平均来看,终极家族所有者控制了各国最大20家企业市值的25%,控股家族对企业的控制权往往远远超过他们的现金流操纵权(cash flow rights),控股股东侵犯外部小股东利益的现象在各国非常普遍。

过度分散的股权,会造成股东“搭便车”的心理,对经理人员的监督变得软弱无力,而存在一个绝对控股的大股东,有利于减轻由两权分离带来的代理问题(高雷,何少华等2005)<sup>⑥</sup>。但是随着我国家族企业纷纷上市,上市公司中出现了新的“一股独大”现象,这些控股家族对企业的控制权往往远远超过他们的现金流操纵权。这种新的“一股独大”会带来诸多问题,以至于使得它的好处显得微不足道。

由于家族企业控股股东拥有超强的控制权,其它大股东的制衡作用无法施展,加之控股股东的控制权与现金收益权不对等,这种特殊的公司治理结构蕴藏着严重的道德风险。在家族控股的上市公司中,大股东侵占小股东利益的事情极易发生。首先,控股家族可通过控制上市公司的资产重组、收购与兼并等方式为自己谋利,侵占中小投资者的利益。Bae等(2001)的经验研究证明了成员公司之间的收购与兼并的确可为家族企业谋取私利<sup>⑦</sup>。通常情况下隶属于家族企业

的收购方成员公司在收购其它绩效较差的成员公司之后收益会下降,相反,被收购成员公司的收益却会上升。如果家族控股股东在前者的持股比例较小,在后者的持股比例较大。通过上述收购兼并和财富转移,家族控股股东就能成功地掠夺收购企业外部小股东的财富。其次,家族企业也可以通过关联交易损害中小投资者的利益。郎咸平教授指出,家族企业通过上市公司聚敛财富是一种十分普遍的现象,即家族通过控股上市公司损害中小股东和一般投资者的利益。他认为,控股股东的控制权与收益权不对等,加上亚洲地区司法制度薄弱、企业会计制度不够透明,使得家族企业把处于金字塔底的上市公司的资产通过关联交易运送到上层,或者将上层企业的危机转移到下层上市公司。这些行为都严重损害了小股东的利益。最后,作为企业的绝对控股股东,家族成员可以利用其资金和信息优势,在资本市场上与庄家联手操作,通过披露虚假信息,进行内幕交易哄抬股价,误导市场和中小投资者,从而套取利差,谋取私人利益。随着股权逐渐被稀释,原有家族对企业的责任感会逐渐减退,尤其是当法律监管不严时,这种家族的投机行为更为盛行。

我国的家族式企业上市的愿望是极其强烈的,这一方面是因为家族式企业从银行融资要比国有企业和其它企业困难得多,另一方面也取决于家族领导人(也是企业领导人)视公司财产为家族财产的心态,他们在本能上就要把公司的财富——也是家族的财富——不断积累。此外,家族除了在公司经营上的需要之外,也特别倾心于通过公司让家族控制和支配更多的资产。因此,国内的许多家族式企业具有利用企业上市“圈钱”的强烈倾向。表现为家族企业如何通过上市公司来聚敛财富,对中小投资者掠夺。由于我国股民比较重视短期利益,缺乏持续长期经营观念,加上我国还未形成对中小投资者有效保护的法制机制,市场监管也很不力,更加助长了“圈钱”的风气。

### 2.2 监督制衡缺乏问题

家族上市公司中,很多监督制衡机制形同虚设,这是产生道德风险的重要原因,具体表现在:

(1)家族意志主宰企业。在一个完善的治理结构中,股东会、董事会、监事会、经理

应该相互制约,共同遵守议事规则,但在家族式企业中,董事会缺乏独立性,甚至基本完全依附于家族的意志。同样,家族式企业的监事会成员实际上是由董事会(董事会的背后是家族)聘任,在包括财务监督、审计监督在内的职能发挥方面显得苍白无力,公司监管容易出现极大的“黑洞”。经理一方面是企业的内部人,另一方面与家族之间特殊的私人关系,使这种内部人控制转化为经营者家族控制。正是由于这三方都无法形成对家族的制约,所以造成企业中家族意志盛行。

(2)信息高度集中于企业内部。家族企业匆匆上市后,确实有可能还没有形成一个确保股东知情权的良好习惯,企业家可能会觉得这是对权威的一种挑战,面子上过不去。信息公开,财务透明,说起来容易,做起来难。由于家族式企业市场监管程度小,监控主要来自家族内部,使得企业的运作缺乏透明度,因此,在家族式企业中信息不对称是相当严重的,信息高度集中于企业内部,外部难以通过正常途径得到。

(3)公司董事会决策体现家族经营的意志。家族式企业的董事会虽经股东大会这一选举程序产生,但由于公司股份由家族掌管或家族持有公司较大份额的股份,且公司管理层大多由家族成员担任,结果,董事会成员大多由家族成员担任或在家族提名下推选产生。显然,由此组成的董事会所做出的决策将高度体现家族经营的意志,公司的委托代理关系具有强烈的私人关系色彩。在家族上市公司中,代理方的价值观通常是“为老板”服务,并不是为上市公司的所有股东服务。

(4)缺乏外部制衡机制。通常家族式企业的所有者非常看重公司的控制权,即使家族式企业公开上市后,将部分股权转让给社会公众持有,家族企业本身也会确保公司的股权结构稳定。因此,家族式企业的股权结构无论怎样变化,家族控股的地位不会丧失。例如,在美国的家族式企业中,公开发售股票的公司不足2%,就是这2%的公司中,绝大多数也只会出售其20%到40%的股份,公司最终仍由家族掌握。家族式企业股权结构的稳定性还表现在,除了少数家族内部财产争议之外,公司出现股权之争的现象是比较少的,除非企业经营不善被他人所兼并。因此,外部控制权转移市场对家族控股股东

的监督作用也无法施展。

### 3 对策建议

综上所述,家族企业虽为我国资本市场注入了新鲜血液,活跃了我国资本市场,但其自身也存在不少问题,1998年东南亚爆发的金融危机就是一个很好的教训。随着家族上市公司在我国上市公司所占比例越来越大,我们有必要防患于未然。

(1)改善内部治理。可采取的措施有强力推行所有权和经营权的分离,在投票机制上采取适当保护中小投资者的措施,改变股权结构,提高董事会监事会的独立性等。其中改变股权结构,提高董事会监事会的独立性是改善内部治理的关键。改变股权结构主要是改变家族控股股东“一股独大”的现象,可以采取引入战略投资者(即与公司主营业务相关的法人股东,包括其它家族式企业、外资股东)、机构投资者构造一个多元化、高制衡的股权结构,从而优化家族式企业的治理结构。提高董事会监事会的独立性,则可以引入更大比例的独立董事。我国证监会规定,上市公司董事会成员中应当至少包括1/3以上独立董事。对家族上市公司来说,这个比例可以适当扩大,以更好地发挥独立董事的监督职能。公司章程也可以赋予独立董事在公司重要人事任免、战略投资、财产处置上的特别权力。另外,目前在大多数家族式企业中,企业监事会成员都来自家族的内部或管理层,监事会形同虚设。所以必须引入外部监事,让本公司外部的专业审计人员、会计人员来担任家族式企业的监事,以发挥监事会的独立监督作用。

(2)改善外部治理。家族企业上市并做大后,其最明智的办法应该是切实转变观念和发展、经营的模式,淡化家族制,为中小股民承担起责任和义务。但是,同样一家公司,在开放的香港上市,其不法行为就会受到追究,而在相对封闭的内地证券市场,上市公司负责人的所作所为却能免受刑事处罚。这就提醒我们,无论是改善内部治理,还是转变经营观念,都有一个根本前提,那就是企业所处的外部治理环境(法律体制)得到改善。因此,要从根本上解决家族企业上市后可能存在的诸多问题,使中小投资者的利益能得到切实保护,必须在法律、法规机制的建立、公司制度建设等方面下功夫。要用法律、法规机制来制约家族上市公司的行

为。首先,我们要做到有法可依,目前上市公司的一些行为根本无法用法律来约束。其次,必须做到执法必严,引进舆论监督和集体诉讼制度,形成对家族上市公司的威慑作用。

参考文献:

- [1] 储小平,李怀祖.信任与家族企业的成长[J].管理世界,2003,(6):98-104.
- [2] Mazzola, P., Marchisio, G.. The role of going public in family businesses' long-lasting growth: A study of Italian IPOs[J]. Family Business Review, 2002,(15):133-142.
- [3] 苏启林.家族企业上市驱动力的国际比较与经验借鉴[J].外国经济与管理,2003,(6):15-19.
- [4] Jensen, M., Meckling, W.. Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,(3):305-360.
- [5] 高雷,何少华.中国股票市场及上市公司治理研究[M].上海:上海三联出版社,2005.
- [6] La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.. Corporate Ownership around the World[J]. The Journal of Finance, 1999,(54):471-517.
- [7] Bae Kee-Hong, Jun-Koo Kang and Jin-McKim. "Tunneling" or Value Added? Evidence from Mergers by Korea Business Group[J]. 2001 Mimeo.

(责任编辑 焱 焱)

