

家族企业公开上市驱动力的国际比较与经验借鉴*

苏启林¹, 万俊毅¹, 欧晓明²

(1. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510630; 2. 华南农业大学 经贸学院, 广东 广州 510642)

摘 要: 本文比较分析了家族企业公开上市的主要驱动力, 包括政府政策、金融及管理资源约束、确立新的发展目标、获得社会资本与品牌资本以及改善公司治理等, 并指出其对我们的借鉴意义, 评判我国内地目前家族企业上市的主要驱动力。

关键词: 家族企业; 公开上市; 驱动力

一、家族企业公开上市驱动力国际比较

家族企业公开上市的驱动因素包括很多方面, 不同的家族企业其公开上市的驱动力组合也不同; 同时, 不同国家或地区家族企业公开上市的驱动力在总体上具有不同的地域、文化特征。

(一) 政府政策

政府政策主要包括两个方面: 激励和管制。

1. 政府激励政策 制定旨在激励家族企业公开上市的政策措施的国家非常少, 目前只有西班牙一个国家。由于西班牙马德里指数 80% 是由大银行、保险公司与电信公司等股票组成, 中小企业在该指数中所占的比重非常之低(仅有 1%), 因此, 西班牙证监会(CNMV) 允许家族用一小部分比例的现金控制企业, 并废除了 3 年审计以及最低利润增长率 6% 的要求, 并随后于 1996 年将家族转让股份的免税比例从 40.8% 提高到 95%, 并且对无投票权股份征税的比例封顶于 5%, 以鼓励上市家族企业保留家族控制权。除此之外, 西班牙还废除了对持股 10 年以上的股份课征的资本利得税(西班牙对家族企业的税收优惠程度在欧洲联盟内仅次于英国)。由于西班牙政府制定了一系列鼓励家族企业公开上市的政策, 家族企业公开上市的家数也从 20 世纪 90 年代初的每年 3~4 家大幅上升到现在的每年 10 家的水平。

2. 政府管制措施 英国与美国把敌意收购的监控比例定为 30%, 而德国只有 10%。德国因此可以用相对小的成本来维护家族企业上市后的控制权, 使得家族企业的控制受上市影响较小。而英美则由于存在较高程度的敌意收购, 家族难以确保上市后的控制权; 且美国的

* 本文系国家自然科学基金资助项目(70173045)和广东省自然科学基金资助项目(000587)阶段性成果。

收稿日期: 2003-04-10

作者简介: 1. 苏启林(1971-), 男, 暨南大学管理学院博士研究生;

1. 万俊毅(1968-), 男, 暨南大学管理学院博士研究生;

2. 欧晓明(1958-), 男, 华南农业大学经贸学院教授、博士生导师。

反托拉斯法使得家族控股的法律成本太高,迫使许多家族企业不得不通过公开上市成为上市公司。如美国的摩根家族 19 世纪 90 年代便合伙参与了美国铁路修建计划;20 世纪初控制美国钢铁 50% 以上的股份;1907 年当时美国还没有建立中央银行,合伙向处于破产边缘的 50 家经纪行提供紧急资助;1912 年美国前 5 大银行控制全美 56% 的 GNP。随着 1914 年美国反托拉斯法的实施,摩根家族自然成为打击重点,其家族成员被迫从 30 家公司的董事会辞职,1929 年爆发的经济危机更进一步打击了家族控股,由参议员 Glass 和 Steagall 提出的、旨在分离商业银行与投资银行业务的法案禁止企业进行产业与金融勾结,迫使美国家族企业不得不依靠机构投资者等外部股东的资本,从而加速转变为上市公司,以逃避反托拉斯法的打击。

(二) 融资限制

Narayanan 等人(1988)提出了著名的“啄序理论(Decking order theory)”。按照该理论,由于家族企业内外股东对企业增长机会的信息不对称,因此产生了企业管理层与外部投资人之间的信息差异(information gap),正是这种信息差异导致了外部投资人不愿意投资家族企业。Myers 等人(1984)进一步完善了上述模型。他认为,发行新股对家族企业管理层并不是最佳选择,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,控股家族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,但也有部分家族企业宁愿放弃成本机会,也不愿稀释家族控股权,因此控股家族的偏好也会在很大程度上导致家族企业融资渠道受到限制。

Maherault(2000)在调查了法国 46 家非上市家族企业与 49 家上市家族企业以后,发现法国家族企业寻求公开上市的动机就是要解决融资问题。

当控股家族发现家族企业实际增长因资金问题而低于发展可能性时,必然会设法克服资金不足问题,而克服内部资金不足的途径只能是寻求外部融资。由于外部资金往往偏好股权融资方式,因此家族企业追求发展机会的代价就是稀释家族控制权,即通过公开上市进行外部融资。公开上市会对家族企业的投资策略构成重要影响,即当控股家族可以借助外部融资渠道实施扩张战略以实现其成长。

(三) 管理资源的限制

管理资源的限制也被认为是家族企业公开上市的主要驱动因素之一。管理资源限制分为两类:(1)下一代的家族成员不愿或不能管理家族企业,只有通过公开上市来吸引职业经理人的参与以维持企业的持续发展(Joveniti, 1998)。应该说,这种由管理资源限制生成的驱动力目前还是存在的。如 Greenwald(1993)调查发现,美国 21% 的家族企业主称,自己的子女没有接班的意愿,若加上缺乏能力的接班人比例,估计因受管理资源限制而上市的家族企业占美国上市家族企业的三分之一左右。(2)家族企业的管理权交接过程也是促使家族企业上市的驱动力之一。随着家族的代际更替,家族成员越来越多,他们与家族企业的联系也越来越松弛,因此有的家族成员不愿再保留其股份。家族企业公开上市可以解决股价问题,因为股权交易在一个公开和开放的资本市场上可以按照公允价格随时进行(Perrini, 1999)。

(四) 确立新的发展目标

对于家庭企业来说,确立新的发展目标,迎接日益国际化的生存环境的挑战,也是非常重要的。发达国家有不少家族企业选择公开上市就是为了实现新的发展目标。如西班牙的著名家族酿酒企业 Baron Deley,通过公开上市已经成为西班牙最著名的酿酒企业之一。意大利最大的家族性广播电视公司 Mediaset 积极寻求公开上市,同国际战略伙伴进行合作,抢占数字

与卫星广播市场,因为投资合伙人一般更愿意与上市公司合作。

确立新的发展目标,对于由创业投资公司支持的科技型家族企业的影响则更为广泛,创业投资介入的主要动机在于通过公开上市来方便日后的退出。家族企业的长远发展不在创业投资家的考虑范围之内,因此一旦创业投资成功退出,且其股份由公众收购,确立新的发展目标随之成为重要的驱动力(控股家族也可以回购股份以避免公开上市)。

(五)获得声誉资本与社会资本

Marchisio 等人(2001)通过对 74 家意大利家族企业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驱动力是增加其基于声誉资本与社会资本的竞争优势,这有助于企业主接近外部资源和把握市场机会,并且提高以建立和实施庞大的关系网络为基础的企业家活动能力(表 1)。

表 1 意大利家族企业公开上市前 5 种原因与利益分析

公开上市的原因	公开上市的好处
(1)支持企业成长与发展	(1)提高企业绩效
(2)促进外部增长	(2)增加融资渠道与工具
(3)提高企业形象与地位	(3)提高企业在利益相关者心目中的地位
(4)提高企业知名度	(4)激励对财务与计划工具的优化
(5)接近多元化的金融资本	(5)降低信贷资本的平均成本

资料来源:Marchisio, et al. 2001。

家族企业公开上市在声誉与社会资本方面的好处主要包括以下三方面:(1)在获得成本较低的股权资本的同时,可以获得较低利率的银行贷款。家族企业一旦公开上市,必然受控于政府管制部门与机构投资者,并被迫提高企业透明度,定期公布财务报告,这有利于投资者评估企业的发展计划,降低企业发展受不确定性因素的影响程度。此外,上市公司的股票可以随时变现,从而能大幅度降低信用风险,因此上市家族企业更容易获得银行资本的支持,增加其在金融行业的声誉资本。(2)增加与客户长期合作的可能性。上市公司比较容易获得客户的尊敬与信任,往往能优先获得重要顾客的定单,并且能增进与客户的友谊,从而有利于促进与客户的长期合作。(3)增加企业的知名度。家族企业公开上市可以增加企业的知名度,具体表现在:a. 当企业进行多元化投资时,特别在进入新产业时更容易招募专业管理人才,从而可以增加企业多元化发展的机会;b. 公开上市可以增加其在报刊封面或头版出现的机会,并且通过其与金融机构、大客户、职业经理人以及潜在的产业投资合伙人之间的合作增加声誉价值。

(六)改善家族企业的内部治理

家族企业可以通过公开上市来降低家族的控股比例,稀释家族控股权;同时,公开上市以后,企业容易受到来自外部股东与证券监督部门的压力,这会迫使企业提高管理透明度,从而有利于改善家族企业的内部治理。Jog 等人(1999)发现,IPO 能改进企业内部治理的原因主要包括:较低的企业主所有权比例、经理人薪酬计划、长期营运的历史以及聘用大型审计机构等。

但是,家族企业公开上市对改进治理的作用受到许多因素的制约,特别以所在国家对少数股东权益保护的力度影响为最大。例如,英国从 1720 年制定《泡沫法案(Bubble Act)》开始,强化对少数股东权益的保护。此后对少数股东权益的保护一直是英国政府管制政策的重点,如不鼓励发行双重股票、强化对少数股东的公司治理等。而欧洲大陆国家则在对少数股东权益保护方面做得较少,这导致家族企业公开上市出现两种不同的结果,即在英国优化了公司治

理,而在欧洲大陆则重新强化了家族的集中控股。

韩国、新加坡、马来西亚家族企业公开上市后,公司治理并没有出现明显的改进(Water, 1996)。其原因是,这些国家没有建立保护少数股东权益的机制,使得家族得以通过非上市集团公司来对位于金字塔式控股结构底部的上市公司的少数股东进行掠夺(请参阅本刊 2003 年第 5 期《家族控制权与家族企业治理的国际比较》)。Gadhoun(2000)也观察到加拿大控股家族通过影响上市公司分红政策来剥削小股东,如控制董事会以保留利润供控股家族挥霍。在对小股东权益不加保护的国家或地区,家族企业上市的主要驱动力则是剥削小股东。相反,在对小股东权益加以保护的国家或地区,家族企业上市的主要驱动力则是改善公司治理。

同样在欧洲大陆,Eije 等人(2000)也观察到荷兰家族企业上市后公司治理保持不变的比列大致与改善的比例相当,特别是在公司治理的两项最主要指标——内部社区开放性与分权化决策——上甚至出现一定比例的倒退(表 2)。

表 2 荷兰企业上市前后公司治理改善、保持原样与倒退的比例分布

比较项目	改善	不变	倒退
有效性与效率	52%	48%	0
计划性与公司经营控制	71%	25%	4%
资本预算的慎重性	52%	48%	0
成就(任务)导向型领导方式	44%	56%	0
企业内部社区的开放性	45%	42%	13%
分权化决策	20%	76%	4%

* 上述企业主要为家族企业和创业投资支持型企业。

资料来源: Eije, et al. 2000。

Pagano(1993)的研究表明,当家族企业发现上市收益低于上市成本时,就不愿公开上市。Mayer(1999)的研究也表明,德国的家族企业大约在创立 50 年以后才开始公开上市,而且许多最成功的家族企业不愿意上市,即使公开上市也保留家族最终控制权。

二、我国家族企业上市的驱动力分析

梁静(2002)认为,我国家族企业上市的最主要驱动力有三个方: (1)突破筹资瓶颈,通过介入证券市场,上市民营企业实现了资本的低成本扩张; (2)转换经营机制,大多数企业已开始将经营权与管理权分开,大量引入职业经理人,信息披露的透明度大大提高; (3)拓展国际市场,成熟的资本市场可以为包括家族企业在内的民营企业提供更优越的发展条件。

梁静(2002)对我国家族企业主要驱动力的分析显然有些失之偏颇,具体表现在以下几个方面: (1)家族企业开始发展壮大时遇到的融资限制应该说是全球性现象,但问题首先在于,我国家族企业会不会真正牺牲控制权以换取外部资金和证监会的监督;其次,经过 2 年多甚至更长时间排队上市过程的家族企业是不是真的缺少资金? 答案是否定的,即使在我国尚未建立少数股东权益保护机制的情况下,单一家族控股的家族企业是不会大幅度稀释其家族控制权的,这可以从广东榕泰、康美制药等案例上得到反映。此外,部分家族企业上市后筹到的资金并没有按照招股说明书的要求使用资金,说明资金紧缺并不真正存在。如段洪涛等(2002)观察到,太太药业将筹集到的 17 亿元资金中的 7 个亿用来提前偿还银行贷款以及投资国债。 (2)家族企业公开上市确实有利于转换经营机制,优化公司治理,但根据国际经验,只有在建立起有效的少数股东权益保护机制的情况下,才有利于优化公司治理。目前,世界上只有英美等

少数国家建立了小股东保护机制。大部分国家或地区家族企业上市后即使聘请了职业经理人,也只是形式而已,因为企业主通常是躲在幕后进行操纵。(3)家族企业公开上市有利于拓展国际市场。根据国际经验,家族企业开拓国际市场的前提条件是达到一定的规模以及管理团队的国际化经营水平,而不是在国际资本市场上市。当然,两者也有一定的关系。但是,我国家族企业选择在香港特区和新加坡资本市场上市的主要驱动力,根据前文的分析,显然在于我国内地资本市场对家族企业的“实质性”歧视,而不是拓展国际市场。而对在香港上市的家企业分析表明,它们并没有出现明显的拓展国际市场的驱动力表象。

那么,我国家族企业上市的主要驱动力是什么呢?首先分析我国家族企业公开上市的一些表象,并结合国际经验展开有效的判断:(1)我国内地尚未建立起有效的保护小股东权益的机制,加上上市家族企业及其控股的家族性非上市集团的存在,我国家族企业的上市驱动力至少存在掠夺小股东收益的潜在可能性。(2)我国家族企业已经初步建立起金字塔式的控股方式,而上市公司通常是在金字塔的最下端。根据周宏波等(2003)的分析,我国家族企业也出现了东南亚国家家族企业对银行等金融机构的积极参股现象以及韩国家庭企业对非金融机构积极控股的现象,而上述国家对小股东的剥削程度在世界上是最高的。(3)郎威平(2002)推测了我国家族企业“圈钱”的可能性:a. 在香港上市的内地家族企业 2001 年平均净利润为 26.48%,远高于在新加坡上市的家族企业的 16.00%以及在 NASDAQ 上市的家族企业的 7.65%,甚至高于上海、深圳市场上市的同行业家族企业的 10.45%的水平。但上海、深圳上市的同行业家族企业市盈率 2002 年 9 月 27 日高达 60.41 倍,而在香港上市的内地家族企业市盈率则仅为 22.61 倍。据此推理,可能因为香港上市的市盈率低,所以其净利润率一定要高,而上海、深圳上市的市盈率高,净利润率可以比较低,因此其在两地市场筹集的资金规模差不多。b. 在香港上市的内地家族企业,与上海、深圳上市的同行业相比,净利润率明显偏高。

三、简要结论

本文的研究只是担心我国家族企业公开上市的主要驱动力只是“圈钱”。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,如建立声誉品牌、提高国际竞争力。西班牙政府甚至在经济遇到波折时鼓励家族企业公开上市,以提高西班牙经济的国际竞争力。对我国而言,家族企业 20 多年来一直作为我国制度创新的生力军,理所当然地应该充当提高企业核心竞争力的急先锋,而决不能像某些企业那样以“圈钱”为主要驱动力。改革赋予家族企业以振兴我国经济的重任,国家也开始给予家族企业以应有的政治地位,因此家族企业只有在珍惜这些宝贵的公开上市机会的前提下,以技术创新与制度创新为动力,从根本上提高企业的核心竞争力和国际竞争力,迎接经济全球化的挑战。

主要参考文献:

- [1]Maherault. The Influence of Going Public on Investment Policy: an Empirical Study of French Family-owned Business [J]. Family Business Review, 2000, 13(1): 71-79.
- [2]Marchisio, et al. Family Firms and the Decision to go Public: a Study of Italian IPOs[R]. Unpublished Working Paper, 2001.
- [3]Stewart. Targeting the Family Firm[J]. EuroMoney, 1998, (11).
- [4]Gadhoun. Family Control and Grouping: Possible Expropriation via Dividends[R]. University of Quebec, Working Paper 14-2000, 2000, (8).
- [5]Mayer. Firm Control[R]. Working Paper, University of Oxford, 1999, (2).
- [6]Eije, et al. . IPO-related Organizational Change and Long-term Performance [R]. Unpublished Working Paper, 2000.