

家族企业上市研究及其治理对策

段红涛¹ 李建华²

(1 武汉理工大学 管理学院, 湖北 武汉 430070;

2 中南财经政法大学 金融保险学院, 湖北 武汉 430064)

摘要: 证券发行核准制的实施为我国家族企业的进一步发展创造了难得的发展机遇, 通过发行上市, 家族企业在筹措到巨额发展资金的同时, 又出现了新的“一股独大”现象, 并由此滋生了许多亟待规范和完善的问題。

关键词: 家族企业; 一股独大; 监管

中图分类号: F276 **文献标识码:** A **文章编号:** 1671-6477(2002)02-0166-04

家族企业又称为古典企业, 一般是指同一家族至少有两代人参与一家公司的经营管理, 从而使公司的政策和家族的利益、目标发生密切的联系。家族企业的核心特征是家族所有和家族控制, 即企业所有权和经营权的两权合一。作为企业组织形式中最古老的一种, 家族企业目前仍然是一种具有普遍性意义的企业类型。由私人、家族及民营类企业演变成公众公司非常普遍, 众多举世闻名的大型跨国公司(如微软、福特、杜邦、柯达、通用电气、摩托罗拉等)都是由家族控股。资料显示, 在美国, 有超过40%的公开发行股票上市公司被个人或家族所控制, 43%的欧洲企业与家族关联, 38%的亚洲企业与家族关联。更重要的是, 68%的欧洲企业的主要行政人员来自操控家族的委派, 在亚洲这个比例为57%。

有关国外研究资料表明, 国外家族企业的寿命一般为23年左右, 家族企业能延续至第二代的仅仅为39%, 能延续至第三代的更是只有15%。企业要做到永续的发展, 需要不断地追加资本, 因此, 一些私人企业家开始想方设法使自己的家族企业成为公众公司, 从资本市场获得更为充裕的资金支持和有效的监督, 为企业的快速成长创造良好的外部条件。在国际上, 几乎所有的大家族企业基本上都经历了上市这个过程。

我国的家族企业在经历了初期的快速发展之后, 往往面临艰难的转型和二次创业问题, 而证券发行核准制的正式实施则为家族企业上市融资扫清了政策障碍。2001年上半年, 全国就有5家家族企业上市, 成为家族企业上市最集中的时期。具体情况参见表1。

表1 2001年上半年我国家族企业上市概况

企业简称	上市日期	总股本(万股)	流通股本(万股)	家族控股比例(%)	控股家族
天通股份	1/18	15298	4000	24.90	潘广通父子
康美药业	3/19	7080	1800	66.38	马兴田家族
用友软件	5/18	10000	2500	55.20	王文京(间接控股)
太太药业	6/08	27108	7000	74.18	朱保国家族
广东榕泰	6/12	16300	4000	67.19	杨启昭家族

上市为家族企业的持续发展提供了新的机遇, 通过发行股票, 家族企业不仅能获得巨额发展资金, 增强竞争实力, 同时, 当家族企业成为公众

公司后, 由于受到市场高效率的监督, 也可为家族企业的永续经营创造良好的外部化条件。企业上市后明晰的产权和证券市场灵活的股权交易还能

收稿日期: 2001-12-29

作者简介: 段红涛(1971-), 男, 湖北省武汉市人, 武汉理工大学管理学院博士研究生。

李建华(1971-), 男, 甘肃省镇原县人, 中南财经政法大学金融保险学院讲师。

有效避免家族企业在财产变更和继承过程中可能发生的巨大震荡。

目前,我国家族企业上市才刚刚起步,未来还有更多的家族企业将进入证券市场融资。在看到证券市场为家族企业提供难得的转型与发展机遇的同时,我们也应意识到,由于家族上市企业特殊的股权结构和企业治理结构,其上市后产生了许多需要规范和完善的问题。

一、我国家族企业上市的利弊分析

一般认为家族企业上市以后具有一些非家族上市企业所不具有的优势。首先,实质上的两权合一而形成的特殊的公司治理结构决定了企业对外部信息反映敏感,从而使企业能够根据市场环境的变化迅速做出明确而有效的决策;其次,所有权和经营权的两权合一以及家族成员之间特有的血缘、亲缘关系使家族企业管理者之间一般负担较低的心理契约成本,不用担心企业的经营者对企业进行“内部人控制”而有损企业所有者的利益,因而可以节省委托代理成本而保持企业的高效和竞争力;第三,上市后的家族企业产权往往比较清晰,一般不存在出资人虚置问题,因此,在家族股东追求家族利益最大化的同时也实现了其他中小股东利益最大化;第四,从总体上看,家族绝对控股上市企业能有效地降低其他股东“搭便车”的心理,从而有力地保证了公司的运营效率。

上市是家族企业发展到一定规模的必然结果。然而,家族控股类企业上市后所存在的问题以及由此给证券市场带来的潜在风险也越来越引起了人们的关注。

第一,家族企业上市后呈现出的新的“一股独大”问题为企业带来了巨大的经营风险。目前人们普遍认为国有控股上市公司存在的“一股独大”的股权结构导致了公司法人治理结构不完善,产生了“内部人控制”及大股东侵害小股东利益等弊病。随着家族企业上市公司的不断出现,新的“一股独大”问题也开始显露出来(参见表1)。由于家族股东持有大量的股权,股东之间便失去了相互制衡的作用,形成家族股东对公司的完全控制,这种特殊的公司治理结构蕴藏的风险主要表现在以下三个方面:首先,投资者面临企业决策失误的风险。集中的股权结构必然会导致高度集中的决策机制,在家族成员的综合管理素质跟不上企业上市后规模的增大,并缺乏有效的权力制衡机制,特

别是缺乏有效干预个人错误的决策机制时,企业的决策风险极大。其次,投资者面临家族管理者能力不足的风险。家族控股企业上市后其资产规模急剧扩大对控股家族自身的经营管理能力和素质是一个很大的挑战,对于尚未实施职业化经理经营的家族式企业来说,家族接班人的管理能力对企业的持续发展极为重要。最后,家族内部的矛盾常常会影响到公司的运作。在家族控股企业里,往往是一个家族的亲朋好友都在该企业里担任要职,其人事关系比较复杂。在现实经济活动中,家族企业因利益问题而出现纠纷已屡见不鲜,在募集资金巨大、企业资产急剧膨胀的新环境下,也会出现一个利益重新分割的问题。在一个缺乏透明度的市场,任何纠纷处理得不好,不仅极大地影响上市公司的整体运作,更使其他投资者处于被动地位。

第二,来自家族控股企业上市所创造的资本神话加剧了其他家族企业追求只要上市就可一夜暴富的资本市场负面的敛财效应。目前,已上市的家族控股企业在由私人独资或家族向公众公司转化中,经过原始资产存量的资产评估、溢价发行和上市挂牌交易的三级放大,实现了家族资产规模的急剧增大,人们把这看成是利用上市政策实现“一夜暴富”的典型。家族控股上市公司上市前后整个家族的资产竟发生了几十倍甚至近百倍的增值,家族股份持有人一夜之间身价增加数以10亿元计,股市的财富堆积效应被演绎得淋漓尽致。如用友软件的私人股东就从上市前的5000万个人财产左右(含资产评估增值)增加到上市后50亿的财富,增值高达百倍。私人发起人股东是在资产评估增值基础上以每股1元折价入股,然而投资人按发行价(远远高于面值)所购买的一股股票却与发起人的一股股票享有同等权利。由于家族公司占有的比例一般在20%~50%以上,这就合理合法地把溢价发行中每股 $N(N = \text{发行价} - 1)$ 元所形成的公积金的20%~50%以上占为己有。从某种意义上说,只要首次公开发行(IPO)这一过程完成,就意味着私人发起人手中的原始股增长了 N 倍,即在瞬间由于得到一个上市名额实现了“一夜暴富”。这种家族公司上市引发的财富示范效应已经影响到了目前正在申请上市的其他家族企业,很多私人企业纷纷考虑将原来为申请上市而分散的股权结构重新以私人关联的有限公司或家族方式集中,以期上市后在资本市场上放大套现。这种状况极不利于家族企业向现代公司过渡,

并将使家族企业向现代公司股权结构和治理结构演变的进程放缓。

第三,市场对家族企业股票的盲目追捧加大了证券二级市场的投资风险。我国证券一级市场总体供不应求的状况以及定价制度的不完善导致了公司股票的发行价格较高,普遍存在价格脱离价值的现象。由于发起人的股权获得成本远远低于购买新发行股票投资者的成本,这其中不可避免地存在价值被高估的泡沫,人们完全有理由怀疑企业在未来是否能够给予投资者相应的回报。尽管有些投资者对这些私人或家族控股类公司并不信赖,但是在从众心理或羊群效应的作用下,跟风而动,不去做长期的价值判断,而希望在股价的短期疯涨中尽快获利了结,并把风险转移给其他的投资者。股票价格这个反映企业未来价值的指标和人们的短期化行为之间的不对应给投资者构成了巨大的风险预期。另外,由于“一股独大”的家族上市公司普遍盘子较小,易于炒作,加上这类公司私密性强,利益关系明确,和庄家联手操纵市场的可能性和可行性较大,投资者的短线投资倾向加上庄家的操纵使得这类上市公司股票的股性较活,其价格波动较大。中小投资者在投资这类股票时,确实存在着比较大的风险。中国资本市场正处于过渡阶段,不考虑中国国情而简单以市场化情况下投资者风险自负来处理问题,这在市场形成初期所带来的高风险可能比旧体制的慢性病在瞬间的副作用更大。

第四,家族企业的家族所有和家族控制特征决定了中小股东的权益更易受到损害。家族企业在向公众公司的转化过程中,企业经营决策的科学化、规范化常常与家长制的管理方式发生冲突。如果缺乏观念上和手段上的转变,再加上透明度不够,任何的决策失误带来的不仅仅是企业自身的损失,还侵害了投资者的利益。首先,在家族控股的上市公司中的中小股东在股票发行时以较高的发行价格实现了公司的价值,然而他们得到的股份比例较小,导致其在与公司的大股东谈判时处于不利地位;其次,中小投资者的目的不在于长期投资,而在于进行一种近乎投机的冒险活动,那么,他们就不可能对大股东产生有效的制约,这样就助长了大股东对小股东利益的侵害行为;此外,由于中小股东所持的股份很少,他们更倾向于“搭便车”,对公司经营决策并不关心,这种搭便车的心理,也使他们无法团结一致“对付”大股东,从而使公司管理层的价值取向倾向于大股东权益最大

化,而并非全体股东权益最大化。由于这些原因,被大股东控制的董事会往往能够通过不利于中小股东的决策方案,从而使他们的利益受到侵害。应当指出的是,在家族控制的公司里,中小股东的权益不可避免的要受到损害的这种现象在世界范围内是普遍存在的。

第五,家族股东所控制的关联企业诱发的关联交易可能轻易地转移上市公司的资金,使公司庞大的资源被个人或集体所利用。对于家族性企业来说,可能存在着通过控制上市公司的资产重组、股权交易等方式达到自身最大收益但却损害上市公司利益的行为。在我国已上市家族企业中,除了天通股份之外,其它家族上市公司的家族成员均有另外的实体,多数还是上市公司的关联企业。如果家族成员在占有上市公司的部分股权,但却另外拥有100%的其他实体时,便极为有利于发生关联交易,从而轻易地转移上市公司的资金。目前,由家族成员延伸出来的关联企业无疑成了他们最好的退路。一旦企业处于逆境,要转移资金也就成了轻而易举的事。

第六,家族企业上市后的自我膨胀欲望使得在合理使用募股资金方面存在极大的不确定性。许多家族企业在长期的商业实践中已经习惯了某些并非市场化的手段,证券市场要求的信息公开化、透明化让家族企业在获得巨额的融资后有点不知所措。如作为沪深上市公司中家族控股比例最高的太太药业,其5家发起人股东(均属同一家族)合计占74.18%股权,但是,在募集到17亿元的巨额资金后,并没有完全按照招股说明书的计划投放资金,在短短的一个多月内将7亿元募股资金分别用于提前归还公司部分银行贷款和投资国债。当前,家族上市公司正在逐渐累积的道德风险极易引发突发性的危机。

二、家族企业上市后的治理策略

要从根本上解决家族企业上市所存在的“一股独大”以及由此给证券市场带来的潜在风险问题,切实保护中小投资者的利益,当前应从以下几方面加以完善。

第一,进一步完善独立董事制度。目前,政府已经出台要求上市公司实行独立董事的制度,然而在现有环境和公司法人治理结构状况下,独立董事是否能真正“独立”与“董事”还是一个未知数,目前的独立董事所尽的只是监督与进言的角

色,实际上并不参与管理。因此,为了使独立董事制度能更好地发挥作用,必须赋予独立董事更大的职权,如当前可以考虑在独立董事话事权的设计上实行一票否决制。

第二,引入职业经理人制度,实行家族企业的所有权和经营权有效分离。在此情况下,家族股东可能会担心,由于代理人的收益不直接与股权收益相联系或很少联系,从而引致了所有者与管理者的目标存在分歧,所有者通常以利润最大化(或股东价值)为目标,而管理者则有其他的利益目标,比如高报酬、较低的努力程度、支出偏好、豪华的办公条件等。这种委托代理制度往往会诱发代理人以额外津贴的方式占有公司资源。实际上,在实行委托人对代理人有效监督和法律支持大股东对董事会或经理的诉讼请求的制度下,这个问题是可以得到较好的解决的。从国际上来看,由于有健全的资本市场规则以及相应的职业经理人制度,许多国际化的大公司(比如福特、诺基亚等)的控股家族基本上不插手上市公司的经营管理,而是通过职业经理人的管理以及资本市场的运作来实现家族利益的最大化。

第三,在《公司法》及交易所上市规则中引入“终极所有人”概念,提升市场信息的透明度。从法律上看,家族企业的发行和上市都是在当前法律的许可范围内进行的。但从公司的实际控制权来看,有些公司充分运用了在不同地点注册不同的但却是由同一个私人股东主要控制的私人有限公司的形式来做上市公司的直接发起人,而不是其本人。这使得投资人在投资时仅从招股说明书上并不能了解该上市公司股权结构的真实情况。要使投资者能透过现象看本质,使我国家族企业和

私人上市公司更加透明,应在我国新的上市规则、《公司法》、有关政策以及上市公司相关信息披露中引入终极所有人的概念,这将有利于投资人合理地选择投资目标,并能“揭开家族公司的面纱”看到其本质。这也是目前西方资本市场上为应对资本经济中出现的利用多重控股公司实现资本运作的投机作法的有效监管措施。

第四,加强监管,完善信息披露制度。健全的法人治理结构是证券市场发展的基石,创业公司“一股独大”的股权结构不利于完善法人治理结构并易引发大股东侵害小股东利益。只要监管部门加强监管,完善信息披露制度,规范上市公司行为,“一股独大”并不足惧。在信息披露方面,可以考虑对家族上市公司采取类似针对金融企业、“T”类公司的单独信息披露规则,比如,规定对大股东或者有关联关系的大股东持股超过30%的,要求对经营管理事项及时披露等等。

参考文献

- [1] 郭立宏. 家族管理模式的优势与劣势[J]. 经济管理, 2001, (14): 32.
- [2] 陈凌. 信息特征、交易成本和家庭式组织[J]. 经济研究, 1998, (7): 15.
- [3] 于东智. 股权结构、治理效率与公司绩效[J]. 中国工业经济, 2001, (5): 3.
- [4] 高春涛. 关注上市公司经营者持股[N]. 中国证券报, 2001-06-29(5).
- [5] 王军光. 民企上市: 资本市场一支“新生力量”[N]. 工人日报, 2001-06-24(3).
- [6] 冯均科. 不同产权结构下内部控制效率的研究[J]. 中国工业经济, 2001, (8): 17.

(责任编辑 徐家英)

Research into Family Stock Enterprises and Regulation Countermeasures

Duan Hongtao¹ Li Jianhua²

(1 School of Management, Wuhan University of Technology, Wuhan 430070, Hubei, China;

2 School of Finance, Zhongnan Financial and Law University, Wuhan 430064, Hubei, China)

Abstract: The system of ratification after examining for stock distribution has been carried out. This provides a good opportunity for the farther development of the family enterprises in our country. While the family enterprises finance through distributing stocks, stock monopoly appears, thus producing many problems which need to be solved.

Key words: family enterprises; stock monopoly; monitor