



公司治理  
范博宏 罗绮萍

## 家族企业价值为何 在继承中蒸发六成？

何鸿燊身后，谁来承继衣钵？利定昌猝逝，谁来接掌利希慎家族产业？传承是每个家族企业不能回避的问题，然而，由于后代难以继承先辈的特殊能力与资产，或创办人抗拒改变，香港企业创办人往往近80岁高龄仍未能交班。创业者迟迟不退，可能损害公司价值，以至他们去世后公司股价反会大涨。在继承的长期过程中，家族企业也面临巨大的财富损失，我们对近20年港台和新加坡200间家族企业的研究显示，在继承年度及此前5年，家族上市公司的市值平均蒸发60%。为保证企业所有权与管理权的平稳传递，家族领导人需要及早准备，并遵循五大原则。

企业的“企”字是“人在上”，领军人对于企业本来便很重要，中国企业人治色彩浓厚，家族企业的传承难题更突出。近期香港两位著名企业家何鸿燊和利定昌的健康问题，引发人们对于家族企业传承议题的更多思考。

### 领军者倒下， 家族企业何以为继？

谈到企业传承，“股神”巴菲特有一句名言：“（就像）在2000年奥运会金牌选手们的长子中，选择2020年奥运会的参赛选手。”如果沿用这个比喻，澳门娱乐董事总经理何鸿燊应该算是十项全能的奥运金牌得主。他在政商两界长袖善舞，不仅掌握澳门经济命脉，还身兼

范博宏为香港中文大学会计学院及财务学系联席教授、经济金融研究所所长、财务学系主任，美国匹兹堡大学财务学博士，曾任教于香港科技大学、香港大学，并担任《公司财务期刊》(Journal of Corporate Finance)、《国际金融评论》(International Review of Finance)等国际学术期刊的编委，主要研究领域为公司治理、公司财务与组织经济学，对体制因素如何与公司的会计、财务和治理互动有特别的研究兴趣，并曾担任世界银行、OECD和亚洲开发银行的咨询任务。

罗绮萍为香港资深媒体人，曾任职于《香港经济日报》、《明报》、《苹果日报》及香港财联社，曾访问中国及国际逾百名著名企业家。

全国政协常委，在港澳政坛举足轻重，可以尽情对两地特首候选人品头论足。他言论大胆、一矢中的，一直是媒体的宠儿，同时又不因此影响在内地及港澳的地位，从中也可以管窥一位成功政治家兼企业家传承的超高难度。今年7月底，他急病入院，引来议论纷纷：万一他身故，四房17名子女如何接班？

先看看87岁高龄的何鸿燊倒下之前3周的重大活动表。7月11日，澳门特首唯一候选人崔世安选举问答大会，何鸿燊作为在座最具分量的选委，被数十名记者包围。他当日品评了这位澳门特首唯一候选人，更隔岸议论未来的香港特首候选人，并在这个媒体最关注的时刻，公开质疑澳门政府引入外资博彩企业，造成恶性竞争，宣布将成立澳门博彩业商会。同日，他又以澳门中华总商会名誉会长身份，出席崔世安为中总特别安排的问答会。7月26日，澳门特首选举，由于此前已充分反映意见，何鸿燊化身崔世安最大的支持者，并指不投赞成票的选委将睡不安宁。7月28日，澳门博彩业商会成立，何出任首任会长，他团结包括银河娱乐、永利度假村、威尼斯人等6

家博彩公司的掌门人，矢言要打破业内恶性竞争局面，“有饭大家食”。

此时，横在何鸿燊面前的重要任务还有9月20日的澳门立法会选举，他的“四太太”梁安琪要角逐连任，各方利益需要摆平。频繁活动之下，这位87岁老人终于撑不住了，7月31日因急病入院，至今仍未出院。对于他是病重还是康复中有不同传闻，唯一肯定的是，他不可能再事必躬亲，指点江山，部署的传承计划要加快进行。

何鸿燊有四位太太及17名子女，传承的对象包括“四太太”梁安琪、女儿何超琼及儿子何猷龙，他们目前分掌澳博控股(00880.HK)、信德集团(00242.HK)及新濠国际(00200.HK)。何鸿燊四位太太包括原配夫人黎婉华、正式注册的继室蓝琼纓，还有公开承认的“三太太”陈婉珍和“四太太”梁安琪，后两人在法律上都没有正式妻子身份，所以梁安琪虽是人所共知的“四太太”，但在澳博的招股说明书上并未列出她与何鸿燊的关系。

另外，何鸿燊为了扶持何猷龙接班，也早已作出部署，新濠国际自成一

国,完全由何猷龙主持,何猷龙接受访问时,更说与老父的公司为竞争对手,然而,新濠国际作为澳门博彩娱乐业的新成员,在整体格局中未有足够分量,何猷龙尚远远未能承继赌王衣钵。

我们进行的家族传承研究中,典型的传承问题是后代难以继承先辈的特殊能力与资产。何鸿燊虽然作出部署,但后代的政商能力与他无法比拟,造成江山难以继的困局。接班人仍局限在家族成员之内,也是无奈的选择,因为创办人与企业的特殊资产由外人传承更难。

即便家族企业完成第一代向第二代的交班,在后续经营中也仍然面临向下一代交班的问题。利希慎家族第三代传人利定昌今年10月17日在浅水湾家中猝逝,就使这一家族再次面临继承难题,从而凸显了家族企业传承问题的持续性。

利希慎家族有“铜锣湾大地主”之称,其分支庞大,但后人接班后企业发展步伐缓慢。享年55岁的利定昌,掌握家族上市公司希慎兴业(00014.HK)话语权8年,曾有意大展拳脚,不过进展缓慢,现时改革未竟却已撒手尘寰,令人唏嘘。

希慎曾经公开招聘董事总经理,但一直没有合适人选,如今利定昌离世,公司唯有匆匆委任81岁的独立非执行董事钟逸杰做署理主席,再辅以董事局内三位利家人中监督公司运作。然而这三三位利家人中,50多岁的利宪彬和利干分别有自己的电视节目制作公司和投资公司,年近70岁的利德蓉是一位医生,分身不暇。离开公司两年却经验丰富的利定昌堂兄利子厚顿然成为接任



何鸿燊因病入院后,他部署的传承计划要加快进行。

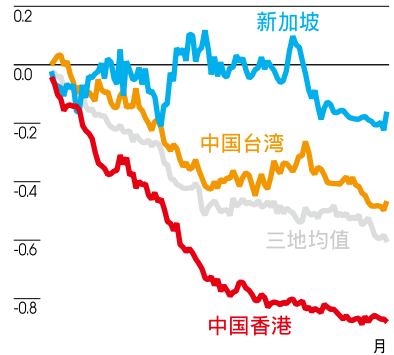
主席的大热人选。

无论在香港还是内地,类似何氏与利氏这样面临传承难题的家族都为数众多,看看香港上市家族已完成及未完成传承的统计,同样教人唏嘘:香港企业创办人往往近八十高龄仍未能交班,部分成功交班但接班人又突然身故的,除利定昌外,尚有华光航业的赵世彭和金源米业的林炳灿等个案,可见家族企业传承确实不易(表1、2)。

### 企业继承过程 近60%市值蒸发

当下一代无力接管企业,或者继承人选未能确定时,传承不力会对家族企业的经营带来严峻的挑战。笔者在香港中文大学进行的一项对近20年来香港、台湾、新加坡200宗家族企业传承案例的研究显示,家族企业在继承过程中都面临巨大的财富损失,在继承年度(新旧董事长交接完成的一年,通常此交接伴随控制权交接)及此前5年、此后3年的累计股票超额收益率平均高达-60%(图1),换言之,股权所有人于企业传承前5年每份价值100元的股权,在传承完成时只剩下40元。相比其他两地,香港近80宗经历传承企业的价值损失更大,高达-80%。

图1:香港、台湾、新加坡企业继承中的财富消散(扣除市场变动后的月累计股票超额收益率)



注: 0-12月为新旧董事长交接的年度; 股票超额回报于交接年度5年(60个月)前开始累计,至交接后3年(36个月)后结束。  
资料来源: 范博宏等《家族企业传承: 特殊资产转让的问题》

为什么家族企业的价值会在继承时蒸发? 其原因有四: 一是创业者无可动摇的地位反而成为继承的一个重大障碍, 即便其表现不佳或垂垂老矣, 都难被替换, 以至公司价值不断减损; 二是存在企业创办人的能力、声誉、关系与其他特殊资产难以转让的问题; 三是家族成员内部存在争夺企业所有权和控制权的斗争; 四是在创办人将离任的预期下, 企业其他利益相关者与家族间发生冲突, 例如继承人与高层员工发生

表 1: 部分已完成传承的香港上市家族

公司	传承年度	创办人	年龄	下一代 (继承人)	年龄
恒基地产 (00012.HK)	1999	李兆基	80	李家杰 (长子)	46
名力集团 <sup>1</sup>	2000	查济民	已故	查懋声 (长子)	66
德昌电机 (00179.HK)	1996	汪松亮	已故	汪穗中 (次子)	58
大同机械 (00118.HK)	1997	邓焜	86	邓焜 (子)	61
大快活集团 (00052.HK)	1999	罗芳祥	已故	罗开扬 (子)	57
乐声电子 (00213.HK)	2000	李志和	-	李源清	62
华光航业 <sup>2</sup>	1998	赵从衍	已故	赵世彭 (长子)	已故
金源米业 (00677.HK)	2000	林曾淑仪	95	林炯灿 (子)	已故
新昌营造 <sup>3</sup> (00404.HK)	2002	叶谋彰	已故	叶维义 (侄子)	50
希慎兴业 (00014.HK)	2001	利汉钊	80	利定昌 (堂弟)	已故
蚬壳电器 (00081.HK)	2003	翁佑	已故	翁国基 (长子)	56
华信地产财务 (00252.HK)	2000	蔡绍华	已故	蔡乃端	57

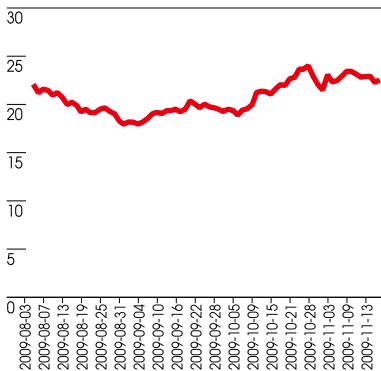
注: 1、名力集团已于2001年私有化; 2、华光航业已于2000年私有化; 3、叶维义已于2007年将新昌营造出售给朱树豪控制的骏豪集团。  
资料来源: 范博宏等研究论文、CLSA报告、webb-site.com

表 2: 部分仍未完成传承的香港上市家族

公司	创办人	年龄	家族成员	现任职务
长江实业 (00001.HK)	李嘉诚	81	李泽钊 (长子)	董事会副主席兼董事总经理
利丰 (00494.HK)	冯国经	64	冯裕钧 (子)	执行董事
东亚银行 (00023.HK)	李国宝	70	李民桥 (长子)	副行政总裁
合和实业 (00054.HK)	胡应湘	74	胡文新 (长子)	执行董事兼董事总经理
大新银行集团 (02356.HK)	王守业	69	王祖兴 (长子)	执行董事
创科实业 (00669.HK)	Julius Pudwill	65	Stephan Pudwill	执行董事
澳博控股 (00880.HK)	何鸿燊	87	梁安琪 (四太)	执行董事
信德集团 (00242.HK)	何鸿燊	87	何超琼 (女)	执行董事兼董事总经理
新濠国际大 (00200.HK)	何鸿燊	87	何猷龙 (子)	董事会主席兼董事总经理
电视广播 (00511.HK)	邵逸夫	102	方逸华 (妻)	董事会副主席兼董事总经理
银河娱乐 (00027.HK)	吕志和	80	吕耀东 (长子)	董事会副主席兼执行董事
理文造纸 (02314.HK)	李运强	66	李文俊 (长子)	执行董事兼首席执行官
富豪酒店 (00078.HK)	罗旭瑞	65	罗宝文 (女)	执行董事
香格里拉 (亚洲) (00069.HK)	郭鹤年	86	郭孔演 (次子)	董事会主席兼首席执行官
利民实业 (00229.HK)	黄乾利	74	黄文显 (子)	董事会副主席兼执行董事

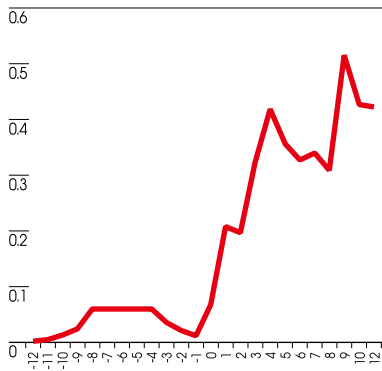
大注: 何猷龙虽已于2006年接任现职, 但舆论普遍认为何鸿燊未完全交班。资料来源: CLSA报告、webb-site.com

图 2: 利定昌离世消息刺激希慎兴业股价上升



资料来源: Wind资讯

图 3: 丽新系股票在林百欣 92 岁去世前后扣除市场变动后的日累计回报



资料来源: 范博宏等研究论文

冲突,以及继承人与原材料或资金的供应者之间缺乏信任。我们在此先讨论第一点: 创业者迟迟不退出会如何损害公司价值。

创办人迟迟难以退出企业经营,一方面缘于找不到合适的继承人。通常,家族企业的继承人会在创办人的子女(并且多数情况下是儿子)中选择,受到很大的局限,加之中国内地实行计划生育政策,继承人有时几乎没有选择的余地。家族企业和其他企业很不同,有限的选择机会会妨碍企业的专业化和持续发展,无以为继甚至成为一种常态。即使面临很多选择机会时,继承人的选定还是有很大难度,因为选拔人才具有高度不确定性。因此,扩大继承人的选择范围并兼顾血缘,是民营企业必须深思熟虑的长远大计。

当然,创办人的不卸任,也可能是因为其对改变的抗拒。常见的情况是,经商环境改变了,但有些创办人仍然沉浸在控制企业的自我享受与过去成功经验带来的成就感中。现在企业经营越来越国际化、越来越开放,若不愿改变既有做法,过去的经营管理经验又不一定适用,就会导致企业新的环境下出现经营问题,而企业的其他高层通常很难对创业企业家的地位作出挑战。创办人这种抗拒改变的作风对公司股价会产生负面作用,在他无力继续掌权或者死亡之前,公司股价会持续滑坡,直到因其垂老而勉强完成继承,企业经营状况得到改变时,才会止跌或回升。一些更为典型的案例中,甚至出现创办人或掌门人死后公司股价大涨的情形,利定昌即是一例。

## 为何大股东讣闻发布后, 公司股价竟创新高?

在利定昌离世消息传出后的第二日,即10月19日,希慎兴业股价不仅未受管理层变动影响,更创下2008年金融海啸后的高新,报22.7港元,升3.41%,较去年11月的低位10.6港元升达1.14倍(图2)。这一方面反映了股市预期希慎在新人继承后业绩会好转;另一方面,也显示市场对利定昌的经营方式和过往表现不认同。

利定昌被委任为希慎主席之初，曾力图一洗公司保守形象和改变其以收租为主的发展策略，并定出十年发展大计，包括投资80亿港元翻新铜锣湾3-4栋物业，在区内兴建“无烟城”，修建行人天桥连接各大厦及铺设无轨电车在区内行走等。然而，从现在的情况看，他的努力并没有实现，至今希慎只翻新了礼顿中心、希慎道一号及利园二期商场等物业，而利定昌最重视的铜锣湾兴利中心重建项目，要到两年后才完成，至于“无烟城”更是未见踪影。当然，作为家族企业，利定昌的改革步伐受到了家族内部因素的阻碍。据传，建于20世纪初的利舞台戏院之所以迟至1991年才拆卸重建，就是因为家族长老的阻挠，原因是这位长老每年都要到此看戏，要等到他去世后才能动手。庞大家族企业的特性固然束缚了利定昌的经营，但他的经营表现不如人意却是不争的事实，这也为希慎股价在其去世后的上升埋下了伏笔。

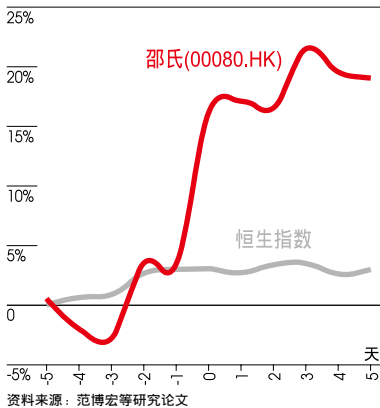
无独有偶，香港商人林百欣2005年去世后，其旗下丽新系公司股价亦大涨将近50%（图3）。2006年，邵氏兄弟（原00080.HK，2009年3月私有化）行政主席邵逸夫因病入院时，公司股价也大幅上涨，反映公司急待变革（图4）。最近，高龄102岁的邵逸夫宣布，将于2010年1月自他一手带大的TVB退休。国外研究也有类似发现，斯罗文（Slovin）和苏什卡（Sushka）通过读《华尔街日报》新闻发现，那些上市公司大股东的死亡对公司股价有显著的正面影响，是好消息；并且死者的股权越大，新闻发布时公司的股价涨幅越大。

为什么公司股价伴随创办人的离世而大涨？上述研究发现，大股东离任后，企业被兼并的可能性提高，而兼并一方往往有能力经营，这会反映在创办人死亡后的公司股价中，显示了股市对并购后企业业绩改善的预期。这种情况在香港也有发生，但中国香港、内地和美国的市况不同。香港的并购市场并不活跃，转让成本高，要找到愿意收购的企业家不容易，只有由自家人勉强经营。而内地除了有管制方面的因素，一些民营企业的资本来源不甚清晰，也使



最近，102岁高龄的邵逸夫宣布，将于2010年1月自他一手带大的TVB退休。

图4:邵氏在邵逸夫2006年因病入院前后扣除市场变动后的日累计股票回报

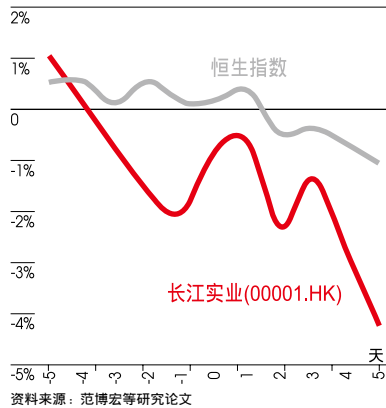


其很难找到买家，导致创办人去世了也未必能改变现状。

当然，并非所有高龄创办人的离任都有利股价。2005年，77岁的香港长江实业集团创办人李嘉诚因病入院时，长实股价大跌（图5），市场明显认为，没有任何继任者可以继承李氏的特殊能力与资产。我们也有理由与论据证明，大部分成功企业创办人的卸任，对企业是个重大的打击。

尽管如此，传承仍是每个家族企业不能回避的问题。如何保证企业所有权与管理权的平稳传递，阻止家族

图5:李嘉诚2005年入院前后长江实业扣除市场变动后的日累计股票回报



内部权力斗争，同时又防止外人趁火打劫，保持企业正常经营与发展，需要家族企业的领导人总结经验，及早准备。我们的研究显示，要让家族企业继承更顺利，一些需要注意的原则是：降低创办人对于改变的抗拒；发现和保存企业的核心价值；保存创办人的声誉资产，并提升公司的治理水平；尽早做传承计划；在企业中推进职业化与标准化。对此，我们会在今后的文章中进一步分析。

对于本文内容您有任何评论或补充，请发邮件至 [xincaifu@p5w.net](mailto:xincaifu@p5w.net)。