



公司治理  
范博宏 梁小菁

# 企业永续经营， 如何设计股权

台塑集团在世代交替中持续发展，是王永庆对企业传承精心规划的结果。要完成“永续经营”的股权设置，必须先判断企业应否由家族成员继续管理并控股，一旦肯定，股权设计的要点就是避开各种路障，如利丰集团那样因家族股权分散干扰企业发展，东亚银行那样因股权稀释成为狙击对象。而如纽约时报一般，家族可以通过金字塔控股、交叉持股与双重股权等方式兼顾控股与融资，不过这亦要付出家族企业股票折价的代价。

中国自改革开放以来，出现了不少白手兴家的传奇故事，然而，对那些成功的企业创办人来说，接下来的难题是如何使辛苦建立的企业王国在自己退休后能持续发展。股权设置，则是永续经营的重大课题。

## 王永庆怎样做到“永不分家”、“永续经营”

被誉为台湾“经营之神”的台塑集团创办人王永庆于2008年10月辞世，享年92岁。他没有留下遗言，但留下了一个庞大的企业王国及巨额遗产。出生于贫苦农村家庭的王永庆，童年生活非常艰辛，他凭着坚强的意志，于1954年与弟弟王永在创办台塑集团。兄弟二人合作无间，跨过了创业初期的重重障碍，带领台塑经过50多年的发展与扩张，成为如今台湾地区最大的工业集团、第二大的民营企业，并且是世界最大的石化生产商之一，在台湾地区控股10家上市公司，包括4家核心企业，俗称“台塑四宝”。

王永庆生前并没有立下遗嘱，以他

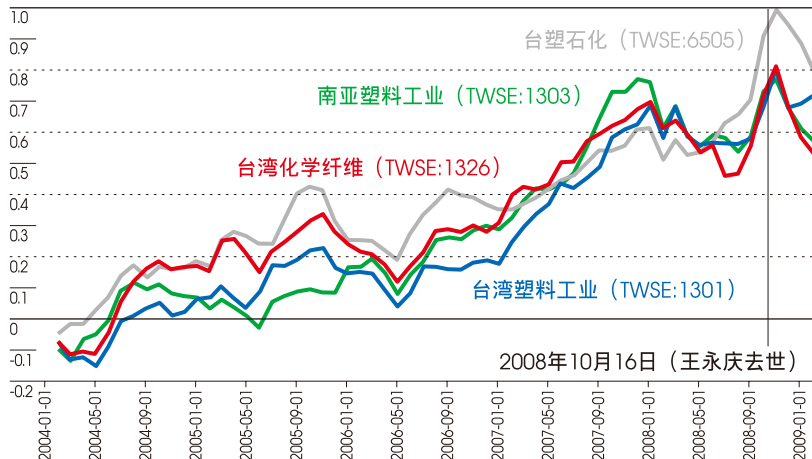
范博宏为香港中文大学会计学院及财务学系联席教授、经济金融研究所所长、财务学系主任，梁小菁为香港中文大学会计学院博士研究生。

细密周全的性格，此举乍看令人不解：难道他没有想过家产及企业股权传承的问题？王永庆共有3房妻室、12名子女，三房之间关系疏离，第二代成员分散各地，家族内斗的危机四伏，要顺利接班相当困难，但王永庆在世时却屡屡强调“永不分家”、“永续经营”。而在过去几年世代交替的传承过程中，台塑集团不但持续发展，旗下上市公司股价还稳健上扬（图1）。与多数家族企业在传承过程中的价值消散相比，台塑实属异

数。然而这绝非侥幸，而是创办人王永庆对企业传承精心规划的成果。

除了悉心栽培子女成材、设立职业经理人与家族成员共治的七人决策小组外，他还设计了一套有助于“永不分家”与“永续经营”的股权体系。早于1976年，王永庆以捐赠台塑股权的方式，以父亲之名成立长庚纪念医院。长庚医院是“台塑四宝”的主要股东，由于“台塑四宝”彼此交叉持股，并以金字塔结构控股其他下属企业（图2），王永庆

图1：台塑集团旗下企业月累积超额收益率（2004.2-2009.2）



成功地将王氏家族对台塑集团的控制权集中于长庚医院内。

长庚医院作为财团法人公益基金 (Charitable Foundation)，依台湾地区法律，其董事会由家族成员、社会贤达和医院专业人士组成，各占 1/3 席位。要想获得台塑集团的董事席位，必须获得长庚医院理事会中 2/3 以上家族或非家族理事的同意。但由于理事会中的社会贤达一般与王永庆家族有密切的关系 (表 1)，还有那些对企业经营不熟悉的医院专业人士也多数倾向支持医院的捐赠者，因此，王氏家族后人虽然无一有显著的集团股权，但透过长庚医院的法人股权与理事会的支持，对台塑有稳固的管理及控制权。

长庚医院理事会也负有选贤与能的职能。家族成员争权难免，但无人能在缺乏理事会绝对多数支持下获选为决策小组成员，或成为集团旗下企业的领导。除了长庚医院，王永庆还设立了公益信托 (Charitable Trust) 来处理财产，避免子女在继承中因争产而影响“永不分家”与“永续经营”的目标。

王永庆去世后，台塑集团虽然失去



图片来源: www.icpress.cn

王永庆设计了一套有助于“永不分家”和“永续经营”的股权体系。

了精神领袖与经营领航员，但营运和业务没有受影响，也没有任何高管离职。家族成员虽然繁多，争产内斗却不算严重。王永庆与台塑集团的案例非常值得其他家族企业借鉴。

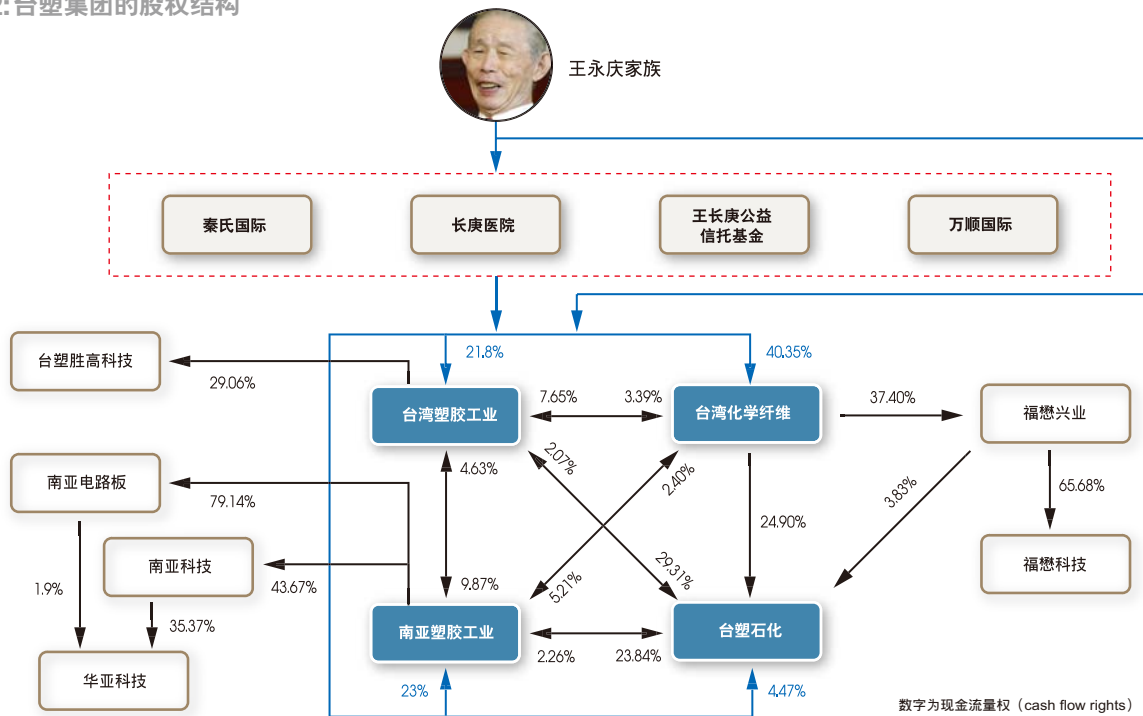
### 利丰与东亚银行：家族股权分散的困境

要像王永庆那样进行“永续经营”

的股权设置，必须先决定企业的最佳治理模式。班纳德孙-范氏模型可以协助我们解答两个针对于此的基本问题，从而作出判断：一是企业是否应由家族成员继续管理；二是企业是否应由家族继续控股 (图 3)。

第一个问题的答案取决于企业是否有重要的特殊资产而使家族成员成为最适合的传承者；而企业所有权是否

图 2: 台塑集团的股权结构



集中于家族，则取决于企业所在地与行业的体制局限，例如市场管制、税制、产权保护力度、官员质量等。体制路障越大，所有权越应集中于家族，借以巩固家族经营权，并使家族对企业的成败有更大的担当。但是企业所有权的集中，往往有许多困难，需付出代价。而家族企业所有权的集中更显困难，因为家族本身往往成为股权集中的路障。家族成员的人数、健康情况、和谐程度、主观意识等，都影响家族对企业的股权集中度以及家族经理人对企业的控制与经营效率。

一旦体制环境与资产性质决定了企业应由家族所有，企业股权设计的要点就是预期未来可能的路障，并设法避开它们，减低它们对企业“永续经营”的威胁。例如家族因世代交替成员日益繁多，可能导致股权过度分散，家族成员股东，特别是参与企业经营家族成员间的纷争便容易严重干扰企业的经营发展，家族股权稀释后也容易使企业成为外部投资者狙击的对象，我们看看利丰集团和东亚银行两个案例。

**冯氏家族股权分散，利丰集团无奈退市整顿。**已有100年历史的利丰集团(Li and Fung)，由冯柏燎和李道明于1906年在广州创立，并于1937年将业务移至香港，主要从事消费品贸易。后来李道明退休，将全部的利丰股权卖给冯氏家族。随着冯柏燎的逝世，家族第二代的冯慕英、冯丽华、冯汉柱等接手利丰业务，在他们的领导下，利丰成为香港最大出口商之一。在上世纪70年代初，冯氏家族的第三代继承人冯国经和冯国纶自美国留学回港加入利丰，并在1973年成功将利丰股票于港交所上市。要实施专业的管理方式，兄弟两人认为利丰必须现代化，然而往内一看，过百名员工中几乎没人拥有大学学历，尤有甚之，员工受贿情况严重。冯氏兄弟想改革，不但在员工中遭遇严峻阻力，在家族中亦缺乏支持，障碍重重。冯氏家族到了第三代，股权已经分散到35位堂兄弟姊妹手中，家族成员间的矛盾日趋严重，争拗不断。家族成员中，也有部分已无心于企业生意，转投法律界、教

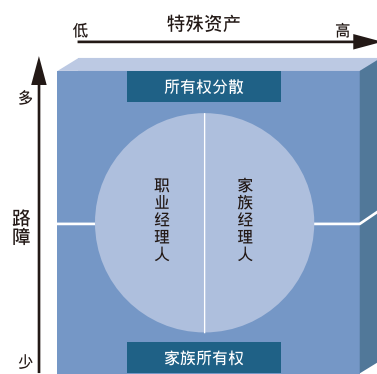
表 1:长庚医院董事会的 15 席构成

王氏家族成员	王永在 (主席)
	杨定一 (王永庆三房长女王瑞华之丈夫)
	王瑞瑜 (王永庆三房次女)
	王瑞慧 (王永庆三房三女)
	王贵云 (王永庆二房长女)
专业人士	王正仪 (长庚医院云嘉分院院长)
	陈昱瑞 (长庚医院委员会主席)
	杨丽珠 (长庚医院副主任)
	陈敏夫 (长庚医院林口总院院长)
	黄美娟 (长庚医院桃园分院院长)
社会贤达	王金树 (台塑公司最高顾问)
	杨兆麟 (台塑企业总管理处总经理)
	吴钦仁 (南亚塑胶董事长)
	何既明 (南文文教基金会董事长)
	吴德朗 (长庚医院决策委员顾问)

表 2:东亚银行配股后的股权结构

股东名称	原有持股量	配股后的持股量
CRITERIA	9.81%	14.99%
国浩集团	8.01%	7.34%
三井住友银行	1.91%	4.05%
中银香港	4.90%	3.84%
李氏家族合计	8.15%	7.48%
李国宝	2.49%	2.29%
李福全	1.84%	1.69%
李国星	1.83%	1.68%
李国章	1.23%	1.12%
李国仕	0.76%	0.70%

图 3:班纳德孙-范氏 (Bennedsen-Fan) 模型



育界及文艺界发展。由于冯国经和冯国纶当时没有关键的股权，难以对企业作出必要的改革及整顿，因此二人下定决心，在80年代末将企业股票退市，向其他的家族成员收购股权，将股权集中于兄弟二人手中后，再将企业于90年代初上市，家族事业才得以发展至今，成为消费品物流供应链的全球龙头企业。

**李氏家族股权稀释，东亚银行遭遇阻击。**东亚银行(The Bank of East Asia)为香港历史最悠久的华资银行，由简东浦、李冠春、周寿臣和冯平山等华商于1918年成立。上世纪30年代，东亚银行的股份开始在香港股市买卖。自1984年李国宝的堂叔父李福和接替简悦强后，东亚主席一职一直由李氏家族出掌。年届70岁的李国宝现为东亚主席兼行政总裁，他退休后是否由其两名公子李民桥(现任东亚总经理兼企业银行主管)及李民斌(现任东亚总经理兼财富管理主管)继任还未敲定。李氏家族在东亚的股权非常分散，董事成员持股合计不足9%，李国宝的持股量亦只有2.9%，成为被狙击目标不足为奇。2009年，持有马来西亚丰隆集团的富豪郭令灿透过旗下于香港上市的国浩集团连番增持东亚股权至8.1%，与单一大股东西班牙CRITERIA银行只差1.3%。控股权争夺战还未正式展开，东亚便宣布向关系深厚的CRITERIA及三井住友银行配售新股，三井住友持有东亚的股权由1.9%增至4.05%，CRITERIA的持股量则由9.81%跃升至14.99%，大幅抛离第二大股东国浩被摊薄后7.34%的持股水平(表2)。李氏家族利用定向配股的安排，最终成功抵御国浩的狙击。

香港利丰集团与东亚银行在家族股权分配给日益众多的家族成员而被稀释后的困境与为脱困所付出的重大代价，说明了股权设计是家族企业长期巩固经营权的重点。家族股权世代相传，必须有一套可以被长期遵守且执行的股权分配制度，否则，家族很难避免股权在传承中逐渐分散而导致的斗争困境。王永庆与台塑集团的案例提供了一些线索：财团法人、信托基金、金字塔与交叉持股都是可供选择的股权机制。

## 纽约时报的经验： 如何兼顾控股与集资的需求

家族股权被稀释的另一个常见原因，是因资金的需求必须向外集资。这在资本密集型企业中是常有的问题，传媒业中的纽约时报集团即是如此。

纽约时报(The New York Times)由亨利·J·雷蒙德和乔治·琼斯于1851年创立，到1896年由阿道夫·奥克斯买下接办，之后一直由奥克斯家族经营。1935年奥克斯去世，其女婿索尔兹伯格接过时报发行人的大印后，将业务进行了扩张。由于技术设备的更新需要大量资金，奥克斯家族决定向外部投资者进行股权融资。为了避免丧失时报的控制权，奥克斯家族设置了双重股权(Dual-Class Shares)及家族信托基金机制，以降低在集集中股权被摊薄的影响。奥克斯家族虽然只有约两成纽约时报的股权，但绝对控制时报的经营权，原因是奥克斯家族所设立的信托基金握有九成纽约时报B类股，这些B类股有较A类股高的投票权，使得奥克斯家族在时报董事会中握有七成的席位；并且，家族信托基金内的股权在基金设置时按阿道夫·奥克斯的遗愿，规定在其妻子与所有子女谢世前不得转让出售。由于这一转售限制，纽约时报的控股及经营权在过去百年间紧扣于奥克斯家族手中。

家族控股对纽约时报的最大意义是，家族得以长期坚持时报新闻报道与评论的立场、风格与质量。在过去近百年间，纽约时报的记者得到超过30次普利策新闻奖，2010年又在上年独揽5个奖项之后，再次斩获国内新闻报道、解释性新闻和调查性报道3项大奖。

## 股票折价： 复杂控股结构的代价

企业家虽然可以透过股权设计集中对企业的控制，传承企业的特殊资产，发挥其优势，兼顾融资的需求，带给家族、投资人及其他企业相关者较好的回报，不过，每种股权设置都有不容忽视的代价。

笔者之一与郎咸平教授等合作者于2002年在美国《财务学期刊》(Journal

of Finance)上发表的对东亚3000家家族企业股权结构的研究，率先发现股权金字塔、交叉持股或双重股权等复杂的控股结构通常伴随股票折价，说明企业股权融资的成本较高。投资人对这类股票打折扣，因为这些控股结构将企业经营权集中于家族大股东，而投资人预

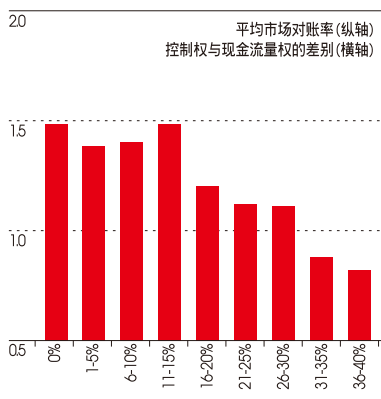
塔式控股，可将家族对企业的控制权推高过20%，假如家族的控制权被推高至60%，那么控制权与现金流权之间的差距就是40%。在此情况下，此企业的股票折价(以企业市值与账面值比计)高达近50%。

但是，金字塔控股、交叉持股与双



李氏家族在东亚银行的股权非常分散，李国宝的持股量亦只有2.9%，成为被狙击目标不足为奇。

图4:东亚家族企业的公司估值及控制权与现金流量权的分离程度(1996)



期大股东在与他们有利益冲突时可能以家族利益优先，甚而不惜损害投资人利益。股票折价的程度与家族股权中的控制权和现金流量权(股利权)的分离程度成正比(图4)。例如，家族以金字塔控股方式拥有20%的股权，代表家族有20%的相应现金流量权，但是金字

重股权这些控股方式，对于企业家在有限的资金下集中股权非常有效果。企业家必须权衡这些控股方式的利弊，作出最佳的股权设置决策。

中国内地的民营企业大部分股权集中于创业企业家个人，将来控制股权如何设计交接是很重要的问题。均瑶集团在创办人因病逝世前将控制股权均分为三，赠与创办人的儿子与两位亲兄弟，这预示将来股权继续在家族内分散甚而售予外人的可能。与此推论一致的观察是，均瑶已聘用非家族经理人管理企业，走向标准化而非特殊化的企业方向。福建的福耀玻璃创办人曹德旺，欲将个人控股股份转移至公益信托基金，这意味着创办人有让家族永续经营的心愿。这些已发生或即将发生的企业股权安排，是否因应企业特殊资产、家族情况与体制局限所作的最佳设计，仍有待深入研究观察。

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)。