



公司治理
范博宏 梁小菁

家族信托， 并非完美的股权设计

以家族信托基金控股企业有利有弊，其利在于可以有效集中股权、适当降低遗产税，但其中部分设计也可能阻塞解决家族争端的出路，并导致家族成员吃大锅饭的问题，为此，创立人必须完善信托的治理机制。

家族如何设置股权机制以有效控制企业，是家族企业永续经营的重要课题。通过慈善基金会、家族信托基金等机构控股企业的模式如今颇为流行，然而，这些看似专业化的做法其实并不是万灵药或放诸四海皆准，企业家必须考虑家族、企业与环境等多方面因素，权衡得失后再作决定。

慈善基金会的多重功能

近年中国民营企业掀起了成立慈善基金会的热潮。2009年3月，福耀玻璃(600660)董事长曹德旺宣布，捐出家族所持福耀玻璃股份的58.8%（约占公司总股本的29.5%，市值约35亿元），成立河仁基金会。曹德旺表示，基金会能代替他行使福耀玻璃大股东的权责，并且可以通过高抛低吸投资股票，但基金所持福耀玻璃股权的上下浮动范围不能超出入股时比例的10%。

更早创立的老牛基金会，则由牛根生在2005年捐出家族名下价值10亿元的蒙牛乳业(02319.HK)股份（约占公司总股本的10%）成立。这些股份的所有权属于基金会，牛氏家族成员不能继承，但可以透过基金掌握股份的表决权

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。

并出任蒙牛的重要职位，如董事长。至于股利收益，在牛根生有生之年，51%归老牛基金会，49%归其个人；之后则100%归老牛基金会，其家人只领取相当于京沪穗三地平均工资的生活费。不过，蒙牛如今已被中粮收购，以慈善基金控股企业的设想已不存在。

河仁基金会、老牛专项基金等企业家捐资成立的机构，除发挥企业家回馈社会的慈善功能、有助家族与企业树立良好形象外，还因为机构名下的企业股权不得或不易转让或出售，对家族长期控制企业有关键性的作用。

家族信托基金 也可紧锁企业股权

除了慈善基金会外，不少企业家以家族信托基金(family trust)控股企业。信托是一种财产法律关系(图1)，委托人(settlor，即财产所有人)将信托财产(trust property)移转予受托人(trustee)，受托人依照信托本旨为受益人(beneficiary)的利益或特定的目的管理或处分信托财产。信托可分为公益及私人两种，其主要分别在于受益人的不同。公益信托的受益人为不特定的大众，而私人信托则为私人的利益而设。

大多数的家族信托都是私人信托。因属私益性质，家族后代可根据委托人

设下的分配法则获取信托股权收益，保障自己的生活，而不像在公益信托与公益基金会下，家族成员会丧失股权的收益。当然，家族也可以通过家族信托开展公益事业，进行慈善活动。更重要的是，委托人常常在信托契约或意愿书中设立家族财产不可分割和转让或信托不可撤销的条款。因此，家族信托也有紧锁企业股权的功能。不少香港家族如长江实业的李嘉诚家族、恒基的李兆基家族、新鸿基地产(简称“新地”)的郭氏家族等，都使用家族信托来控股企业。

在中国内地，家族信托亦开始被引进。例如，1997年成立的雅居乐集团，原本由陈氏兄弟分别持股，陈卓林和陈卓贤为集团主席及副主席；陈卓雄、陈卓喜和陈卓南三人为执行董事和高级副总裁；陈卓林夫人陆倩芳为联席总裁，她在雅居乐的人脉关系中非常重要，有报道指她出身中山名门，主要负责雅居乐的营销。为完成2005年12月赴香港上市的目标，陈氏家族将集团业务进行了重组，于2005年7月在开曼群岛成立了雅居乐地产(03383.HK)，并将分散的家族股权集中后注入一间名为Top Coast的投资公司，以其作为陈氏家族信托的受托人，陈氏五兄弟及陆倩芳为其受益人。目前，Top Coast仍拥有雅居乐地产60.8%的股权，为其第一大股东，能直接参与股东大



会和董事会的决策。陈氏家族透过家族信托实现了股权集中。

信托堪称保护家族无形资产的重要机制。以家族信托控股企业的主要优势，是可以有效集中股权，帮助家族后代维护家族与企业的特殊资产。家族的核心理念、政商关系等特殊资产，与创办家族难以分割，家族成员必须积极参与企业管理，才能发挥这些资产的潜在价值。假若家族事业拥有价值甚高的特殊资产作为其竞争优势，那么无论从创办家族还是其他企业相关者的利益看，都应该由家族成员继续经营，家族可以通过家族信托紧锁企业股权；反之，家族经营的必要性低，此举的益处就很少。

信托节税效益有限

我们常听到家族信托的优点是节省遗产税(estate tax)，那么，税务专家为我们量身打造的家族信托的节税效益有多大呢？

在一些高税率的国家如美国，遗产税率可以高达45%，如果遗产在企业生前转移至家族信托，的确可以免缴遗产税；但是，在财产转移至家族信托时，需缴付赠与税(gift tax)，而美国的赠与税率跟遗产税率一样，可达45%。当然，人们可以选择每年进行小额转移(每年1.1万美元以下的转赠是免税的)，这对小家庭而言是可行的，但对于需转移巨额财富的家族而言并不实际。

不过，家族信托在节税方面也并非一无是处，家族财产一旦放进家族信托内，家族成员就会丧失法律上的所有权(legal ownership)，日后再也不用缴纳遗产税，长远而言，这还是比将财产代代赠与划算。中国香港已于2006年废除遗产税，所以家族信托企业股权已没有节税的作用。内地目前没有遗产税及赠与税，但将来不乏开征这些税项的可能，家族同样可以通过家族信托使财产免受日后税务政策改变的影响。

家族信托的两大副作用

虽然家族信托正被越来越广泛地使用，但它并不是完美的股权设置工具。其中的部分设计不仅可能阻塞解决

家族争端的出路，还会引起类似吃大锅饭的问题。

家族和谐，是家族企业成功的基石，亦是家族信托成功的前提。企业股权的设置，必须考虑其是否有助于解决纷争，促进或恢复家族和谐。由家族成员直接持股，家族成员间可由股权转让解决纷争，内斗总有机会停止；反观家族信托

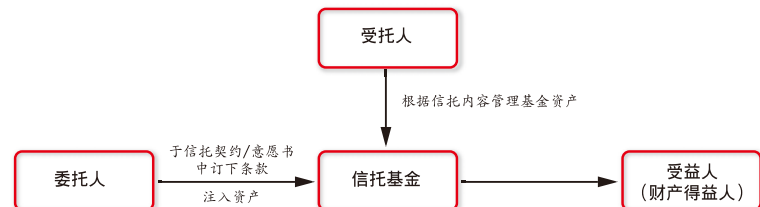
出面制止争端，事件才暂告停歇。至于未来如何避免可能的家族争执再次影响公司运作，减低当初捆绑式控股机制的设计对家族事业的不利影响，仍有待郭氏家族继续努力。

难以解决家族纷争之外，家族信托也可能导致家族成员对企业竭泽而渔。一般而言，当经济资源由社区成员共有



香港恒基的李兆基家族使用家族信托来控制企业。

图 1: 信托的概念架构



这类机构的规章，往往会明文禁止股权转让，从而阻塞甚至封闭了这一出路，并且，要把信托基金解散相当困难。新地郭氏兄弟的纷争便凸显了这一问题。

郭氏家族以信托基金的形式持有新地的42%股权，郭邝肖卿女士及其三个儿子是基金受益人。有报道指，新地创始人郭德胜当初成立信托基金，是希望三个儿子共同进退，所以定下条款“股份不能卖”。若真有一事，三兄弟就不能以分家来解决争端。在此僵局下，三兄弟为了新地控制权而闹上法庭，纠缠多时，新地股价大幅下挫，直至其母

时，成员们倾向于争先恐后把它据为己有，以争取最大的个人利益，由此导致的最坏情况是资源被过度使用，过早耗竭。这好比湖里的鱼是湖边人家共有的资源，但居民们倾向将它们尽量尽早捕获，担心慢人一步渔获就少了。人同此心之下，由于过度捕捞，未来的居民子孙便会无鱼可捕。类似的情况也可能发生在家族信托的资产上。信托的资产，包括家族企业，为现在以及后代家族成员共同拥有，但现在的家族成员可能倾向尽量以各种方式提早提领其中资源，却忽略企业长远的发展。当家族成员越来越多时，

这种竭泽而渔的情况便越见严重。

由此可见,家族信托的负面影响不容轻视。也许家族结构比较简单、成员比较少时,情况尚可控制,但当家族愈大、受益人愈多时,信托所产生的“官僚架构”就会成为一个负累。我们对216家香港上市家族公司的控股机制及其业绩表现的研究表明,其中1/3的企业以家族信托的形式控股(表1),而它们的业绩并不比家族成员直接持股的企业好。

更值得关注的是,在家族成员众多及容易发生摩擦的关键时刻,家族信托控股企业的业绩明显较差。如当企业面对财务困境时,家族成员直接持股的企业价值平均为1.02

(用托宾Q值计算,即企业的股票市值与账面净值之比),但以家族信托控股的企业价值只有0.74;当企业经历金融危机时,由家族成员直接持股的企业价值平均有0.97,以家族信托控股的企业价值只有0.87(图2)。

另外,当家族经历多代、结构较为复杂时,以家族信托控股的企业相比之下股利发放较多,用以扩大资产及提升服务效率的长期投资支出却较少,员工人数及销售的增长亦较慢(图2)。统计结果显示,这类企业的股利发放率高达62%,而由家族成员直接持股的企业只有43%。至于资本支出与公司市值的比例、员工人数及销售额的增速,由家族成员直接持股的企业分别为11%、12%及15%,明显高于家族信托控股企业的9%、6%及13%。

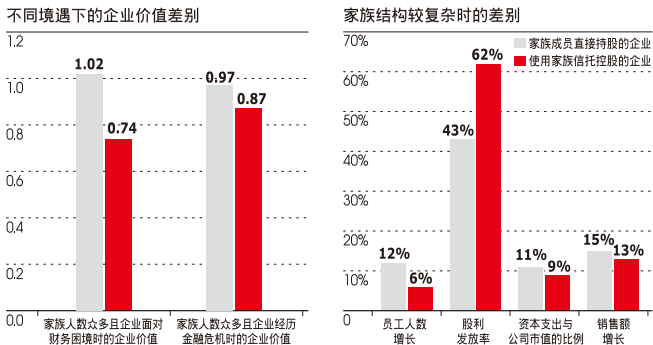
如何完善信托治理

要避免家族信托企业股权所伴随

表 1:部分通过家族信托控股的香港上市家族公司

公司名称	家族代表
长江实业 (00001.HK)	李嘉诚
恒基地产 (00012.HK)	李兆基
新鸿基地产 (00016.HK)	郭德胜 (已故, 其妻郭邝肖卿现任主席)
华人置业 (00127.HK)	刘銮雄
英皇国际 (00163.HK)	杨受成 (其妻陆小曼现任主席)
恒隆集团 (00010.HK)	陈启宗
利信达集团 (00738.HK)	李子彬
大新银行集团 (02356.HK)	王守业
东方海外国际 (00316.HK)	董浩云 (已故, 其次子董建成现任主席)
东方报业集团 (00018.HK)	马惜珍 (其子马承坤现任主席)

图 2:216家香港上市家族公司中,家族成员直接持股与使用家族信托控股企业的差别



的两大问题,必须在信托内设置有效决策、监督与调解纷争的治理机制。目前家族信托的受托人一般为银行,其主要功能只是托管财富及分配信托资产所带来的收益,并无积极的治理功能。有些家族甚至委托家族成员充当受托人,更增加了信托治理的风险,信托资产被某些家族成员掏空的疑案时有听闻。

例如,旗下拥有堡狮龙国际(00592.HK)的香港罗氏集团创办人罗定邦于1996年成立了一个信托基金,以其次子罗蜀凯为受托人,其孙女罗颖怡则是其中一名受益人。罗颖怡于2008年入禀法院,指罗蜀凯没有向她提供该信托名下物业和财产的全面和准确数据,且未交代这些资产的状况和下落,并指罗蜀凯于1996年已拿走罗定邦遗产中时值约2.9亿元的公司股份、现金及物业等。

要降低信托治理的风险,我们建议在信托内设立受托人委员会(board of trustee)除了家族各方代表外,委员会亦

应包括家族以外的专业人士(如税务会计、资产管理及法律专才)与立场中性的社会贤达,以充分发挥平衡利益、调解纷争、监察决策与资产的作用。委员会更需选贤与能,聘任合适的企业经理人,建立与执行家族成员参与经营的规章,同时维护没有参与经营的家族受益人的利益。当然,委员会还可以协调家族成员各尽所能(如担任董事、投入公益事业等),以维系并发扬家族声誉、理念、文化等特殊资产。非家族中立人士在委员会内应占明显比例,有一定任期,并有实际的投票决策权。若只请家族成员和好友担任委员,委员会将有名无实。

不过,严重的家族冲突还是难以由受托人

委员会解决。其实,家族信托创立人可以考虑容许信托基金在特定情况下解散或将信托财产转让。美国索尔兹伯格家族信托基金便是一个例子。这一信托控制着《纽约时报》的大部分特殊表决权股份,共有30名受益人及8名家族受托人。其条款中列明,倘若得到8名家族受托人一致同意,信托基金内的股权便能够转让,包括给非家族外人。这一规定至少可以让受益人能在严重的家族分歧时有机会将资源重新分配,使家族事业不至于陷入长期瘫痪甚至最终倒闭。

归根到底,在建立控股性质的家族信托时,创立人不应盲目从众或一厢情愿,必须深入分析信托对家族与企业的长远影响,谨慎权衡利弊,并以配套的治理机制促进信托发挥正面功能、削减负面影响,达成家族和谐永续经营的目标。

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