



公司治理
范博宏 俞欣

应否上市： 企业家的艰难决定

是否公开上市，对于许多企业家是一个艰难的决定。一面是融资所带来的机遇和资产流动性增加所带来的增值，另一面是从家族式管理向民主透明治理机制转型可能带来的冲突，在企业成长与控制权之间，企业家应如何权衡？

硝烟仍未散尽的国美电器大股东与职业经理人之争，令上市家族企业控制权的考量成为公众关注的焦点。风起云涌的资本市场，一夕之间可以造就亿万富翁，也为企业突破资金的限制提供了更多机遇，因此，上市成为不少民企孜孜以求的目标。然而，随着融资规模的不断扩张，企业家的股权自然会逐渐稀释。

根据一项对数百家日本家族企业的追踪研究，原始股东在上市初期平均会保留35%的控股权；在上市后的10年内，家族股权会下降到不足20%；20后再降至10%；40年后降至7%。换句话说，日本的家族企业上市后，家族就会逐渐出售持股，不再绝对或相对控股，甚至不再位居第一大股东（图1）。

但环顾包括中国在内的亚洲其他地区，家族企业即便上市，也仅释出少量的股份，家族往往长期绝对控股企业。这不禁让我们怀疑，股权融资并不是这些企业上市的主要原因，至少它们对释出股权有很大的顾虑。

范博宏为香港中文大学财务系教授、经济金融研究所所长，俞欣为南京大学商学院讲师、中国风险投资研究院研究员

企业成长与控制权之间如何权衡，是已经上市或准备上市的企业家们必须考虑的重要问题。

从黄光裕与李嘉诚 看上市融资的正负效应

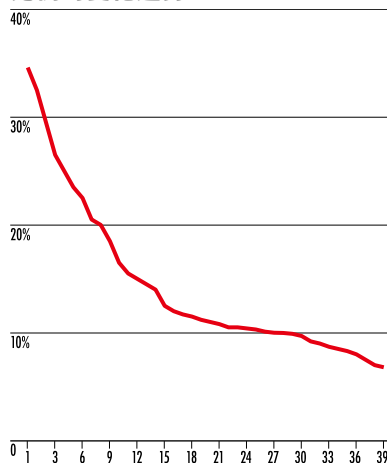
长寿的家族企业大多没有上市。根据《家族企业》杂志(Family Business Magazine)的调研，目前还在经营的最古老的家族企业是日本的法师温泉旅馆(Hoshi Ryokan)，创建于718年，距今约有1300年的历史，现在正由家族的第46代子孙经营。

这一调研覆盖的100家最长寿企业中，仅有3家股票公开上市，而且排名都比较靠后。也就是说，几乎所有的现存最古老的企业都选择了远离股市。但是，这带来的一个后果就是融资渠道有限，仅仅依靠家族的投入，企业很难做大，因此，最长寿企业的另一个共性就是规模小。很多榜上的企业仅雇佣不到15人，在资本和经营上都依赖家族成员。由此不难得知，资本、规模、人才的优势与家族控制权间的权衡，是企业上市与否的考量要点。

国美电器(00493.HK) 2004年

在香港借壳上市前，主要通过浮存资金与银行贷款的组合满足扩张的资金需求。国美一贯采用的竞争策略是尽力压低上游供货商的价格，取得成本优势，从而以低价吸引消费者。与此同时，又利用缓期付账的方式占用供货商货款，进行短期融资；并利用现金销售、拖欠供货商货款、由供应商承担各类门店管理及促销费用等方式带来的现金浮存，迅速扩张网点。根据分析，国美每家门店的资金投入需4000万元(含贷款)，其中，通

图1：日本家族企业中，家族持股比例的变化趋势



过资金占用及各类收费回收可以提供3500万元,剩余的500万元资金缺口则由银行贷款填补。而银行贷款的条件可能比较苛刻,还要受政策性因素的影响,令公司容易有资金链断裂的风险。

上市则为国美的收购扩张创造了条件。2004-2006年间,国美通过股市融资26.5亿港元,加之其继续利用浮存资金(8.2亿元的开店费用中,浮存现金累计贡献了4.5亿元),国美门店数量急速增加,2006年底收购永乐后,其门店进一步激增到近800家。当然,股市融资也不断稀释了创始股东的股权,黄光裕家族的股权从2004年刚上市时的75%逐步下降到51%(图2)。2007年到2010年9月底,国美继续通过类金融运作获得25亿元资金,资本市场融资41亿元,黄光裕家族的股权也被稀释为33.98%,虽然依旧是大股东,但是外部大股东的存在可能威胁其控制权。

与银行贷款、类金融资金有短期到期的风险不同,在证券市场发行股票、可转债所募集的资金可以由企业长期控制。上市后的国美多次发行巨额的可转债为快速扩张提供低风险的资金,但是,一旦债券转为股份,就会导致股本的稀释。依

靠资本市场融资进行扩张的财务政策,是以控股股东丧失绝对控制权为代价的。2010年9月,贝恩资本将所持15.9亿元可转债转股,占有国美9.98%股权,黄光裕家族的股权降为30.65%(图2)。

股票公开上市的代价不只是控制权的稀释。在中国,公开上市融资的成本非常高昂。笔者在一项研究中发现,1993-2001年间,公司公开上市的首日回报平均高达241%,显示公司在一级市场出售股票的价格被严重压低,换句话说,企业在IPO招股时以非常便宜的价格出售了股票。而在美国,1990-1998年间的首日上市回报平均为15%,即使在互联网泡沫的1999-2000年,这一回报也只有65%;互联网泡沫爆发之后的2001-2003年,迅速回落到12%。近年来,虽然中国在IPO定价方法上多有改进,但是首日回报率依然居高不下,2005-2009年间的IPO首日回报率平均依然超过100%。

真正成功的上市集资,条件之一是以符合企业价值的价格发行股票。而高企的首日发行回报率,显示股票发行价远低于企业价值,其实可能反映企业家与投资银行没有作好定价的工作。我们更不应将企业偏高的首

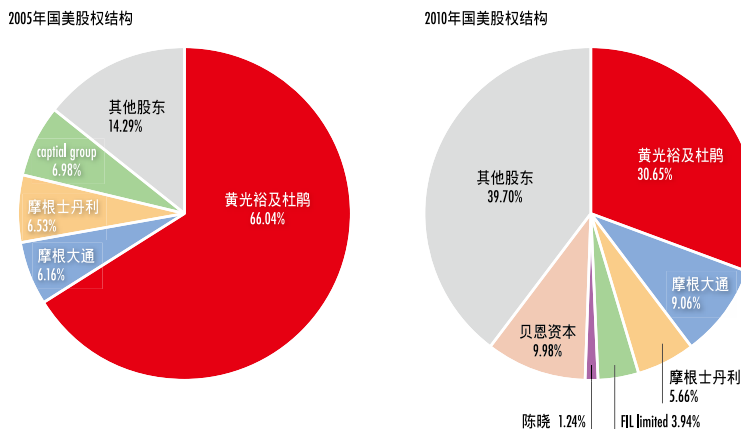
日发行价当作好兆头,而要看企业未来长期的股价如何变化。除了需要折价出售股票外,很多民企还因上市额度及上市资源稀缺,而需要付出一笔可观的成本才能获得上市资格。

更为重要的是,企业家与家族大股东关注的长期利益,可能与外部股东对短期绩效的关注相冲突。民营企业看企业可能不仅是看到未来的三年,而是看到下一代接班;而外部股东可能更关注公司的业绩有没有持续增长,有没有战胜市场预期,进而可以逢高出货。甚至经商能力受到广泛推崇的李嘉诚,也不免受到这种冲突的影响。

李嘉诚早在1999年就开始打造3G王国,在迅速卖掉欧洲市场庞大且利好的2G网络Orange公司后,斥资百亿美元购买了欧洲七国的3G牌照。然而,巨额投入并没有立刻带来丰厚的回报,相反,和记黄埔(00013.HK)的3G业务几乎年年亏损过百亿港元,2004年亏损更高达375亿港元。因此,李嘉诚的决策受到了媒体和投资者的广泛诟病。从和记黄埔2003年1月到2009年12月的7年累计超额回报看,如果一个投资人在此期间持有和黄股票,那么相对于恒生指数,其亏损约为50%(图3)。

然而长期来看,很难说李嘉诚对3G业务的投资是否错误。到2010年上半年,和黄3G业务的亏损已收窄到9.98亿港元,与此同时,内地三大运营商在3G业务上的竞争愈演愈烈,美国的3G业务也迎头赶上,特别是苹果公司热卖的iPhone 4等3G手机的上市,更促进了3G用户的迅速增长。在这一趋势中,3G增值业务走在世界前列的和记黄埔,2010年1月以来一直获得正向的超额回报,特别是8月在中报中披露3G业务即将扭亏的信息后,其累计超额回报率更超过了40%(图3)。

图2：黄光裕家族持有的国美股权逐步被稀释



东方海外与太子奶债台高筑的启示:债务不能替代股权融资

如果民营企业不满足于利用自有资金的渐进式发展,就得考虑融资。既然上市有丧失家族控制权的危险,那么,债务融资是否更优的选择?

西方研究曾发现,企业股票上市因受市场与政府多一层的监督,间接有助于提升企业债券的信用。上市之后,由企业或大股东持有的股票可以成为有价的担保品,这些都有助于企业的债务融资。

一般而言,债务融资比较适于行业成熟、经营稳定的企业,而不适于高风险、高成长或行业周期显著的企业。上世纪70年代船运业极其兴旺,香港船王董浩云决意大举扩张,收购海外船运公司,并定制大吨位船舶。但可能是担心控股权被稀释,他控股的东方海外没有依赖股权融资,而是大幅举债,以致资产负债率一度高达83%,不幸在80年代航运业陷入衰退时,企业盈利不能负担沉重的负债带来的巨额利息支出,使东方海外陷入债务重组的境地。近期,曾经是中国乳酸菌奶饮料龙头企业的太子奶,利用银行贷款进行大规模的固定资产投资,后来在债台高筑下破产。

债务融资还会限制企业的资本性支出,错过宝贵的投资机会,影响企业的发展速度。2000年,李泽楷利用贷款“蛇吞象”式收购香港电讯,使新成立的电讯盈科背上巨额的债务。由于债务超出电盈的支付能力,接下来的若干年,李泽楷在电盈的操作主要是减债,此外并无更多创造价值的建树。过高的债务杠杆,使企业的现金流都被挤占用于偿债,影响了正常经营扩张,企业竞争力不断降低,处于高增长行业的电盈不但没有增长,相反业绩下滑,经营惨淡。

从这些先例我们可知,债台高

筑可削弱企业的成长力与风险承受度,反而加大企业家丧失控制权的风险。因此,债务不能替代股权融资,而必须小心权衡两者的利弊。

民企上市的妙处

既然有种种负面效应,为何仍有民企前赴后继要求上市?

首先,准备上市的过程是一个明晰产权的过程。民企在创业初期,大多依赖家族成员的努力,基于血缘关系的凝聚力有着至关重要的作用。当企业发展起来后,随着资产和财富的积累,不清晰的产权分配会影响家族成员的积极性,如果不及时

图3:随着3G业务的发展,和记黄埔的累计超额回报率由负转正



厘清,甚至可能造成家族成员反目成仇,企业分崩离析。准备上市的过程是厘清家族成员产权分配一个很好的时机。

其次,上市是企业制度化建设的过程。典型的民营企业一般都是创办人说了算,而上市公司需要建立企业制度,建立董事会对经理层进行监督和约束,同时为企业发展把握住大方向。笔者采访的先声药业(SCR.NYSE)董事长、CEO任晋生就认为,先声药业上市时组建的

董事会减少了创办人对企业的绝对控制,为保证企业正确决策起到了重要作用(详见2010年11期本专栏文章)。上市还有助于引进职业经理人,设置与企业绩效挂钩的薪酬与升迁等激励机制,提高企业发展的可持续性。

百度与复星:加强控制权的股权设计及代价

当决定股票上市后,企业可以采用股权金字塔、交叉持股或双类股等股权设置,在达成融资目的同时巩固控制权。百度就是国内第一家也是目前唯一一家采用双重股权制来加强创办人控制权、预防敌意收购的企业。

百度在纳斯达克上市前,借鉴了谷歌(Google)的双重股权设置,将股票分为A、B两类,在美国股市新发行股票为A类股,而所有原始股为B类股。向外部投资人公开发行的A类股,每股只有1票的投票权;上市前原始股为B类股,每股有10票的投票权。这两类股票享有同等的派息和出售所得分配权。B类股可以按照1:1的比例转换成A类股,而A股却不能转换为B类股。不过,一旦外部非关联方收购百度的原始股,该股份将立即从B类股转为A类股(附表)。如此一来,百度创始股东仅需握有小比例但高投票权的股票,便可有效控制上市后的企业。

通过这样的股权设置,百度既获得了需要的资金,又使创办人的控制权得到了保障。同时,即便其他方收购了绝大部分原始股,也无法在董事会拥有足够的表决权。

不过,双重股权在中国资本市场是不被许可的,另一种被广泛采用的金字塔式股权结构也可以有效保护创办人的控制权。根据复星集团在2009年年报中披露的部分股权

结构(图4),郭广昌以45%的股权控制了复星国际(00656.HK) 78.24%的投票权,更以22%的股权控制了复星医药(600196) 49.03%的投票权。通过控制集团内非上市公司股权的金字塔层级机制带来的控制权的放大,使外部人难以通过收购上市公司的流通股撼动其绝对控股的地位。

通过双重股权制或金字塔式股权结构,使控制人以较少的现金流撬动较大的实际控制权,副作用是在与外部小股东有利益冲突时,控制人可能专断地牺牲小股东的权益。基于可能被掠夺的预期,外部股东自然不愿意以高价购买这种股票,因此,这会提高企业的集资成本。所以,民营企业为加强创办人控制权的同时,也要采取措施降低外部投资人对于大股东掠夺小股东的担忧,以降低股权融资成本。这便需要家族化管理的民企经历一系列的变革。

其中最重要的一项准备工作,是企业家观念的转变。上市意味着企业需要接受外部股东和市场的约束,否则,企业家还是一人发号施令,拒绝任何对个人权力的约束和监督,会使公司的各项治理机制形同虚设;个人的权威还会导致不透明的信息披露,降低投资者对企业的信心。

当企业家的观念转变后,其他的准备工作就变得容易多了。企业运作体制化、透明化;引进外部人才,建立公司治理机制;企业经营操作、决策过程制度化,这一系列的变化都是为了约束个人对企业的影响,提高企业的透明度,增强对公众投资者利益的保护,提高公众投资者对企业的信任。

上市有利于企业家退出

是否所有的创办人都热衷于维护对企业的控制权?也不尽然。开篇

提到的日本家族企业控股权的下降,一部分是融资稀释的被动结果,另一部分也是主观选择的结果。上市是创办人及其家族退出企业的一个不错途径。上市的股票价格是企业资产的一个客观定价,使家族卖出企业股份时少了很多定价上的争议。上市的过程还可引入将来可能是企业购买者的战略投资者,通过向其配售较多的份额,使家族将来出售控股股权更为容易。

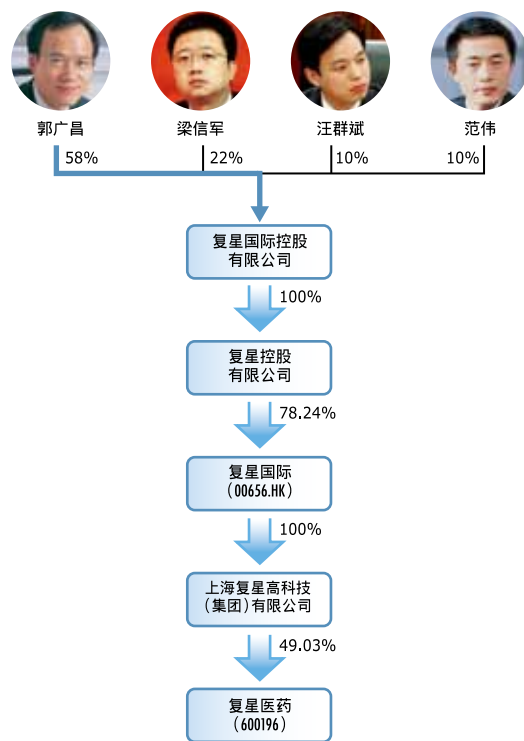
另一方面,上市后的民企还可以引入职业经理人,创办人及其家族无需纠结于企业的日常经营。美国及欧洲的家族企业经过几代传承,很多都退出了企业的经营,只保留少量的所有权。更有甚者,家族甚至可以退出对企业的大部分所有权而保留对企业的控制权。丰田家族从上世纪90年代中期就一直聘用职业经理人打理企业,目前家族只持有丰田汽车2%的股权,在今天的召回事件引发质量信誉危机后,丰田家族第三代传人丰田章男才临危受命,再度执掌丰田汽车。

公开上市对民企来说是一个重要的决定。一方面是获得巨额资金所带来的机遇和资产流动性增加所带来的增值,另一方面是从企业家一人说了算的家族式管理向采纳民主、透明治理机制的现代公共型企业转变可能带来的冲突和矛盾。同时,过多

百度的双重股权设置

	A类股	B类股
分配方法	IPO时公开发行	IPO前的原始股
利润分享	同等	
投票权	每股1票	每股10票
转换权	不能转换为B股	可以自由转换为A股

图4: 2009年复星医药股权结构



过快地依赖资本市场融资会稀释企业家及其家族的股权,甚至威胁到其控制权。这些都是民营企业需要深思的问题。

破除此疑虑不难。首先考虑企业是谁的?若要上市就要先接受企业是家族与社会共有的观念。这是一个很大的转变,若企业家执意认为企业是家族的,投资人只来分享我的利润,那么,企业上市后会有数不尽的矛盾,并为此付出大的代价,可能得不偿失。

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