



范博宏为香港中文大学财务学系教授、经济金融研究所所长。



张天健为香港中文大学经济金融研究所研究员。

## 股票上市与家族企业传承： 周大福与镛记酒家的经验

周大福上市与镛记酒家不上市的经验显示，当家族及公司均较为复杂时，宜选择上市。上市未必就是为了套现，将家族资产上市甚至整体资产上市有助于厘清资产内容与价值，降低以股权转让解决家族纷争的交易成本，对家族及企业起平衡、梳理、监督作用。毕竟，基业长青才是家族企业的长远目标。

范博宏 张天健/文



图：宋熙 / www.icpress.hk

2011年12月15日上午9点半，86岁的郑裕彤目不转睛地盯着港交所内的电子大屏幕，其麾下最有价值的资产——周大福珠宝集团(01929.HK)正式挂牌上市，总市值近1300亿港元，是不折不扣的巨型企业集团。

郑裕彤生于广东顺德，是香港珠宝、地产大亨，旗下的新世界发展(00017.HK)已在香港上市40年。周大福由周志元于1929年创办，1956年传给女婿郑裕彤。80余年来，周大福成长为中国最大的珠宝零售商，但一直都是私人公司，此番上市对郑裕彤的重大意义可想而知。

开盘后，郑裕彤忍不住站起来望着屏幕。遗憾的是，周大福股价一度冲高后，迅速跌破发行价。彤叔一言不发，活动尚未结束便匆匆离去。郑裕彤曾说周大福上市是“割爱”，但投资者似乎并不“爱”，为何还要“割”呢？

### 周大福为什么上市？

一般来说，上市自然是为了融资。但招股说明书披露数据显示，过去3年周大福现金流与总资产比率呈升高趋势

年届86岁的郑裕彤，和许多企业家一样，最担心的无疑是如何交班。



图片来源: www.icpress.cn/

据悉,长孙郑志恒(左)是郑裕彤钦点的周大福接班人,而郑志刚将会掌管新世界。

(图1),周大福并不缺钱。或许中国内地业务的扩大需要更多资金?但郑家表示,“公司也好,店铺也好,回本很快,根本不需要那么多现金”,“新股集资过多现金回来,对公司不一定最有效率”。可见集资并非周大福上市的主因。郑裕彤长子郑家纯强调,“上市是我们的心愿”,究竟是什么心愿呢?

众多媒体纷纷关注周大福上市后,郑裕彤能否超越李嘉诚成为华人首富。郑裕彤素有“鲨鱼胆”之称,或许有和李嘉诚一搏高下的想法。但他本人似乎对上市颇为反感,曾表示“上市很麻烦”,“不喜欢”披露太多。况且恰逢全球股市低迷,选择此时上市并非冲击首富的最佳时机,周大福上市后李嘉诚仍稳坐头名也在情理之中。所以,成为首富应不是郑裕彤的最大心愿。

郑裕彤今年86岁,比李嘉诚还大3岁。和许多企业家一样,郑裕彤最担心的无疑是如何交班。1989年,长子郑家纯接班新世界集团,但几年之内就导致公司债台高筑,郑裕彤被迫复出。继承人不力是一个问题,但若有太多得

力继承人也有隐忧。如今,郑家第三代已纷纷进入公司(图2),当中不乏得力干将,大有在未来全面接班之势。另外还有多位旁系亲属在周大福任职,例如郑裕彤的两名侄子郑锦标及郑锡鸿分别任非执行董事及董事会名誉顾问,郑裕彤兄长郑裕伟亦担任周大福董事会名誉顾问。众多郑家人参与企业经营,尽管为企业解决了人力资本不足的问题,但复杂的利益冲突问题也相伴而生。

不但家族复杂,郑氏商业帝国更加复杂(表1)。简而言之,郑裕彤家族企业集团可分为周大福及新世界两大分支(图3)。除了周大福集团,新世界集团是郑裕彤家族控制的另一巨型集团,其规模与周大福无分轩輊。两集团各自又有复杂的结构。以刚上市的周大福珠宝集团为例,资

图1:周大福现金流与总资产比率

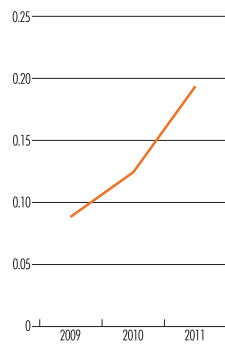


表1:周大福、新世界的公司规模

	2011年	总资产(港元)	营业额(港元)	市值(港元)	雇员人数
周大福		29,048,700,000	35,042,500,000	135,000,000,000	22,357
新世界		229,115,400,000	32,882,000,000	56,380,000,000	45,000

图2：郑裕彤家谱(有删减,主要包含在公司任要职的直系亲属)

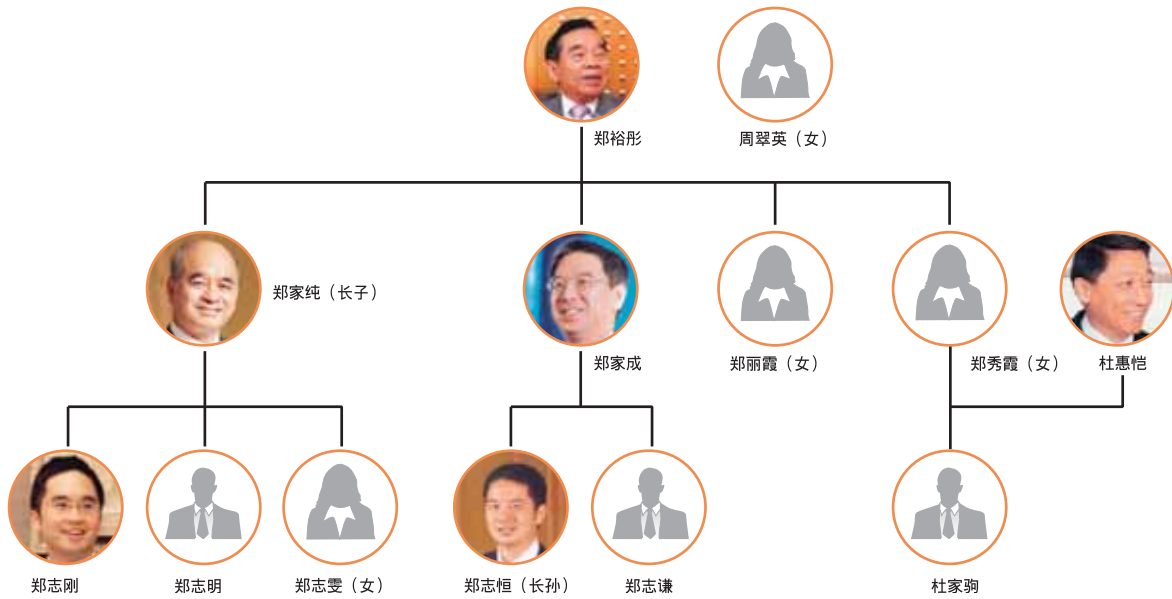
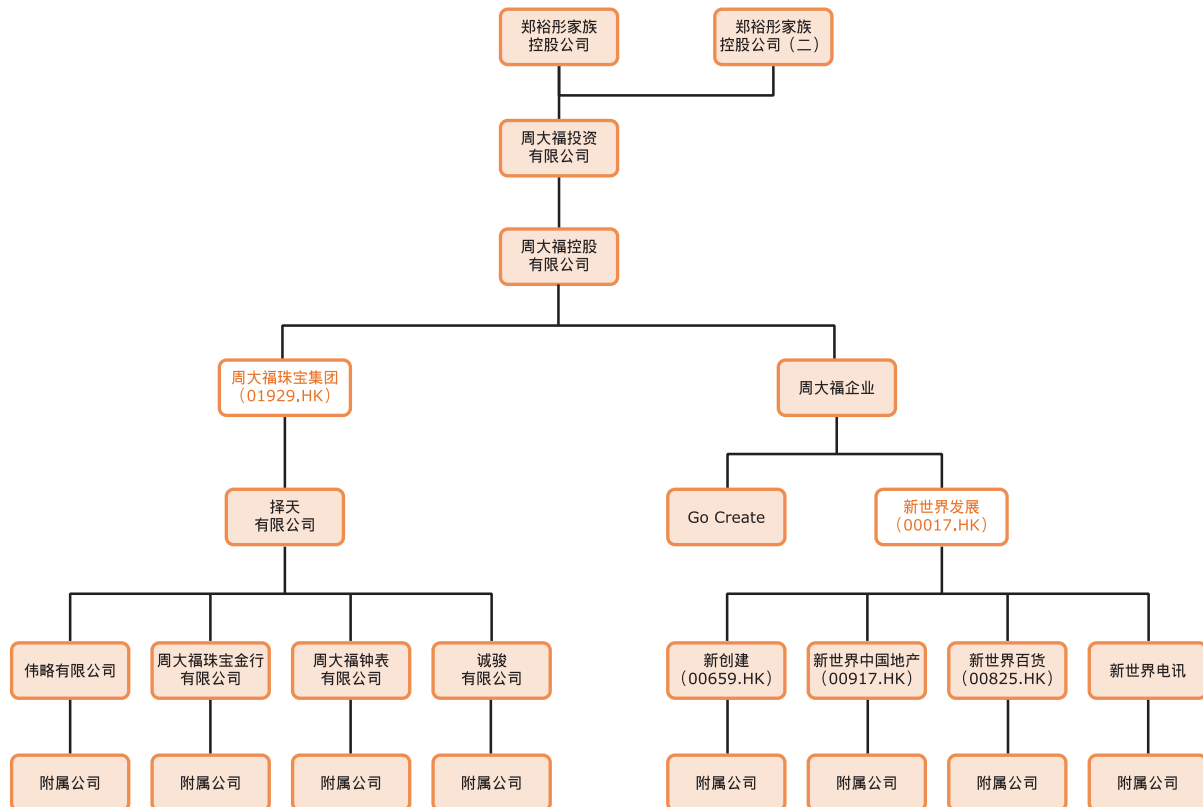


图3：郑裕彤家族企业架构







产重组后，集团架构依然很复杂（图4）。面对庞大复杂的家族及企业，如何平衡多方利益是一个难题，而上市可能对纾缓这一问题有帮助。

首先，郑裕彤后人可根据两名儿子大致分为两支，周大福上市可以平衡两大集团及两大家族分支的利益关系。新世界上市已久，如果周大福不上市，一个是公众企业，一个是“暗箱”，可能引发猜忌。另外，家族控股公司也一分为二（图3），目的是区隔两个家族分支的权利。今后，两支第三代人马应会分别接手周大福和新世界。据悉，长孙郑志恒是郑裕彤钦点的周大福接班人，而郑志刚将会掌管新世界。

既然周大福与新世界同为上市公司，两大家族分支对其分别掌管事业的表现能较清楚地反映在公司股价上，他们也各自能透过股价升值与股利发放得到与其表现匹配的回报。但若周大福不上市，家族成员就必须通过顶层家族控股公司评估表现，支付薪酬与分配股利。这在大家长郑裕彤仍主持顶层控股公司时还可行，一旦郑裕彤退休，若周大福的股权不藉由上市下放到第二、三代而仍由没有郑裕彤的家族顶层控股公司董事会决定，家族第二代以下众多

分支间在无完善的家族治理与坚实的家族关系下，非常容易引发争端。另外，由于非上市公司董事薪酬不公开，也会引起误会。两家都成为相对透明的上市公司后，公司财务报表公开，不会因为家族成员间可能的猜忌引发不必要的矛盾。

其次，上市可以增加管理层透明度。在遴选继承人时，两家上市集团公司周大福及新世界都可以有一个公开、公正的标准。上市公司引进的管理与公司治理体制也对家族与职业经理人有更好的监督与激励。

更重要的是，上市为家族股权的内、外部转让提供了可能性与流动性。长远来看，有的家族成员会持有股份，但不参与企业经营；有的无股份，但参与经营；有的既有股份又参与经营；当然也有既无股份，又不参与经营的。由于家族成员众多而且人各有志，这四批人会随着时间推移发生流动。经营权变换相对容易，股权转让对非上市企业来说则会遇到较大困难。有的股票可能想卖但一时无人接手，有的想买但买不到，企业上市后则可基本规避这一尴尬局面。

66

周大福上市可以平衡两大集团及两大家族分支的利益关系。新世界上市已久，如果周大福不上市，一个是公众企业，一个是“暗箱”，可能引发猜忌。

99





图片来源  
www.cfp.cn/



香港镛记酒家的资产规模及家族复杂程度均不及郑裕彤家族,却仍因股价谈不拢而产生内斗。

最后,由于不上市的股票与资产难以估价,买卖时容易引发矛盾。有时家族不幸发生内斗,本可通过股权或资产买卖迅速平息纷争,但因为缺乏客观的市价,双方讨价还价可能导致内斗旷日持久,对家族和公司都带来毁灭性打击。

### 镛记为什么不上市?

谈到这里,我们要将另一家香港家族企业与周大福做一番比较。香港镛记酒家以烧鹅驰名海内外,由已故的甘穗辉一手创办。相比郑裕彤家族企业,镛记酒家资产并不复杂,总资产仅约15亿港元,2011年营业额约1.9亿港元。甘氏家族相较郑氏也简单一些(参见2011年2月本专栏文章《筹谋家族治理,避免同室操戈》)。镛记也一直都是私人公司。家族第二代曾建议卖出部分股份,但母亲认为酒家是丈夫一生心血,不该轻易卖给外人。

2004年,创办人甘穗辉百年之后,将股份以45%、45%、10%的比例分配给三个儿子。幼

子去世后将10%的股份转赠四妹。2010年,次子通过秘密手段取得四妹股份,共控制55%股权,一股独大,并安插其子担任董事,挑战大哥的经营权,引发内斗。大哥萌生退意,要求二弟买断自己的股份,但遭到拒绝,遂向法院要求清盘母公司。如今诉讼仍在审理中,也不断爆出更多内幕,致使家丑外扬。

虽然内斗产生诸多问题,但既然主要当事人仅两名,分别代表两个家族分支,在理论上可通过股权买卖快速解决。这在客观上也说明镛记不上市自有道理。毕竟伴随上市而来的信息披露以及与公众分享公司权利都是很多家族企业不愿面对的。

镛记总资产不过是郑裕彤家族企业的一个零头,甘家人口也比郑家少很多。即便如此,因为股价谈不拢已导致家族内斗,不得不由法院协助分家分产。很难想象在周大福没有上市情况下,家族几十号人若发生混战会是何等情况,就算是香港的清官也难断庞大繁杂的家务事。

# 66

伴随上市而来的信息披露以及与公众分享公司权利都是很多家族企业不愿面对的,镛记不上市自有道理。

# 99

表 2：香港家族企业上市情况

股票代码	公司名称	家族人数	家族世代数	继承人人数	2010年总资产(港元)	2010年营业额(港元)	是否上市
00001	长江实业(集团)有限公司	13	3	2	328,633,000,000	32,863,000,000	是
00012	恒基兆业地产有限公司	15	3	5	230,312,000,000	7,092,000,000	是
00017	新世界发展有限公司	15	3	3	199,609,900,000	30,218,600,000	是
01929	周大福	15	3	3	17,010,300,000	22,933,600,000	是
00242	信德集团有限公司	29	3	17	27,164,333,000	3,097,249,000	是
-	美心集团	11	3	1	未知	8,393,000,000	否
-	镛记酒家	12	3	2	1,500,000,000	190,000,000	否
-	恒香老饼家	≈7	3	2	未知	未知	否
-	奇华饼家	≈5	3	1	未知	未知	否

资料来源：公司年报及其他公开资料

图 5：家族企业上市决策图



虽然镛记不上市在理论上是合理的，但已发生的内斗与法庭诉讼更能突显庞大的周大福上市的必要性。

### 家族企业上市的两大考虑因素

从周大福和镛记的故事中不难看出，企业资产和家族结构越复杂越应该上市，企业和家族都高度复杂的往往整体上市。我们也可以在其他香港家族企业中发现类似规律(表2)。在考察家族复杂程度时，我们不仅考虑家族成员人数，还统计家族代数和企业继承人人数。其中家族人数包括在企业中任职或不任职的所有已知

家族成员。测量资产复杂程度时，我们观察资产规模及营业额。

总结香港家族企业上市情况，可绘出家族企业上市决策图(图5)。当家族和公司都相对简单时，企业不必上市。当家族及公司均较为复杂时，宜选择上市。随着企业和家族的发展，公司往往从私人的变为公众的，然后整个集团也逐渐成为公众公司。这一点已在郑裕彤与其他香港的家族企业集团得到很好的印证。需要提醒读者的是，我们仅从企业传承角度考量上市与否的问题，但一家企业是否上市有其他影响因素，我们为便于分析在此姑且忽略这些其他因素。

### 集团整体上市还是部分上市？

中国与东亚其他国家的华人家族企业大部分以集团模式经营，并选择让部分资产上市。我们从周大福与镛记酒家的经验看到，未上市的资产价值不清，股权与资产分割转让都不容易，拖延了家族斗争解决的时间。当家族成员结构日趋复杂后，将家族资产上市甚至整体资产上市有助于厘清资产内容与价值，降低以股权转让解决家族纷争的交易成本。

虽然融资是多数公司上市的主要原因，但上市未必就是为了套现，上市往往可以对家族及企业起平衡、梳理、监督作用。融资套现往往是短线行为，家族企业基业长青才是长远目标。从这一角度看，周大福跌破发行价、郑裕彤成不了首富都无伤大雅。

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