

家族企业研究



范博宏

香港中文大学会计学院与财务学系联席教授
经济金融研究所主任

电话: 852-39637839; 传真: 852-26035114; 电邮: pifan@cuhk.edu.hk

中文大学经济金融研究所网页:

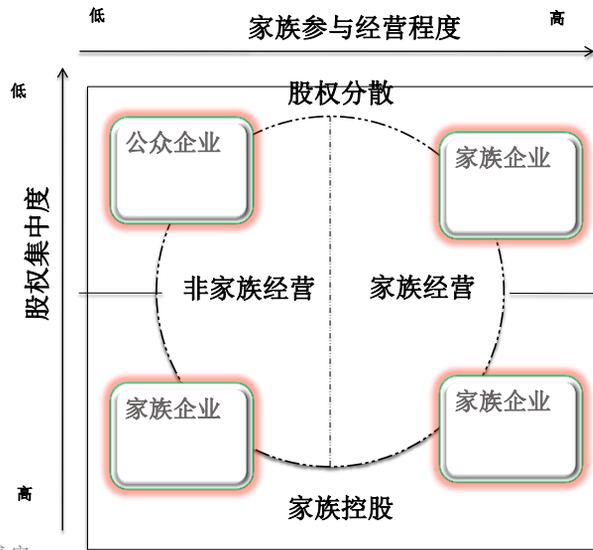
www.baf.cuhk.edu.hk/research/ief/index.html

个人网页: ihome.cuhk.edu.hk/~b109671

大纲

- 家族企业的定义
- 为什么要研究家族企业?
- 民企治理分析框架
 - 特殊资产
 - 路障
- 应用: 股权设计

民企的分类



3

范博宏

家族企业研究



4

范博宏

找到企业在哪里



5

范博宏

家族企业研究

为什么要研究家族企业？

- 普遍存在的组织，但我们对其仍不了解
- 家族企业的长期发展面临巨大挑战，但仍未有有系统的知识帮助他们
- 中国的民企即将面临世代交替，而他们面临的挑战更大
- 家族企业是磨练检验理论的好对象

6

范博宏

家族企业研究

传承是民企的严峻挑战

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



来源：范博宏等, Succession: The Roles of Specialized Assets and Transfer Costs, 2008.

英国经济人引用于2011年2月4日

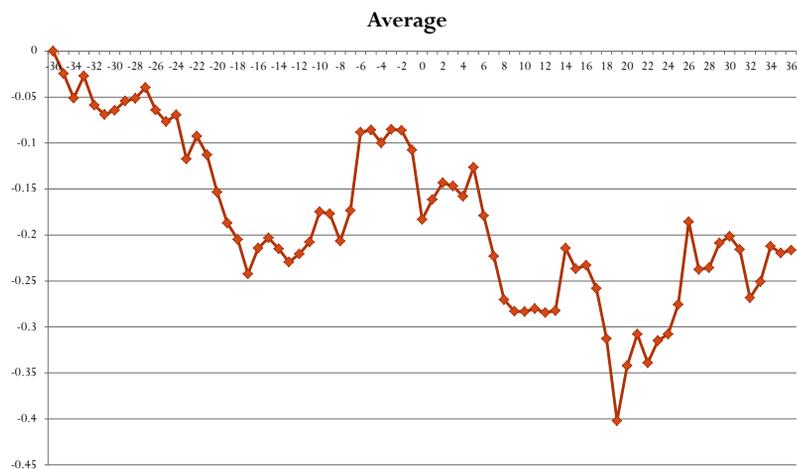
范博宏

家族企业研究

7

传承是民企的严峻挑战

12家中国大陆上市民企传承中的财富消散
(扣除市场变动后的月累计股票超额收益率)



8

范博宏

家族企业研究

基业长青的挑战

- 特殊资产难以承传
 - 企业价值因此大幅消散，且不能恢复。
- 无法适应内外环境变化（路障）
- 欲避免与改善这些问题，必须从了解企业的关键资产性质与面临的路障与入手

范博宏

家族企业研究

特殊资产

- 企业家与其家族对企业无可替代的贡献为何？
- 统称为**特殊资产**
 - ★ 家族资产是家族投入企业并能给企业带来价值增值的资产
 - ★ 有家族参与的企业与虽然从事相同的经营活动但没有家族参与的企业之间的区别
- 例如
 - 创业者强烈的个人兴趣，思想，价值观
 - 创办人难以被模仿的能力，创意，政商关系，特殊领导与管理方式
 - 特殊技艺，内隐知识
 - 秘而不宣的竞争优势（如祖传秘方）
 - 共同创业成员间的无间合作，默契，与互信
 - 创业成员共同创造拥有的资产与财富
 - 其他未标准化的经营制造模式

10

范博宏

家族企业研究

泰国商业家族成员婚嫁对象

	数量	比例
A. 家庭背景		
皇室、贵族 [1]	17	8.5%
政治家、军官、政府官员[2]	49	24.5%
大商人 [3]	42	21.0%
商人 [4]	51	25.5%
外国人 [5]	11	5.5%
其他 [6]	30	15.0%
B. 通过何种关系		
政治网络 [1]+[2]	66	33.0%
商业网络 [3]+[4]	93	46.5%
其他 [5]+[6]	41	20.5%
C. 良好关联的家族		
政治/商业网络	159	79.5%
其他	41	20.5%

范博宏等, 婚姻对家族企业的价值, JFQA, 2012.

13

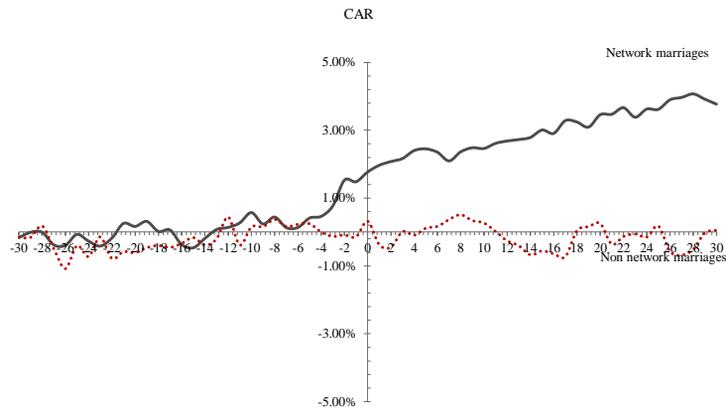
范博宏

家族企业研究

泰国华商子女政商联姻前后家族企业的股票累计超额回报

范博宏等, 婚姻对家族企业的价值, JFQA, 2012.

(蓝线-政商联姻; 红线-非政商联姻)



14

范博宏

家族企业研究

价值观可以创造商业价值吗？

- 我认为可以，但还没有严谨的学术研究
- 创业活动的成功取决于激情和动物本能
- 很多行业都依赖价值观：传媒、时尚、娱乐、任何划时代的新事物
- 基于价值的决策方式（不同于基于经验的决策方式）在一个混乱的环境下，比如新兴市场中很重要

15

范博宏

家族企业研究

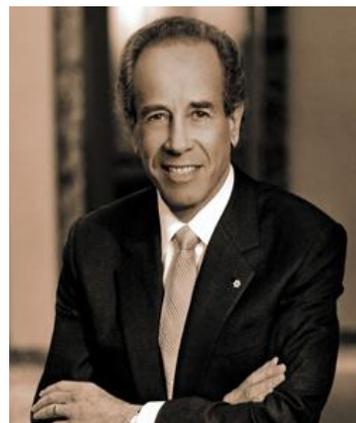


FOUR SEASONS
Hotels and Resorts

理念

- “长期成就多半奠基于无形事物之上：信仰、想法、与看不见的理念。”

—— 四季酒店创始人依萨多·夏普
(自传第一句)



家族企业研究

激情

- * “从我年轻时我就喜欢我现在的工作，如果你要我等10年后再做我现在的工作，这就如同要我从现在起10年不做爱，然后10年之后再重新开始一样难以置信。”



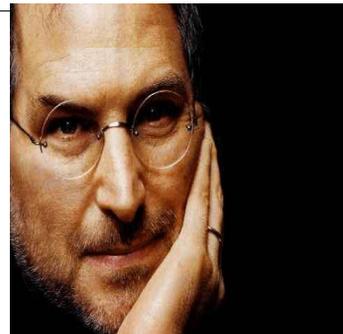
17

范博宏

家族企业研究

创意

- 如果苹果公司没有Steve Jobs，它还会像如今这样成功吗？

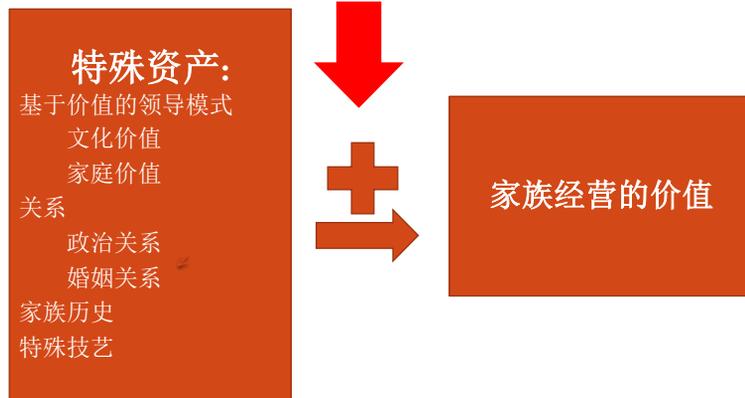


18

范博宏

家族经营企业的优势，取决于家族是否有无可取代的为企业增值的特殊投入。

如果希望维持家族企业的价值，那么企业的策略目标需瞄准特殊家族资产的价值增加。



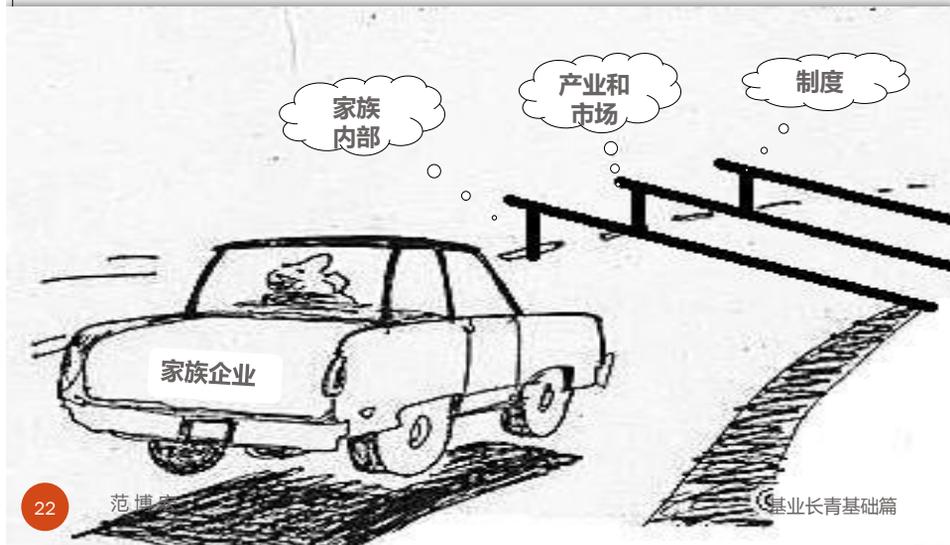
21

范博宏

家族企业研究

路障

企业治理框架的第二个维度



22

范博宏

基业长青基础篇

路障：民企治理框架的第二个维度

家族内部路障

家族人数, 健康状态, 心理状态

协调性, 和谐程度, 竞争性

产业和市场路障

技术, 供需状况, 管制等的变化

国家/地区的制度路障

税收, 产权保护, 政府质量等

23

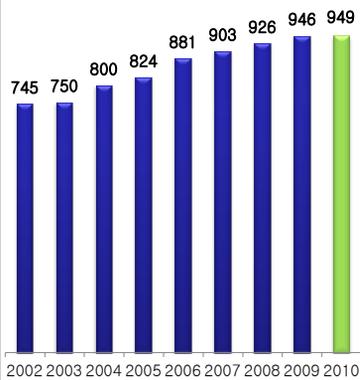
范博宏

基业长青基础篇

家族人数的路障

人多好办事？

法国温德尔家族



今天

24

范博宏

基业长青基础篇

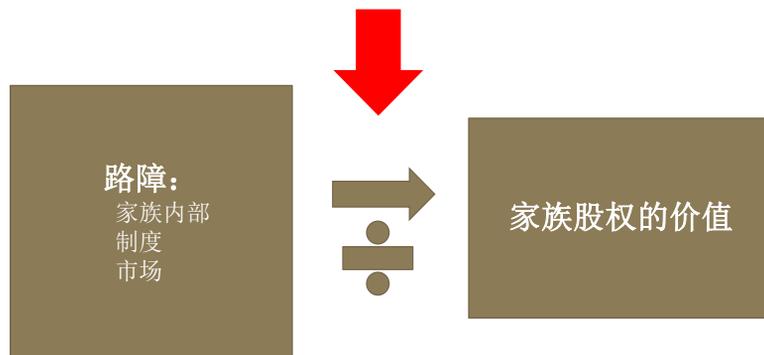
华人家族人力资本日趋不足

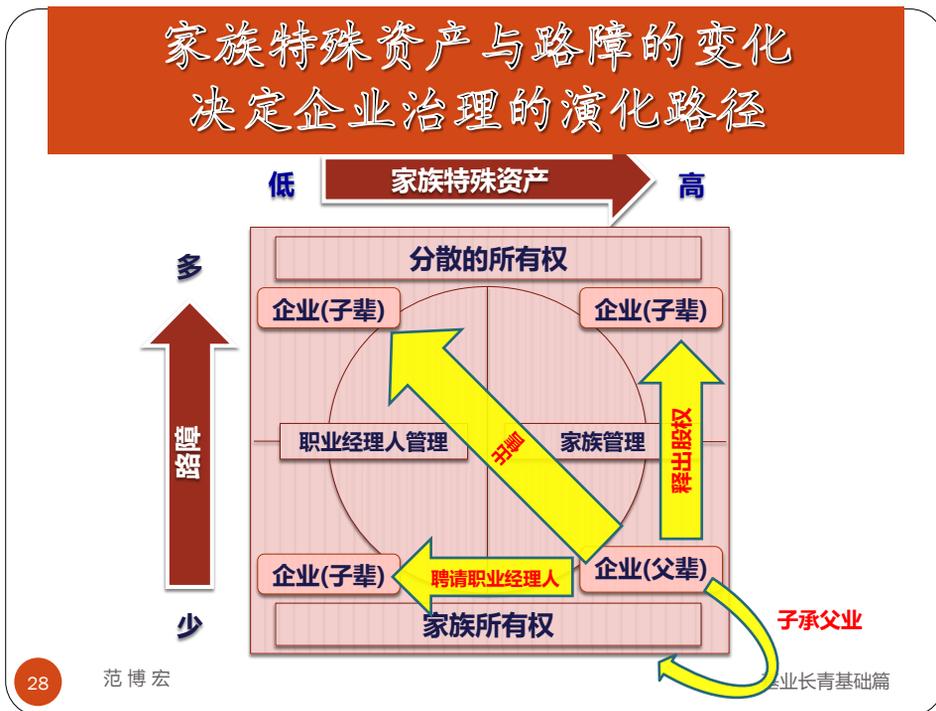
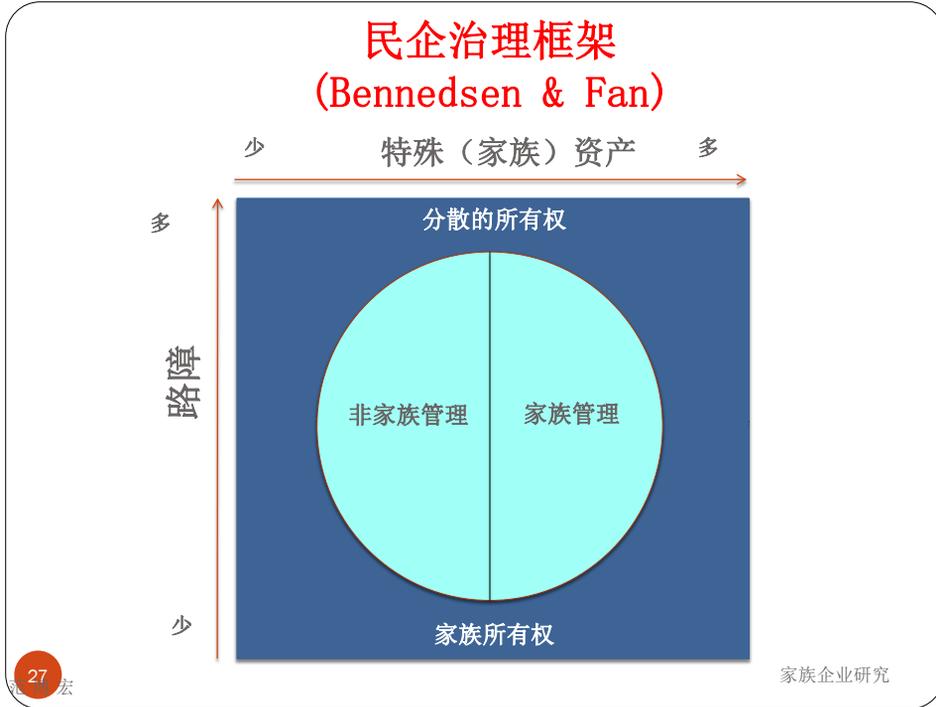


范博宏

25 企业研究

如果想保持家族控股企业，那么治理策略应该集中在消除路障





企业治理框架下的重要研究问题

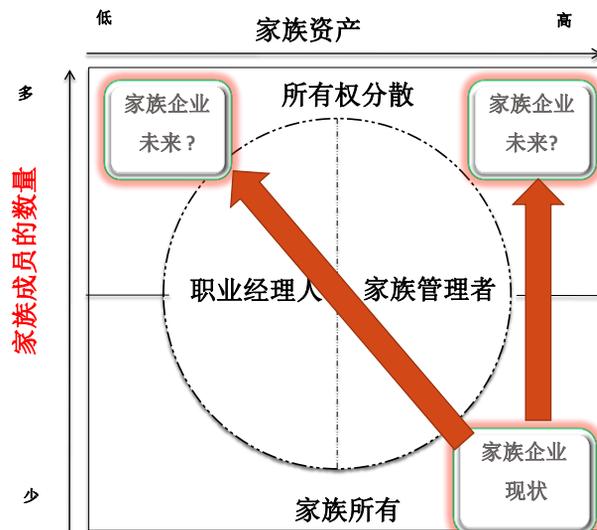
- 特殊资产与路障如何影响
 - 传承模式选择
 - 股权设计
 - 家族治理
 - 公司治理
 - 决策权配置（家族与非家族经理人）
- 为了让大家更了解如何运用这个分析框架，以下我们分析家族人员结构这一路障因素如何影响企业股权结构与行为表现

29

范博宏

家族企业研究

家族人数带来的路障会使得家族面临失去控制权的风险



30

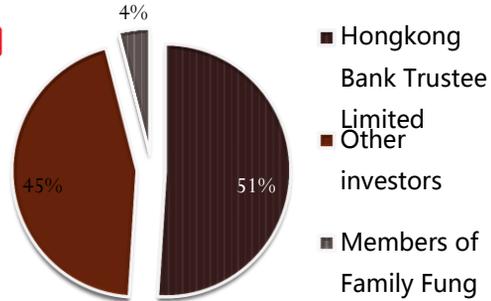
范博宏

家族企业研究

修剪枝叶：利丰集团（香港）



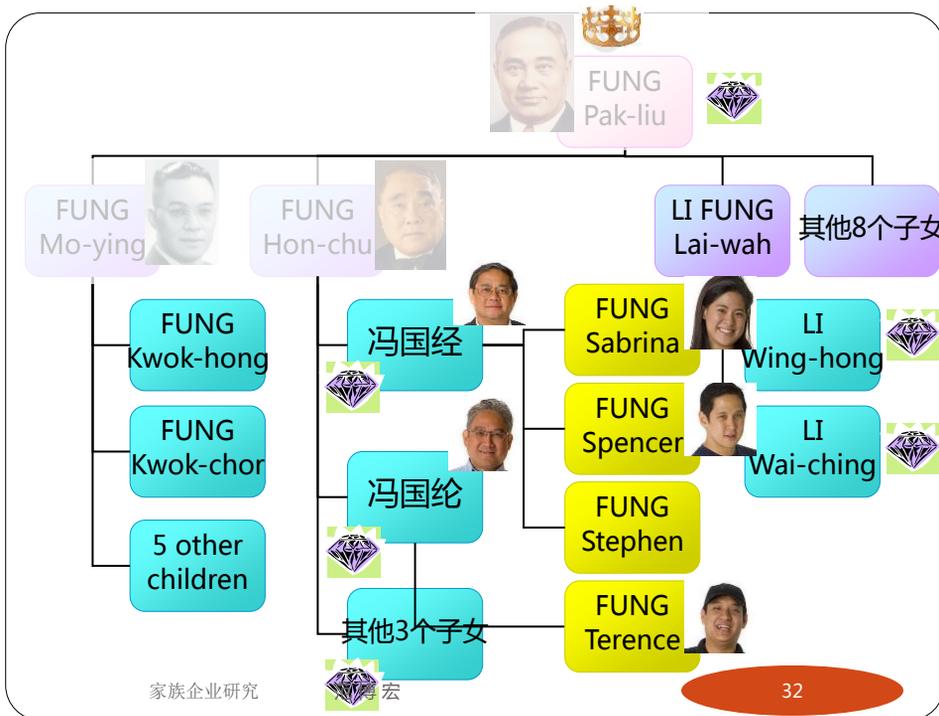
私有化之前利丰集团的所有权结构 (1937成立)



31

范博宏

家族企业研究



家族企业研究

博宏

32

利丰集团：股权重整后的结构



摩根大通信托有限公司是为维护冯国经先生利益而成立信托的托管人。

继利丰于1989年私有化之后，公司经重组调整为两个核心业务—出口贸易及零售。
1992年，利丰出口贸易业务以「利丰有限公司」名称在香港联交所上市。

家族企业研究

33

范博宏

家族成员较复杂的企业股权设置



34

范博宏

家族企业研究

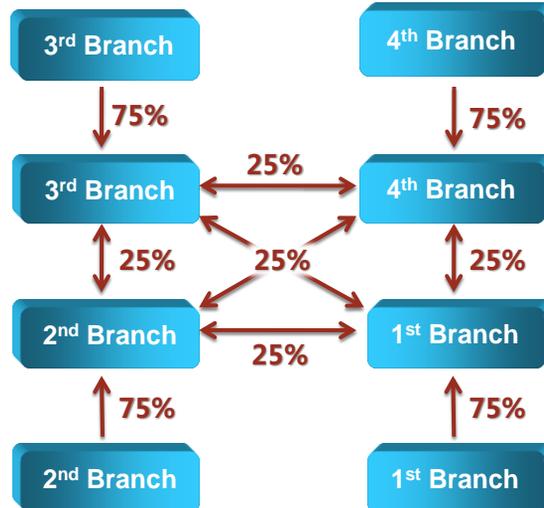
解决方案2: 修枝剪叶：家族股权回购

- 收益：
 - 集中家族所有权，以达有效控制
 - 容许对企业丧失热情或不能参与企业的家族成员退出
- 成本：
 - 只有在家族成员能很好沟通的前提下才有效
 - 其他家族成员应不应该得到补偿及怎么补偿？
 - 需要现金, 许多家族没有足够的财富？
- 如果有多位家族成员对经营有热情有能力，一个解决方案是把企业分拆，并以股权机制分享家族无形资产，凝聚家族成员，使其继续为企业作出贡献。

解决方案3: 重划家族分支与企业边界但保护共有家族无形资产

- 创办人有四个儿子，都是对商业感兴趣，有创业精神。
- 家族价值建筑于儒家传统之上，强调统一。
- 四个兄弟各有家庭，商业兴趣在创办人去世后产生分歧。
- 尝试家庭委员会，但不成功。因为一个分支过于强势。
- 四兄弟如何追求他们各自的商业理想，但保持家族凝聚力？

香港一个有80年历史的商业家族在1980年代分家后以交叉持股保护家族无形资产



39

范博宏

家族企业研究

家族交叉持股的利弊

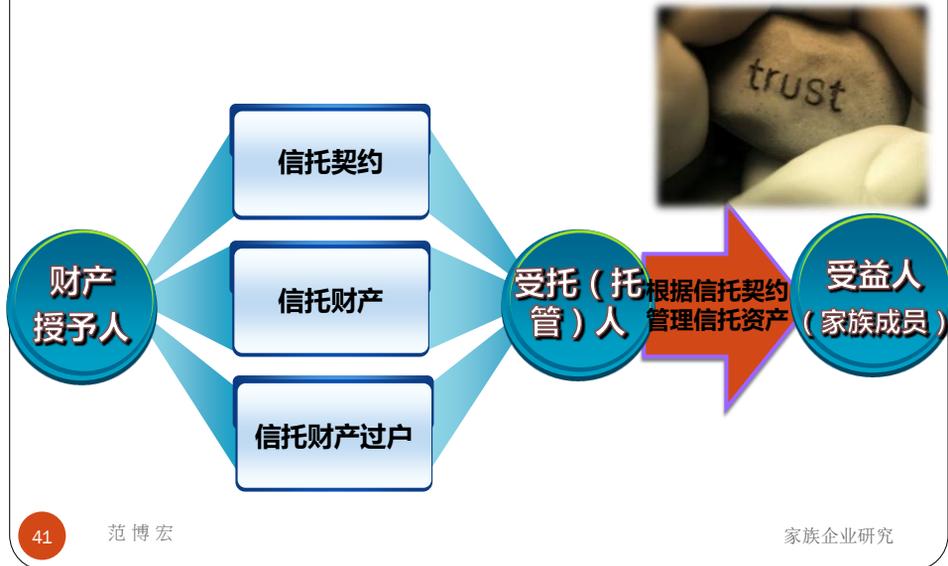
- 益处
 - 各分支对所经营企业的绝对多数股权有效控制，高度自治与激励，避免与其他分支的协商成本
 - 各分支对其他分支经营的企业少数股权可维系家族精神，促进家族合作分享资源
- 缺点
 - 较强的分支补贴较弱的分支（股息）
 - 经过年月后股权稀释，仍有搭便车与吃大锅饭问题

40

范博宏

家族企业研究

解决方案4：家族信托及基金会 (Trust and Foundation)



解决方案4：家族信托及基金会

- 优势：
 - 把所有权和控制权分离，受益人与受托人可以不同
 - 由受托人委员会治理，为外部专业人员管理提供机会
 - 可能有利节税
 - 解决或者减轻由于遗传运气带来的难题
 - 信托/基金委员会可以是在企业外多一个家族沟通的平台。
 - 如果家族成员沟通不良并且有很多冲突，它会把战场从公司层面转移到信托层面



42

范博宏

解决方案4：家族信托及基金会

● 缺陷：

- 受托股份难以转让，难以预见未来的意外事件，缺乏弹性。一旦家族不和谐，难以股权转让解决，企业经营长期受干扰
- 吃大锅饭问题
 - 家族成员因缺乏可转让股权激励而重近利（股息，就业机会等）轻长期投入（资本支出，研发等）
- 依赖信托治理
 - 家族企业一般只采用信托形式而无实质的信托治理
 - 受托人若为法人（如学校，医院等），在日后无家族成员积极参与时企业经营效率可能低下



43

范博宏

家族企业研究

家族信托控股企业在家族斗争影响下价值消散



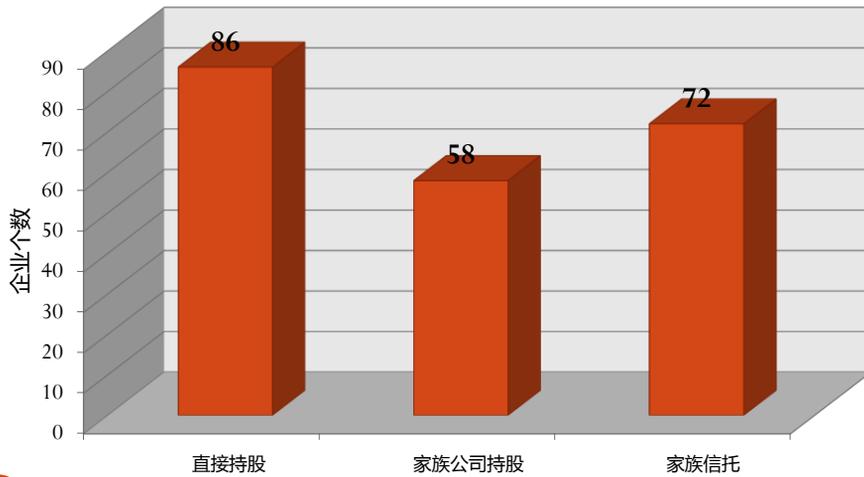
家族企业研究

范博宏

44

家族所有权结构的各种类型(香港)

范博宏与梁小菁研究论文 (2011)



45

范博宏

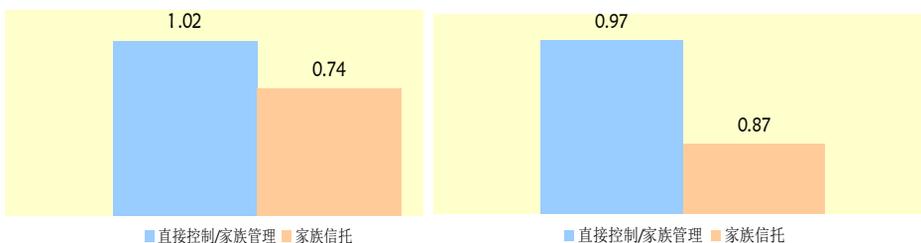
家族企业研究

以家族信托控股的企业价值表现

范博宏与梁小菁研究论文 (2011)

当家族规模很大时，**财务困境**中在公司价值方面的差别

当家族规模很大时，**97年亚洲危机**中公司价值差别

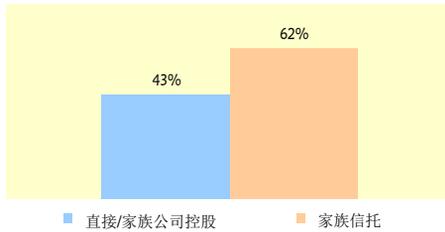


家族企业研究

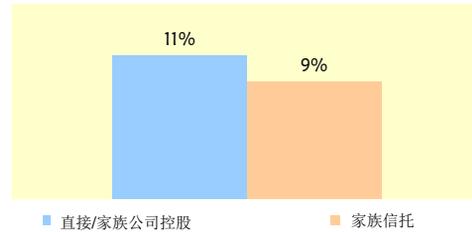
范博宏

46

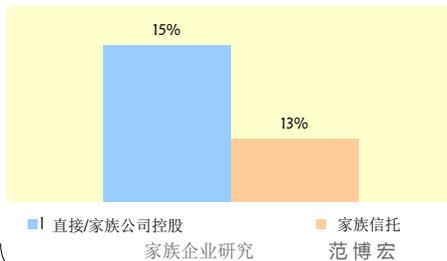
家族复杂时股息发放的差别



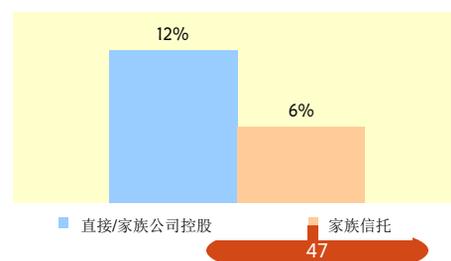
家族复杂时资本支出的差别



家族复杂时销售增长的差别



家族复杂时员工增长的差别



总结

- 提出家族企业研究的分析框架
- 强调必须分析家族对企业的特殊投入与其所处环境，才能明白家族企业的行为与决策模式
- 以个案与研究说明
- 家族企业研究是重要的学术与应用研究领域，但需要作案例，发现问题，以理论指导分析，形成假说，搜集数据，检验假说。一篇文章至少五年苦功。
- 成功属于对研究有热情，愿意长期投入者。共勉之。

范博宏教授简历

- 范博宏是香港中文大学会计学院及财务学系的联席教授，经济及金融研究所主任。他于1996年在美国匹兹堡大学获得财务学博士学位。在2004年加入香港中文大学前曾任教于香港科技大学和香港大学。范博宏的主要研究和教学领域是公司治理、公司财务、与组织经济学。他对东亚的民营与家族企业有前沿的研究，特别是企业传承问题。他也是新兴市场企业财务与管理问题专家。他常在世界各国的论坛与会议中演讲。他的研究成果在多种世界顶级学术期刊上发表，并被多种商业报刊杂志报道，包括《经济学人》，《英国金融时报》，《亚洲华尔街日报》，《南华早报》，《新财富》，及《21世纪经济报道》。他是数个国际学术期刊的编委，香港研究资助局商学组评审委员会成员，《新财富》的学术顾问，及不定期担任世界银行，OECD，和亚洲开发银行的咨询任务。目前的咨询项目是世界银行营商环境顾问委员会的成员。范博宏已婚并有两个孩子。

49

范博宏

家族企业研究

谢谢



范博宏

家族企业研究