

# 家族企業財務表現有爭議

香港十大家族（其中八個為華人）所經營的生意，加起來佔港交所（388）上市公司總市值的一半。這些富豪家族大都以地產起家，財富與地產市場表現關係密切。在東南亞國家，華人家族佔該國資產比率由菲律賓的五成半至新加坡的八成（但人口比例卻較低）。由此可見東亞家族企業的規模和影響力。

## 富不過三代難證實

但究竟家族企業界的長期回報是否理想？民間流傳所謂「富不過三代」的說法是否真確？家族企業會否比股權分散或非家族企業的回報較佳？在有關學術研究中，至今學者對這些問題仍未有清楚結論。

雖然家族企業經常備受批評，但令人意外的是，有較多研究（特別是歐美）發現，家族企業的長期回報（主要以資本回報率計算）比非家族企業回報為佳，特別是當家族企業為創辦人控制。根據BDO Stoy Hoywood研究報告，在1970年至1990年間，英美兩國的家族企業之平均盈利能力比非家族企業優勝，大約比例為倍半，而溢價（premium）約在五成至八成之間。近年美國有學者（Ronald Anderson and David Reeb, 2007）發現，在標普五百企業中，家族生意的財務表現在1992年至1999年間優於非家族生意。

但在東南亞，大多研究發現家族企業的公司評值（corporate valuation）比非家族企業為低，反映前者的股價有一定折讓。家族企業的股價往往受家族的不利因素影響，這是對家族企管治成效的一個挑戰。香港和歐美家族企業業績表現的差異，既充分說明了不同地域環境家族企業的多元性，也點出香港及東南亞家族企業的共同特點。

無論如何，不同地區和不同學者的研究結果仍很參差，也有很多研究方法上的差異，令不同結果難以比較。唯一較有共識的發現，就是家族持股比例與業績之間的關係並非線性，雖然較高現金股權令大股東有誘因把公司利益最大化和不佔小股東便宜。

家族企業要成功當然有很多因素，其中包括取得資金能力、分散風險能力，以及傳承管理等。不少人認為家族企業面臨獨特挑戰，令企業難以在創辦人過身後仍

能繼續保持原有成就。據統計，家族企業能傳承到第二代的只有不到三成，能到第三代或更遠的就更少，相信只有1%的家族企業可以傳到第四代或以後。亞洲家族企業通常在第一代創辦人經營時最風光，第二代接棒後，業績很多都難以突破甚至倒退，往往輸給競爭對手。

## 傳承後表現多欠佳

中大商學院在2007年曾就多個東南亞國家的上市企業進行研究，以了解樣本企業在1990年至2005年間傳承的經驗和業績轉變。結果發現，這些傳承後的企業其財務表現（主要為股價）皆走下坡，即下一代不如上一代。特別在香港，傳承前後八年平均股價下跌了八成（與大市表現相比）。

該研究報告指出，這些傳承後表現欠理想的主因，可能是繼承人未能繼承上一代企業話事人的一些無形資產或特質，如刻苦耐勞、建立人脈網絡能力、商業觸覺、創意、做事手法、見識膽量、動力及信譽等。這種價值消散的現象，也可能與企業傳承方法未完善有一定關係（例如不願意吸納專業經理），或家族成員在繼承過程中出現衝突，特別到第三代以後不同家族成員容易出現意見分歧，各自為政的局面。

當然，也有不少家族生意一代比一代青出於藍。但這類研究也有一定局限，就是不同年代有不同的經營環境、理念、目標與制度，很難直接作比較。事實上，正如前述，不同家族企業有不同的文化、管治、制度、優勢和局限，而這些差異是造成不同家族企業有不同業

績的主要來源，而與家族企業的本質無關。

因此，一些學者已同意表面上直接比較家族企業與非家族企業的業績意義不大，反而更重要的是要了解個別家族企業的特徵差異與其業績的關係，或成敗的關鍵因素。但很可惜至今仍未有足夠學術研究探討在什麼條件或情況下家族企業會有較佳的業績表現。另外，如何比較香港本土家族企業與內地家族民企的特質，和考量內地在港上市的民企以及在內地上市民企的表現，也值得進行專業的學術研究。

家族企業系列·之三

何順文 澳門大學副校長兼教授  
李元莎 美國威斯康辛大學商學院助理教授



在東南亞國家，華人家族佔該國資產比率由菲律賓的五成半至新加坡的八成（但人口比例卻較低），由此可見東亞家族企業的規模和影響力。（彭博圖片）