

家族企業管治與股權問題的特徵

正如前文所述，家族企業相對股權分散企業有其利弊。家族企業的管治亦與股權分散企業不一樣。家族企業控股可加強控制與方便決策，而這有利減低管治或代理成本。

一個運作良好的管治系統可促進家族內的互信，團結進取的家族領導，可驅使每一管治環節更有效運作，並為企業和其持份者的價值優化。良好的家族企業管治能有效解決衝突，和作出平穩的繼承延續，以能長期持續健康家族和一間健康企業。

但很可惜，很多家族企業領袖忽略家族管治的特徵、重要性和不良管治所帶來的後果，包括如家族與企業、專業管理人員或小股東間的衝突，甚至家族成員間（特別是董事與非董事）的矛盾。只有透過建立適當而有效的管治文化和機制，才能盡量減少這些損害。

當家族動力與企業結構混合時，就不可避免產生獨特的管治挑戰與問題，經常較非家族企業更為複雜。當家族企業不斷發展增長，將變得愈來愈煩雜，並逐漸走向較正規的組織結構和制度，企業的管治方式也需不斷適應修正。家族企業的生命周期導致管治系統在角色、功能和實務上的不斷變革。

當然，家族企業的模式在每個國家及每個組織也不相同。綜合來看，筆者可把普遍主要的管治問題總列如下：

- 取得資本途徑與上市考慮
- 股權結構
- 家族企業潛在的自利或剝削行為
- 董事會的組成、獨立性與參與
- 董事會主席與行政總裁的人選與分工
- 獨立董事的角色
- 外間經理人的任用、評核與激勵
- 家族的報償問題
- 外間經理人與家族經理人的關係
- 家族與小股東的關係
- 家族決策機制與監督
- 家族成員間的關係
- 主席與行政總裁的傳承計劃

家族資金來源與股權

家族會因某些原因而希望將其企業上市。有些是想籌集資金，以利拓展業務；有些則是在不願意或無法把企業傳承下一代的情況下，希望把全部或部分股權轉售。當然，也有一些是為了提高知名度或聲望，或引入先進的管治制度。

股權高度集中的家族企業不單控制管理決策權，也對其生意有着強烈的感情投入。家族一般對其他持份者有一道德責任感，或甚至視其生意為貢獻社會的一項途徑。再者，家族股東有時把生意視為上一代遺留下的社會成果，後代應繼



提倡上市公司不應有單一大股東的說法，似乎不必，但家族企業也有其局限性和不足。（彭博圖片）

續把公司發揮光大。

不容易轉讓也是家族企業股權的另一特徵。有些家族設置法規限制股權轉售，很多甚至完全私有化不把任何股權由外人持有。有些稅務政策所導致的高昂成本亦令家族企業傾向牢牢保留其控制性股權。

相反，散戶投資者對董事會或管理層決策的影響很少，當公司回報表現不理想時他們隨時可以「以腳投票」，出售股份作為監察管理層表現的集體力量。

但家族企業可透過股市以外其他方式來獲取資金，例如家族圈子內募集、把盈利作再投資、金融機構借貸、或私人配售股份。

這些非來自股市的資金提供者會自行向公司管理層作監督，以保障自己利益。事實上，不少家族企業進行首次上市公開招股時，大部分的所招資金歸進大股東的口袋而非用作業務發展，變相成為所謂「提款機」。

上市公司加強控制股權不一定是企業管治欠佳的現象，例如2005年國浩集團（053）在大股東持股量由不足40%，增持至65%股權後，管理層發奮圖強，業績飛躍進步，小股東也獲派股息。事實上，投資者更要提防那些靜靜減持自己

公司股權的家族大股東。

由於股權集中也令家族無法分散其投資，因此其風險比一般股市內的散戶為高。當然也有不少自私的家族透過間接或交叉持股，來控制部分高風險上市子公司，以便把部分風險轉嫁給散戶。無論如何，較集中的風險，令家族股東更主動積極參與公司的管理；但也使這些家族更難願意改進一些傳統固有的弱點，而只是以低成本方法作逃避。

應否有單一大股東？

從企業管治的角度來看，有些人認為今次的金融危機，其中一禍因是由於西方企業所有權與管理權的分離，產生所謂東主與代理人的代理問題，代理人（專業經理）有誘因為謀求短線利益而大膽冒險，最終犧牲股東利益。西方一些企業近年正因沒有單一大股東，管理層在「無王管」下隻手遮天，濫發花紅和認股權證，以致建立自己的「山頭俱樂部」，甚為普遍。

筆者認為，以往一些人貶低大股東家族企業保守、落後、獨裁與不進取固然不對。家族企業有其一定的局限，但也有它的優勢，如聲譽及家規等無形資產及較低的代理成本和合約執行成本。

事實上，通常在不景氣的經濟環境下，家族企業大股東可更加穩建謹慎以迴避風險，更能發揮穩定作用。從企業長遠價值及家族聲譽着眼，不輕易談裁員或供股，甚至主動減薪或加派股息，以穩定「民」心。

提倡上市公司不應有單一大股東的說法，似乎不必。但家族企業也有其局限性和不足，特別是大股東有強烈誘因利用金字塔式持股、關聯交易、與「挖隧道」等操縱行為來剝削公司與小股東利益。

不少家族企業會建立複雜的公司集團，如向上市子公司或聯營公司以極低利息作借貸或以超低價轉售資產，又或利用具有高度流通力的子公司或聯營公司，投資一些高風險項目（或追求業務多元化），而自己全資擁有的公司則集中在低風險項目。我們在報章可經常看到這一類的不公平內部或關連交易出現。

無論如何，現代家族企業（特別是第二代）都有某程度的分離。因此不論那一種管治模式，關鍵在於有否適當的兩權分離及良好的管治文化與制度，有否有效地把家族和現代企業式管治的優勢結合。

這次金融危機教訓我們，企業不應盲目仿效他國或另一企業的管治制度，而要適當地配合自己的歷史、文化、制度和目標策略，取長補短，找到最適合自己的模式。

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