

中图分类号:F. 276.5 文献标识码:A 文章编号:1001-4950(2003)-05-0002-07

# 家族控制权与家族企业治理的国际比较\*

苏启林<sup>1</sup>, 万俊毅<sup>1</sup>, 欧晓明<sup>2</sup>

(1. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510630; 2. 华南农业大学 经贸学院, 广东 广州 510642)

**编者按:**家族企业是世界各国企业的一种重要组织形式,在我国也不例外。家族企业的经营管理、控股方式、接班和治理等问题已经引起人们的广泛关注。从本期起,本刊拟刊发一组论述家族企业各主要方面的系列文章。本系列由华南农业大学经贸学院博导欧晓明教授和暨南大学管理学院苏启林博士研究生联袂主持。

**摘要:**家族企业是世界各国或地区普遍存在的一种企业组织形式。本文分析了家族控制企业的主要方式、家族企业控制权过度集中的危害以及世界主要国家和地区治理家族企业的模式与方法。

**关键词:**家族企业;控制权;治理结构;国际比较

家族企业是世界各国企业组织的主导模式,《财富》500 强企业有 37% 归家族所有。据 Astrachan 等人(1996, 2001)估计,家族企业约占北美企业总数的 80%~90%,美国 60% 的上市公司为家族所控制。在东亚和欧洲,家族企业更是深深扎根于所在国家的经济之中。根据上市公司的统计资料分析,东亚(除日本外)与欧洲家族控股的比例均较高。

表 1 东亚与欧洲部分国家或地区上市公司家族持股比例

东亚国家(或地区)	家族持股比例	欧洲国家	家族持股比例
泰国	51.9%	法国	64.8%
印尼	67.3%	德国	64.6%
日本	4.1%	意大利	59.6%
韩国	24.6%	奥地利	52.9%
马来西亚	42.6%	比利时	51.5%
菲律宾	46.4%	瑞士	48.1%
新加坡	44.8%	爱尔兰	24.6%
中国香港特区	71.5%	挪威	38.6%
中国台湾	45.5%	西班牙	55.8%

资料来源: Claessens, 2000 & Faccio, 2002。

\* 本文系国家自然科学基金资助项目(70173045)和广东省自然科学基金资助项目(000587)阶段性成果。

收稿日期: 2003-03-15

作者简介: 1. 苏启林(1971-), 男, 暨南大学管理学院博士研究生;

1. 万俊毅(1968-), 男, 暨南大学管理学院博士研究生;

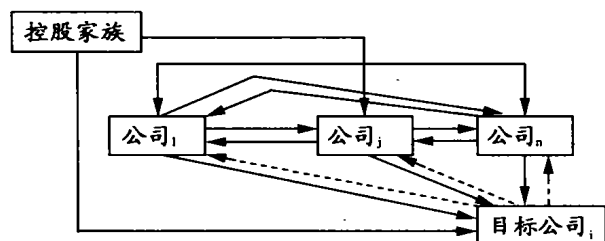
2. 欧晓明(1958-), 男, 华南农业大学经贸学院教授、博士生导师。

### 一、家族企业控制权增长方式

学术界对单一家族持有一家股份公司的股权达到多大份额,才算控制了该公司,至今还没有一个明确的数量界定标准。目前家族企业研究中应用最广的界定标准是以单一家族持有一家上市公司 20%(或 10%)以上的股权份额。家族控制权还取决于其他股东的持股状况。例如,在某些情况下,由于存在其他大股东,单一家族持有特定公司 30%或更多的股份,仍有可能无法掌控该公司;而在另一些情况下,由于其他股东持股分散,单一家族持有特定公司 10%以下的股份,也有可能掌控该公司。为此,我们定义控股家族为:能够实质性地影响某家公司经营决策的家族股东,而不考虑家族持有公司多大份额的股权。家族最广泛使用的控制权增长方式有以下三种:

1. 发行多种股票。通过发行多种不同投票权的股票,控股家族可以以较小的股权份额获取较大的公司决策控制权。通常的做法是公司发行两种股票:一种股票被赋予缩小了的甚至为零的投票权;另一种股票的投票权则被绝对或相对扩大。一家公司同时发行优先股和普通股,是人们熟知的最为简单的做法。就拿这种做法来说,假定公司发行比例为  $\alpha$  的优先股,持有人是外部众多的小股东;比例为  $1-\alpha$  的有投票权的普通股由某一家族持有。于是,该家族所持股份的控制权就被扩大了  $1/(1-\alpha)$  倍。如果  $\alpha$  取值为 0.75,那么该家族的股权就被放大了 4 倍。历史上,福特公司曾经采用这种做法收回了公司控制权:早期的福特公司是一家多人合伙公司,后来随着业务的发展,公司的决策控制权亟需集中。于是,老福特就以优惠价向外界大量发行优先股,结果投资者争相购买,等外部投资者知晓实情时,老福特已经以 4%的股权份额掌握了公司的绝对控制权。发行多种股票的做法虽然简单易行,但却不是扩大控制权的常用方法。这主要是因为各国公司法对此都规定了限制条件。如限制每股的投票权;限制一家企业发行高投票权股票与低投票权股票的数量比例。有些国家则完全禁止这种做法。

2. 交叉持股。控股家族作为核心控股人可以通过组建企业集团并让集团内的企业相互持股的方式来掌握大于其股权份额的控制权。假定  $G_{ij}$  为公司  $j$  持有公司  $i$  股票的份额,控股家族直接持有公司  $i$  的股权份额为  $G_i$ ,控股家族拥有集团内  $n$  家公司的绝对控制权,则在其他条件不变的情况下,如果不等式  $G_i + (\sum_{j=1}^n G_{ij}) > 1/2$  成立,那么控股家族就可以以直接持有的



$G_i$  股掌握  $i$  公司经营决策的绝对控制权(如图 1)。从图中,我们不难发现,控股家族所控制的集团内公司越多,各公司之间相互持股份额越大,则控制集团内某一公司所需的股权份额就越小。交叉持股的一个主要作用便是能把集团内某一公司控制权保留在控股家族手中。交叉持股现象在允许法人相互持股的国家中比较常见,尤其在

图 1 控股家族使用交叉持股手段掌控目标公司

其在日本、韩国和东南亚家族企业中更是屡见不鲜。

3. 金字塔式控股。这种控制权增长路径是一种类似于金字塔式的纵向层级控股方式,控股家族位于金字塔的顶端,由其控股第一层级公司,再由第一层级公司控股第二层级公司,第二层级公司再控股第三层级公司,依此类推。假定控股家族持有第一层级公司(公司 1)股权份额  $S_1$ ,公司 1 持有第二层级公司(公司 2)股权份额为  $S_2$ ,其余顺推。只要  $S_i > 1/2 (i=1, 2,$

...,n),上一层级公司就拥有次一级公司的绝对控制权。设控股家族持有 i 公司的股权份额为  $\beta$ , 则  $\beta = (\prod_{i=1}^n) S_i$ 。从理论上讲, 如果 n 足够大的话,  $\beta$  就可以小到控股家族想要的任何值(如图 2)。

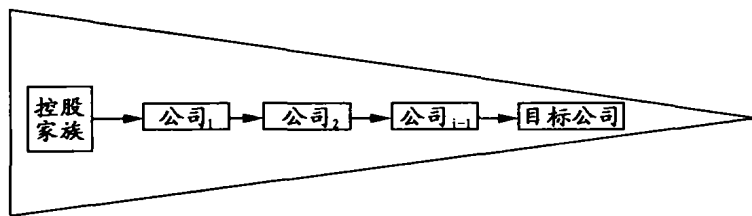


图 2 控股家族使用金字塔式控股链控制目标公司

这就是说, 借助金字塔式控股方式, 控股家族的控制权以级数形式放大。在不考虑其他因素作用的情况下, 一公司获取另一公司绝对控制权所需的持股份额至少不低于 50%, 那么  $\beta = (0.5)^n$ 。以三层级金字塔式控股为例,  $S_i = 0.5, i = 3$ ,

则  $\beta = 0.125$ 。也就是说, 控股家族借助金字塔式控股手段, 可以以 12.5% 的股权掌握第三层级公司 50% 的控制权。这是全球家族企业最广泛运用的控股方式。

在上述三种控制权增长方式中, 交叉持股(CH)和金字塔式控股(PUO)方式, 在许多国家为法律所允许, 是家族企业广泛使用的控制权增长方式, 尤以东亚国家或地区最为常见; 发行多种股票(DCS)和 PUO 方式, 在欧洲国家比较常见(详见表 2)。应该注意的是, 家族企业并不是只使用一种控制权增长方式, 而是同时使用多种手段。

由表 2 可以得出一些有益的结论: (1) 印尼和新加坡家族企业最偏爱 PUO。相对欧洲而言, 东亚地区更偏爱 PUO 方式。(2) 东亚地区的家族企业对 CH 的态度差异很大, 泰国不足 1%, 而马来西亚接近 15%。(3) DCS 在欧洲部分国家占据绝对主导地位, 如瑞士、瑞典(67.12%), 而在比利时、西班牙、葡萄牙则被法律所禁止。法国也仅为 1%。(4) PUO 则是欧洲普遍受欢迎的控股方式, 但仍明显低于东亚地区。

表 2 东亚与欧洲部分国家或地区上市公司家族控股方式比重

东亚国家(或地区)	PUO	CH	欧洲国家	DUS	PUO
泰国	12.7%	0.8%	法国	1.01%	11.76%
印尼	66.9%	1.3%	德国	18.26%	14.57%
日本	36.4%	11.6%	意大利	42.62%	20.34%
韩国	42.6%	9.4%	奥地利	21.57%	11.76%
马来西亚	39.3%	14.9%	比利时	0	8.96%
菲律宾	40.2%	7.1	瑞士	68.57%	7.55%
新加坡	55.0%	15.7%	爱尔兰	16.67%	5.88%
中国香港特区	25.1%	9.3%	挪威	21.08%	23.33%
中国台湾	49.0%	8.6%	西班牙	0	11.97%

资料来源: Claessens, 2000 & Faccio, 2002。

由于上述数据均是基于 20% 以上的控制权得出的, 并不能代表上市公司家族控股方式的真实比例。如果将控制权放低到 5%, 上述比例必然会大幅提高, 而且对于上述两个地区而

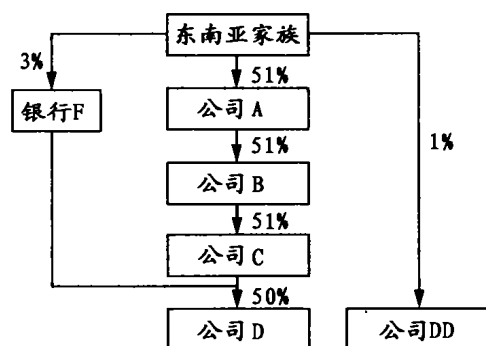
言,非上市公司的家族控股比例又大大高于上市公司。但表 2 无疑给出了东亚与欧洲家族控股方式的总体趋势。

## 二、家族企业控制权过度集中的危害分析

### (一)家族企业通过集团内关联交易来大肆掠夺小股东

对小股东(这里的小股东是指持股份额较小的股东,是一个相对概念)的掠夺可以说是一个全球性现象。Bergstrom 等人(1990)发现了美国和瑞典存在掠夺小股东的证据。Zingales (1994)证明了意大利存在非常严重的掠夺小股东的现象。Shleifer(1997)发现,韩国商社也存在掠夺小股东的问题。Claessens 等人(1998)发现所有权与控制权的差异是导致掠夺小股东现象的主要原因。所谓的所有权与控制权差异,是指某股东对 A 公司拥有 10%的股权,而 A 公司又拥有 B 公司 2%的股权,这样该股东虽然只拥有 B 公司 2%的所有权,但是控制权达到 10%。掠夺小股东的现象在家族企业中最为常见,而在国家控股企业以及股权分散的上市公司中则很少见。由于掠夺小股东现象还与金融体制的完善程度、对个人股东的法律保护以及财务披露要求等因素密切相关,使之呈现出明显的国别特征。

1. 东南亚国家。东南亚国家运用金字塔结构对小股东进行掠夺的最常用模式如图 3 所示。郎咸平(2002)总结了东南亚家族企业掠夺小股东的模式:家族企业通过向银行大量借款来坑害小股东,其具体路径是:首先家族通过关联贷款由其控制的银行 F 大量贷款给公司 D,再与家族控股公司 DD 进行关联交易将钱转给家族。DD 公司家族直接持股比例低(交叉持股比例高),能有效掩盖其掠夺小股东的表象。上述链条一旦断裂,家族由着公司 D 与 DD 倒闭,而 D 与 DD 的倒闭又导致 F 的倒闭,从而引发全面的金融危机。



资料来源:郎咸平,2002。

图 3 家族企业掠夺小股东示意图

2. 韩国。韩国家族对家族商社的控股水平一般因国家法律的限制而低于 10%,韩国家族企业广泛借助公司之间的相互借贷来强化企业间的控股,但绝对控股水平明显低于东南亚国家的家族企业。因此,韩国家族企业不得不通过关联的非银行机构来对小股东进行掠夺。韩国的家族商社普遍使用以下四种方式来掠夺小股东:(1)高买低卖,即高(利率)借低(利率)贷;(2)借助金融工具进行关联交易;(3)企业并购中的转移定价;(4)通过证券公司运作,许多大家族企业都设有证券子公司。典型的如,2002 年 3 月,SK 集团会长崔泰源将个人持有的 385 万股华克山庄饭店非上市股份与上市 SK 集团的控股公司 SK & C 公司以 2:1 的比例进行交换。在交换过程中,SKC&C 公司的小股东蒙受了巨大的损失。

3. 欧洲国家。欧洲的家族企业(大陆法系国家,如法国、德国等)对小股东的掠夺程度也是很深的。法国 Peronnet 家族控股的子公司 SARL Peronnet 创办了一家由该家族成员完全控股的子公司 SCI。SCI 买地建造了一个仓库,并将仓库出租给 SARL Peronnet 公司取得收入后偿还贷款;另外一家法国家族企业 Flambo 对比利时 Barro 公司进行控股,其剥削小股东的办法可谓是多管齐下:(1)要求 Barro 公司为 Flambo 公司的债务提供担保;(2)强迫 Barro 公司收购 Flambo 增资时新发行的全部股份;(3)拖欠 Barro 公司大量贷款;(4)将 Barro 公司

与 Rank Xerox 公司的合约变更给 Flambo 公司；(5)使用 Barro 公司的设备而不支付使用费 (Johnson, et al. 2000)。

上述三个地区(或国家)家族企业剥夺小股东的现象以东南亚最为严重,也最为隐蔽。具体表现为:一方面通过关联银行借贷的放大效应大于其他地区(或国家);另一方面通过对 DD 公司的隐蔽控制躲过法律监督;而欧洲银行在对上市公司 D 贷款时表现谨慎,同时对 DD 公司的控制远比东南亚国家严厉,大多接近或达到 100%。韩国家族企业则主要通过证券等非银行金融机构来达到掠夺小股东权益的目的。

### (二)家族企业干预国家政治的动机

1995~1996 年韩国检察机关在调查前总统卢泰愚“政治献金”丑闻时,发现包括现代、乐喜金星、大宇、东洋、SK 等在内的 30 多家跨国家族商社卷入此案。在韩国排名前 30 名的家族商社会长中,犯罪记录累计达到 36 人次,平均每人 1.2 次。他们所违反的法律从总统选举法到城市规划法、外汇管理法等共达 19 种之多,其中最常见的违法行为是行贿,占总犯罪量的 20%。这些商社的会长们出于干预国家政治的目的,甚至不断触犯总统选举法、军政法令和紧急措施法等法令。汉城地方法院以对韩国经济发展做出过贡献为由轻判了金宇中等 9 名会长(3 年以下且缓刑)。

### (三)不惜损害国家利益来保护家族利益

苏哈托家族拥有国内 3200 家公司的股份,一般持股份额在 20%左右,因此就有人把这个家族称为“20%家族”,其搜刮的家族财产至少有 200 亿美元之多。当亚洲金融危机袭来时,苏哈托被迫同 IMF 进行谈判,IMF 最终决定向印尼提供 430 亿美元的贷款,条件是印尼必须对企业和金融进行改革。但是,当 IMF 第一笔 30 亿美元的汇款汇到雅加达以后,“20%家族”认为,改革触动了他们的利益,为此苏哈托出尔反尔,拒不执行与国际货币基金组织达成的协议。到 1998 年 1 月,印尼盾一路狂跌,贬值达 90%,成为全球跌幅最大的货币。苏哈托家族也成了为家族利益而牺牲国家利益的典型代表。

## 三、家族企业治理的国际比较

一旦发生金融危机,家族企业对少数股东的掠夺就转为对全民的掠夺,对一个国家或地区的经济安全构成致命的危害。东南亚地区和韩国 1997~1998 年爆发的金融危机,在很大程度上就是因家族企业对控制权的滥用而造成的。因此,世界各国政府纷纷推出以降低家族企业控制程度为中心的治理对策。

### (一)日本斩草除根式的治理

二战前日本的财阀家族,如三井、三菱和住友等,使用复杂的金字塔式绝对控股方式,形成了复杂的立体持股结构,对日本经济政治活动产生了极其重要的影响。但二战后,美国占领军提交了名为《关于日本经济力量过度集中的政策》的报告,为解散日本财阀家族确立了基本的框架结构(孙世春,1995)。日本主要采取了下列治理措施:(1)解散财阀家族的持股公司,分散股权,以消除持股总公司对其下属企业的绝对控制。(2)解除财阀家族领导人的职务,并限制其再任职,在人事关系上彻底破坏财阀家族管理体系的总源头。(3)分割企业,从企业规模上防止垄断的再度形成。(4)依法推进财阀家族治理,日本政府从 1946 年开始先后颁布了《持股公司整顿委员会法》、《企业再建筹备法》、《关于禁止私人垄断及确保公正交易法》、《经济力量过度集中法》、《财阀同族统制力排除法》等多部家族企业治理法律。

日本治理家族企业的压力虽然主要来自美国占领军,但其对日本过度集中的财阀家族的

治理还是卓有成效的。现在,日本家族企业的比例不足5%,不但远远低于东亚其他国家,而且也大大低于欧洲家族企业的比例(见表1)。日本这种斩草除根式的治理模式到目前为止还有许多值得借鉴的地方,如大幅降低所有权以及消除家族企业“族长”的权威。

(二)韩国急风骤雨式的改革

韩国家族商社控制权过度集中,形成了家族商社庞大的内部交易以及脆弱而广泛的资金担保链,从而导致经济发展出现严重的泡沫化倾向。1997~1998年,韩国这种家族主导式经济结构出现问题,随即爆发严重的金融危机。IMF认为,韩国金融危机的根源在于家族商社,因此开出的药方就是改革家族商社。金大中政府立即采纳IMF的建议,对这些不断扩张的“罪人”进行整顿,韩国政府制定了整顿家族商社的五条原则:(1)商业活动向有核心竞争力的部门收缩;(2)改善资本结构;(3)消除交叉债务担保;(4)提高管理透明度;(5)改进财务管理。随后,韩国政府又增加了三条原则:(1)消除间接交叉持股;(2)预防反竞争的集团内部交易以及非法的集团内部交易;(3)防止逃避遗产与继承税。

上述原则被称为“5+3原则”。根据这些原则,各种保护、支持家族商社发展的政策被相继取消(见图4)。

外在刺激		预期变化	
交叉持股	金融危机	逐渐停止以增加透明度	1998年交叉持股占资本净值的比重上限为25%
防止并购		放松购并管制很可能导致敌意收购	1998年4月取消股权收购限制 1998年5月取消外资收购股权限制
缺少对小股东权益的保护	缩小国家干预范围	建立提升和保护小股东权益的机制	1998年实施董事会累积投票制 1999年开始受理股东诉案
通过金融杠杆扩张	金融与政治压力	债权/股权比率与国际接轨,致使商社面临融资难的问题	1998年杜绝新的交叉担保 2000年完全终止交叉担保
由会长办公室统一协调		解散会长办公室,会出现控制权与协调权真空现象	1998年董事会至少有1名外部董事 1998年解散会长办公室,公司法人设立独立董事会 1999年至少25%的董事会成员来自公司外部

资料来源:khan2001。

图4 1998~2000年韩国家族商社公司治理进程

此外,韩国还启动了内部交易法律诉讼程序,对从事违法交易的家族商社会长追究法律责任。例如,2003年韩国检察机关确认SK集团会长的换股行为属于不当行为,并搜查了SK结构调整本部和SK证券等子公司,汉城地方检察院传讯崔泰源,并进行司法处理。

但是,急风骤雨般的“5+3原则”并没有产生明显的效果, Lee指出,2000年8月,韩国前四大家族商社集团内的销售额占集团总销售额的39.2%。前四大商社虽然声称他们债权与股权的比率已降低到政府要求的200%以内,但实际上,现代集团该比率仍然高达296%,三星集团更高达444%。

(三)东南亚国家步调不一的杂乱改革

东南亚国家由于家族企业比重大,导致公司治理水平普遍较低。根据国际信贷评级机构

标准普尔公布的一项调查结果显示,若以 10 分为满分,菲律宾公司治理水平最低,仅有 3 分;印尼也以 4 分尾随其后(信息披露表现不好);泰国与马来西亚是 5 分;新加坡整体表现最佳。

马来西亚是东南亚地区最早推进公司治理改革的国家,在金融危机爆发之前就开始了家族企业的治理。1994 年,马来西亚政府就要求上市公司必须任命独立董事,并设立审计委员会,1995 年实施上市公司信息披露制度。危机爆发后,马来西亚将有关法规合并制订了针对上市公司的《公司治理法》,并加大了执法力度,其长期目标在于确立以信息披露为基础的公司治理制度。

其他东南亚国家直到 1997 年金融危机后,才开始对家族企业治理制度进行改革,且十分散乱,缺乏主动性,更没有上升到法律高度(AusAID, 2002): (1) 印尼没收了大型家族性银行集团,政府拥有 50% 以上的银行。(2) 泰国公司治理制度中唯一的亮点就是要召开公司公开会议的最少股东数标准高于国际标准,但在会计准则、信息披露、设立独立董事与审计委员会等公司治理的重要方面则做得很差。(3) 菲律宾则是最晚开始公司治理改革的东南亚国家,于 2000 年 8 月颁布《证券管制法》,以提高上市条件并改进对内部交易的监管。该法律于 2001 年 6 月实施,总统下令设立治理顾问委员会跟踪公司治理标准,授权其改革关键性的管制条款,并督促《证券管制法》的实施。

#### (四) 德国和美国完善的家族企业治理模式

德国对家族企业的治理制度设计可以说是世界上最有创造性的。德国公司设有两个治理机构:一是监事会(Supervisory Board);另一是董事会(Management Board)。监事会的成员一般不能兼任董事(Klein, 2000),且监事会必须有一半员工代表。由于员工代表通常会提出扩大生产规模及加薪的要求,所以家族成员不得不要派人参加监事会对付员工代表。在进入公司治理机构的家族成员人数受到限制的情况下,员工代表参加监事会自然会减弱家族对企业的控制权,进而降低了对小股东的剥削程度,并且实现了公司治理的优化。但是,按照德国有关法律只有有限公司必须设立监事会和董事会,其他公司可以选择。德国的家族企业明显不喜欢双重治理结构,只有 1/3 的家族企业选择这种治理结构,而非家族企业选择双重治理结构的比例高达 2/3。这也从另外一方面反映出这种治理结构的设计,对于治理家族企业还是非常有效的。

美国对家族企业的治理是全球最彻底也是最完善的国家。这是因为美国是一个股权高度分散的自由市场经济国家,家族不可能像其他国家或地区那样肆无忌惮地对企业进行控制。郎咸平(2002)指出,美国的家族通常设立家族性信托基金(trust)来遥控企业,如美国福特家族以及沃尔玛家族等均设立了类似的基金。美国反托拉斯法的英文名称就是“Anti-Trust Law”,即反家族垄断,这种法律上的巨大压力导致家族通常将手中持有的股份出售套现,加上代理成本很低,吸引小股民入场,外部环境自然会迫使经理层追求股东利益最大化,从而形成了分散的股权结构。

#### 主要参考文献:

- [1] AusAID. Changing Corporate Asia: What Business Needs to Know[R]. 2002.
- [2] Khan, H. A. . Corporate Governance: the Limits of the Principal Agent Approach in Light of Family-based Corporate Governance System in Asia[J]. Journal of Finance, Forthcoming, 2001.
- [3] Klein, B. K. . Family Businesses in Germany: Significance and Structure[J]. Family Business Review, 2002, 13(3): 157-173.
- [4] Faccio, M. . The Ultimate Ownership of Western European Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 65: 365-395.