

【庖丁篇】— 刊於《經濟日報》，2020年9月10日

## 家族企業股權再集中謀鳳凰再生

彭倩

科大商學院陳江和亞洲家族企業與創業研究中心主任

筆者之前在本欄討論家族企業上市與退市的問題，分析了退市對家族企業來說不見得是一件壞事。本文擬以利豐集團和余仁生各自在歷史上的兩次退市作為研究案例，從中觀察和探討家族企業如何利用資本市場，作出對家族企業最有利的策略性發展決策。

### 富不過三代厄運

「富不過三代」是中國古代的一句諺語，但這個現象卻並非中國所獨有，全世界範圍都有類似的現象以及說法。然而，華人家族企業似乎更為「脆弱」。根據日本家族企業著名學者后藤俊夫分享的數據顯示，全球百年家族企業數目排名榜首的日本有名 2.53 萬家，排第二的美國有 1.17 萬家，隨後是德國，英國等。

全世界人口數第一的中國排名並沒有進前二十名的範疇。明顯中國內地五十年代的公私合營政策影響了當時民營企業的發展，改革開放之後，大量興起的民營企業到現在也才短短四十年時間，百年企業數目稀缺有其歷史原因。但遍布世界各地的華人總人口數眾多，與歐洲大國的人口數不相上下，華人百年企業數目依然是鳳毛麟角。

### 股權分散化的不利後果

筆者和金樂琦教授曾深入研究海外華人家族企業「富不過三代」的根源。除了不穩定的外部環境之外，另一很重要的原因是，華人家族企業的傳承遵循「諸子均分」的規則，又由於與舊時家族一夫多妾，子嗣眾多，到了第二三代後，家族企業的股權往往分散化到眾多嗣裔手中，「話事人」變多，管理企業無法達成共識，更有甚者帶來家族成員間管理權的紛爭。

另外由於家族下一代股權分散，若然後代嗣裔把股權出售予外人，原來家族對該家族公司的控制權，便有可能受到影響。企業管理因此也會受到挑戰，家族企業的傳承不容易延續、家族的聲譽、理念和價值亦同樣難以為繼，使家族企業最終或跌入「衰落」的陷阱，甚至擺脫不了「富不過三代」的「命運」。

我們研究少數傳承百年的華人家族企業的成功要素，除了可持續發展的商業模式、產品的多元化和全球化、跨代企業家精神、東西方文化和管理精髓的結合之外，股權再集中其實是最重要的因素。股權再集中，即在第二三代之後，其中一兩位家族成員買入其他兄弟姐妹的股份，實現家族分散的股權集中起來，「話事人」減少，確保家族的管理權和控制權不被稀釋。如何將股權再集中？利用資本市場就是一條可能的途徑。

## 利豐 1989 年的退市

事實上，家族企業可以透過上市籌集資金，推動家族企業擴張業務和進一步發展；也可以在適當時機，作出退市決定。透過再私有化，重新對家族企業的股權結構重組，以利於家族企業的未來發展。

以利豐集團為例，利豐是百年老店，至今有 114 年的歷史。利豐早期以進出口貿易為主，到利豐馮氏家族第三代，即馮國經及馮國綸兄弟從美國哈佛大學畢業回港，加入公司工作後，他們引入西方管理方式進行公司改革，之後於 1973 年把利豐在香港聯交所上市。上市之後，利豐開始走向多元化，到了 80 年代後期，利豐的業務已經由單一的貿易擴大到製造業，倉儲，航運以及保險等行業。但業務過於分散的利豐也開始出現增長乏力，再加上那時利豐家族持股分散，影響公司決策。利豐於 1989 年作出退市的決定，馮氏兄弟策略性地購入其表親兄弟等家族成員手中的股份，並引入一個私募股權公司，發動管理層槓桿收購，從而實現利豐的首次私有化計劃。

私有化後，馮氏兄弟對集團業務重組，並於 1992 年把出口貿易等核心業務再度上市。在上市過程中，私募基金把之前的投資變現退出，因而馮氏兄弟便成為利豐集團最大的控股股東。可以看到，利豐第一次退市，其實也是一個把家族企業分散化重新再集中的過程，將分散化的股權結構再集中起來。在利豐的發展全盛期，利豐被納入成為恒生指數成份股，市值一度逾 2000 億港元，並成為亞太地區績效表現出色的國際性大型商貿公司。可見這次退市，利豐把股權再集中，是一個對該集團發展有利的策略性決定。

## 余仁生 1996 年的退市

再以另一百年老店余仁生為例，余仁生是總部位於新加坡的著名跨國中醫藥材和中成藥製作與零售企業，公司成立於 1879 年，余仁生第一代開錫礦，並創建「仁生」藥鋪治療錫礦勞工。第二代余東旋將家族生意提升至新的高度，除了原有的錫礦業和中藥業，還開創了金融業，地產業，橡膠業和保險業等。余東旋是二十世紀初東南亞出名的企業家，社會地位崇高，妻妾子女眾多。余東旋將余仁生股份平均分給十三個兒子，每人只有約百分之六股權，根本沒有單一最大股東，業務一直發展平平。

1973 年余仁生在新加坡上市。1988 年余仁生第四代 38 歲的余義明接班，他對傳統中藥的業務前景信心十足，為此制訂了一個十分進取的 5 年計劃，所需經費由地產生意補貼。可是，余義明的一些長輩並不同意這個發展方向，他們沒有公開反對，但卻悄悄地將股份賣給一間大地產公司林增控股。1990 年，林增控股出手收購余仁生，余仁生第一次被迫私有化。

所幸余義明三年後聯合堂兄弟向林增控股回購了余仁生，並在 1996 年將新加坡和香港兩地的上市公司合併後再次私有化，余仁生在余義明的帶領下實現了股權和管理權的統一，自此一路高歌猛進。余仁生 2000 年在新加坡重新上市，2014 年余義明接受美國財經頻道 CNBC 訪問時表示，希望拓展西方和中國市場，在龐大的中藥行業佔一席位，從而成為一家市值 10 億美元的企業。

利豐和余仁生家族以上這兩次退市都實現了家族股權的再集中，對家族企業的未來發展產生了決定性影響，也成為華人家族企業成功延續百年的範本，值得其他家族參考借鑒。

## 退市提供「重新發展」空間

然而世界經濟發展瞬息萬變，余仁生在 2016 年再次退市，而利豐在今年 5 月也再次退市。最近的這兩次退市目的並不是股權的再集中，而是兩家企業都意識到上市已經不能給他們帶來更長遠的發展，選擇退市和吸引戰略合作夥伴加入更可能將公司推上一個新的台階。詳情請見筆者在本報 8 月 27 日的「家族企業尋突破 上市退市成良機」一文，本文不再贅述。

利豐和余仁生歷史上的若干次上市和退市，都帶有家族企業對自身未來發展作出策略性調整的意味。可以說，如何利用資本市場去做一些對家族企業有意義的事，影響可大可小，不容輕率對待。究竟利豐和余仁生在最近一次私有化後，在集團業務上如何進行調整、退市產生什麼後續效果，目前仍然有待觀

察，但無論是余仁生亦或利豐，選擇上市後退市，並非一件壞事。家族企業需  
要想清楚，究竟上市的目的是什麼？上市之後，在什麼情況下考慮退市，如何  
把握好合適的時機，利用資本市場，來作出對企業發展最有利的決策。這都是  
家族企業維繫歷久不衰、傳承、變革和發展的一個重要策略組成部分。