

# 大型家族控股公司：如何定义未来？

Jean Estin

Estin & Co 董事长&首席执行官

---

世界经济和股票市场已经经历了四十年强劲增长，行业重组带来的收购和处置促使大量的大型家族控股公司应运而生，这些公司的目标远不止是分散家族财富的风险。

目前，美国有超过 900 家资产超过 5 亿美元的家族控股公司，其中 400 家资产超过 10 亿美元，25 家超过 50 亿美元（平均来说，家族方持有股权占比小于 50%）。在全球范围内，这些家族控股公司的数量正以每年 18% 的速度增长。

其中一些家族控股公司，尤其在它们创立初期，很难明确自身定位及战略发展规划，因此也很难确定其公司架构。

## 公司角色

各个家族控股公司在相似的企业构架下往往会进行三种不同类别的投资——每个类别的逻辑是不同的；控股公司需要对它们进行不同的管理，并应定期对每个投资类别的比重进行复查调整：

- 家族股东所拥有的投资于原始产业/工业的股权；
- 家族办公室的多元化投资（现金、房地产、股权、投资于外部私募基金）；
- 直接投资类，以内部和外部资本组成的私募股权基金，或作为常青基金。

这些家族控股公司面临的主要挑战是，创始人需要从最初创立公司时的企业家的身份，转变到投资者，其中包含经营视角和方法的困难转变：

- 管理多元化的业务组合，而不是发展专注于单一业务的公司；
- 积累可复制的价值创造模式的专业知识，而不是深入了解某一项单一业务；
- 利用资产持有期和营收作为价值创造的杠杆，而不是长时间的开展单一活动；
- 在投资组合中，去管理那些领导人具有高度自主权的控股公司，而不是直接作为其公司的首席执行官，即使该公司可能覆盖很多业务。

## 定位及竞争力

在最初几年，这些家族控股公司在创造价值方面往往不如它们过去起源的公司那么成功，因为它们的领导人很难认识到它们所处的世界与“工业”公司的世界一样竞争激烈，但又有所不同。正因为如此，它们的定位和竞争力是不确定的：

- 相对于比他们更成熟的竞争对手（私募股权基金，其他成熟的投资者）；

- 相对于拥有同一目标的产业投资人；
- 相对于投资标的（对投资领域和自身需求的理解越来越深入）；
- 相对于他们招聘的小型、高素质的内部团队的需求，而这些团队期望获得与市场相比有竞争力的薪酬。

家族控股企业的业绩往往表现平平且不稳定。尽管某些成功的控股公司每年的股东总回报率（TSR）会超过25%；但大多数控股公司的平均股东总回报率（TSR）仅为5%，即使它们拥有非常多元化的项目结构：

- 价值创造策略是不确定的，或者没有系统地应用它；
- 价值创造策略、最佳资产持有期和预期的股东总回报率（TSR）之间存在着不一致；
- 投资进展缓慢，内部分析薄弱，无法做出后续决定，由于选择标准和选择过程缺乏一致性；
- 与管理的资产规模相比，投资规模过小；
- 高增长潜力的公司往往市场价格过高，可行的投资对象就被局限在需要提高营收或进行转型的企业中；
- 项目流短缺，或者公司的自身的威望不高；
- 很难确定影响被投资公司价值创造的关键因素，并帮助公司管理层在这些因素上进行定位，而不仅仅是提供运营的建议；
- 内部团队不具备投资的专业知识；
- 在管理投资组合的过程中很难考虑到市场和宏观经济周期的因素；并且一旦进行了投资，就很难舍弃。

他们所面对的投资市场越来越专业，竞争也越来越激烈。仅仅是私募股权就占了世界经济的2%（美国为5%）<sup>1</sup>，并且将继续强劲增长。在2010-2019年期间<sup>2</sup>，它产生了每年15%的平均回报率。

大型私募股权基金会明确地专注于某些行业或投资策略。专注于某一特定增长趋势的基金（尤其适用于2000年-2019年）在2000-2015年期间为其投资者创造了平均每年23%至30%的净股东总回报率（net TSR），例如美国 Vista（技术、软件、数字化），欧洲 Waterland（人口老龄化、休闲和奢侈品、外包和绩效改进、可持续发展），或 Advent 全球（亚洲和南美的新兴国家）

总的来说，大型家族控股公司面临着一个难以赶超的标准。

## 战略举措

取得长远性成功的大型控股公司往往将自身战略建立在三大支柱之上：

- 对两到三个泛产业（如消费品、零售、B2B 服务、高科技和电信、健康医疗、资本密集型产业等）及其成功因素有深刻的认识。

<sup>1</sup> 佣金，结转利息……

<sup>2</sup> 2007-2016 年间，扣除基础佣金的投资者回报率

- 拥有一个独特的价值创造体系，能够被可重复地、专业地施展开来，并适应当前漫长的宏观经济周期（长期增长期、过渡和反弹期、重组转变期等）。
- 价值创造体系、管理体系、资产持有期具有的高度一致性。

例如汉森信托 (Hanson Trust) 在上个世纪 70 年代和 80 年代的 20 年里，通过专注于半大宗商品（水泥、建材等）和必需消费品（香烟）领域内的多元化集团重组，将重心放在几个选定的杠杆上，比如调整核心业务、大规模资产处置、现金流创造、成本改制、管理层重组，因而创造了平均每年 20% 的股东总回报率 (TSR)。在高利率和低财务杠杆的背景下，汉森对这些集团的平均持有期为 2 年半至 3 年，投资组合内的资产周转很快。

伯克希尔-哈撒韦公司通过三种不同的投资策略，在过去的 55 年里创造了平均 20% 的股东总回报率 (TSR)；其中最近期的一个策略不太清晰，且回报率较前两个较低。

- *1964 年-1990 年*：对传统行业（如纺织、公用事业、出版、食品、金融服务等）的重组、转型和复苏进行“价值”投资。该策略很好地适应了高通货膨胀率、传统行业经历重组的商业周期。每年的股东总回报率 (TSR) 为 27%（同期美国股市为 10%）；除个别情况，持有周期为 5 年。该策略下唯一失败的案例是对纺织业的投资。这个失败案例说明了投资正经历大规模结构调整的产业存在风险——无论管理层和投资者的能力如何，都不可能在这种情况下创造价值。
- *1990 年-2008 年*：对适应于利率下降周期的长期增长战略，特别对那些长期保持增长且盈利的公司进行投资。主要对象为处于国际化进程中的消费品领域巨头（如可口可乐、麦当劳、安海斯-布什 Anheuser-Busch，宝洁等），和在这一时期具有强劲增长势头的金融服务行业（在 1990 年到 2007 年期间对美国 GDP 的占比从 5.7% 上升到了 7.1%）。每年的股东总回报率 (TSR) 是 14%（同期美国股市为 10%）。持有周期较前一个策略上升到了 10 至 20 年之间。
- *2008 年-2020 年*：继续保持对长期增长型企业（如苹果、亚马逊等）的投资，并结合对周期性或低增长行业（如航空业、汽车业）的投资。每年的股东总回报率 (TSR) 下降到了 12%（同期美国股市为 15%）。即便上一个经济周期的延续使得前一个投资策略更加具有吸引，但伯克希尔-哈撒韦公司可能不再相信上一个阶段的增长战略，或者没能够继续专注于此。

Artal 公司是两个比利时家族名下的控股公司，自 1989 年将 Tirlmong 糖厂出售给 Südzucker 以来，每年的平均股东总回报率是 15%。

有两项投资创造了大部分的价值。他们发生在农业食品行业内的两个增长期，与原来的业务有关：Weight Watchers（1999 年投资的 2.24 亿美元在 2012 年创造了 40-50 亿美元的资本收益和累积股利）；其次是 Blue Buffalo（宠物食品），在 2006 年至 2018 年期间大约有 20 亿美元的资本收益。

Weight Watchers 在 2012 年之后对农产品的其他投资、在其他行业内的投资和投资策略（针对纺织业的重组和复苏、生物科技和信息技术行业的成长等）的表现都低于股市平均水平。

虽然以上两个例外情况在很大程度上抵消了其他失败的投资，但由于缺乏持续一致的投资策略和重点行业关注，大约 40 人投资团队没能够创造系统且具有适应性的企业价值。

对于大型常青家族控股公司来说，没有对持有期的限制起初看来是相比传统私募基金的劣势。因为这使得投资长期增长或强劲的转型反弹战略成为可能。另外，家族企业是首选的投资标的（不同家族企业间的对话）。

但没有持有期限限制往往也是一个弱点。这种缺乏时间约束的情况给人一种错觉，以为还有足够的时间来充分发掘目前低估值标的的潜力。这种投资策略还需要不同层面的专业知识（运营层面和战略层面），而且落实起来非常复杂。如果在实行转型杠杆中有一两年的滞后，或者对公司战略定位下的恢复潜力评估不准确，就会不可挽回的破坏预期股东总回报率（TSR）。

类似的，在对长期增长项目的投资中，对增长实际维持时间和实现增长关键因素的错误认识往往意味着高的进入回报倍数将无法维持。

手头的时间并不能取代对价值创造关键因素的准确认知和落实以及对企业战略背景所必需的专业储备。

## 未来展望

竞争力和业绩表现对投资者和企业来说同样重要。20 世纪 70 年代和 80 年代的大型“长期股东”产业股权基金很快被适应力更强、效率更高的私募基金取代。

目前正在经历强劲增长的大型家族控股公司是否是一种有竞争力的替代模式？哪些公司将继续承担行业中的决定性角色？而哪些在经历家族两三代人发展后，最终所有权在股票市场被稀释？

Jean Estin

2021 年 2 月

*Estin & Co 是一家国际战略咨询公司，在苏黎世、巴黎、伦敦、纽约和上海均设有办公室。Estin & Co 协助欧洲、北美洲和亚洲各企业的首席执行官和高级管理人员制定和实施企业增长战略以及协助私募基金经理分析和估值*