

第 8 章 创业与股权融资

[学习目标]

通过本章学习，学生应理解股权融资的内涵和主要方法；股权设计的原则、程序以及股权激励；风险投资的内涵和运作过程；私募股权的内涵和流程。

[创业励志名言]

如果投资人比创业者还要聪明的话，那么这个企业基本上就算是完蛋了。

——羊东

导入案例

新三板之现状

全国中小企业股份转让系统（即新三板）是经国务院批准，依据证券法设立的全国性证券交易场所，2012 年 9 月 20 日正式注册成立，2013 年 1 月 16 日正式揭牌运营，是继上海证券交易所、深圳证券交易所之后第三家全国性证券交易场所。在场所性质和法律定位上，全国股份转让系统与证券交易所是相同的，都是多层次资本市场体系的重要组成部分。截止 2017 年 3 月 31 日，新三板挂牌公司总数达到 11023 家，所有挂牌公司总股本达到 6294.33 亿股，其中无限售股本为 2728.95 亿股。与此同时，2017 年一季度新三板挂牌公司累计股票发行金额达到 287.65 亿元，总共有 763 家公司在新三板实现了融资。尽管新三板挂牌公司的融资能力低于上市公司，但是在政策支持和 IPO 预期下，新三板受到了中小企业、风险投资和私募股权的青睐和追捧。

第 1 节 创业与股权融资概述

一、股权融资内涵

股权融资是指企业的股东愿意让出部分企业所有权，通过企业增资的方式引进新的股东，同时使总股本增加的融资方式，即出资者通过购买融资企业的股票实现资金的融通。资金融通后，出资者获得融资企业的部分股权并成为股东，同时行使与股权相匹配的股东权利，并享有企业剩余收益的分配权以及从股票转让中获得收益。与此同时，融资企业在获得资金后可以扩大再生产，增强企业的盈利能力。

股权融资所获得的资金，企业无须还本付息，但新股东将与老股东同样分享企业的赢利与增长。股权融资这一特点决定了其用途的广泛性，既可以充实企业的营运资金，也可以用于企业的投资活动。与股权融资不同，债权融资所获得的资金，企业首先要承担资金的利息，另外在借款到期后要向债权人偿还资金的本金，从而其用途主要是解决企业营运资金短缺的问题，而不是用于资本项下的开支。因而，股权融资在创业企业融资方式中具备一定的优势。

股权融资按融资的渠道来划分，主要有两大类：

第一，公开市场发售。所谓公开市场发售就是通过股票市场向公众投资者发行企业的股票来募集资金，包括我们常说的企业的上市、上市企业的增发和配股都是利用公开市场进行股权融资的具体形式。

第二，私募发售。所谓私募发售，是指企业自行寻找特定的投资人，吸引其通过增资入股企业的融资方式。因为绝大多数股票市场对于申请发行股票的企业都有一定的条件要求，例如《首次公开发行股票并上市管理办法》要求公司上市前股本总额不少于人民币 3000 万，因此对大多数中小企业尤其创业企业来说，较难达到上市发行股票的门槛，私募成为创业企业以及民营中小企业进行股权融资的主要方式。

二、股权融资特点

（一）期限长

股权融资筹措的资金在期限上具有永久性，无到期日，不存在到期还本付息的压力。股权资金是公司永久性资本，在公司持续经营期内都无需偿还，除非公司解散或破产。

（二）风险小

企业采用股权融资无须还本，投资人欲收回本金，需借助于流通市场。

由于我国证券市场规模相对较小，在投资工具单一和投资热情高涨并存的背景下，股票市场的市盈率和股价长时间维持在较高的水平，这可为股权融资企业及时足额的募集资金，且股权资金没有固定的到期日，一般也不用支付固定的股利，从而财务风险很小。

（三）负担轻

股权融资没有固定的股利负担，股利的支付与否和支付多少视公司的经营需要而定。而且即使公司有盈利，股利的发放还需要股东大会投票表决，否则不发放股利。

三、股权融资的主要方法

随着市场体系和监管制度的完善，产权市场为投融资者搭建的交易平台日益成熟，越来越多的初创企业和中小企业转向产权市场，通过股权融资缓解企业的资金饥渴，解决融资难题。在进行股权融资是，主要由以下几种方法。

（一）产权交易融资

产权交易是企业财产所有者以产权为商品而进行的一种市场经营活动，它遵循等价交换的原则，属于一种产权经营行为，其经营主体是企业财产所有者或所有者的代理。目前，产权交易作为一种市场经济的条件下的经营活动，在内容上可以分为两个不同层次：第一个层次是企业财产所有权的转让；第二个层次是在保持企业财产所有权不变的前提下，实行企业财产经营权的转让。产权交易作为一种市场经营活动，可通过购买式、承担债务式、吸收进股式、控股式以及承担安排全部职工等方式进行交易。

（二）股权出让融资

股权出让融资是指企业出让企业部分股权，以筹集企业所需要的资金。企业进行股权出让融资，实际上是吸引直接投资、引入新的合作者的过程，但这将对企业的发展目标、经营管理方式产生重大的影响。例如，可以吸引大型企业的投资，大企业投资小企业的方式一般是收购、兼并、战略联盟、联营。收购兼并的主要方式包括全面收购公司股权、部分收购企业股权、增资扩股等形式。除此之外，还可以通过吸收产业投资基金、政府投资、个人投资以及外商投资等形式进行股权出让。

（三）增资扩股融资

增资扩股融资，是指中小企业根据发展的需要，扩大股本，融入所需资金。

增资扩股利用直接投资所筹集的资金属于自有资本，与借入资金比较，更能提高企业的资信和借款能力，对扩大经营规模、壮大实力具有重要作用。而且资

本金没有固定支付的压力，财务风险较小。增资扩股吸收直接投资不仅可以筹集现金，而且能够直接获得其所需要的先进设备和技术，与仅筹集现金的方式比较，能更快地形成生产经营能力。然而，虽然资本金的报酬支付较灵活，但投资者需要分享收益，从而资本成本较高，特别是企业经营状况好，盈利较多时更是如此。除此之外，采用增资扩股方式筹集资金，投资者一般都会要求获得与投资数量相适应的经营管理权，这是接受外来投资的代价之一。

（四）杠杆收购融资

杠杆收购融资简称杠杆融资，有时候也称作“杠杆收购贷款”。它是以企业兼并为活动背景的，是指某一企业拟收购其他企业进行结构调整和资产重组时，以被收购企业资产和将来的收益能力做抵押，从银行筹集部分资金用于收购行为的一种财务管理活动。在一般情况下，借入资金占收购资金总额的 70%-80%，其余部分为自有资金，通过财务杠杆效应便可成功的收购企业或其部分股权。通过杠杆收购方式重新组建后的公司总负债率为 85%以上，且负债中主要成分为银行的借贷资金。在当前市场经济条件下企业日益朝着集约化、大型化的方向发展，生产的规模性已成为企业在激烈的竞争中立于不败之地重要条件之一。对企业而言，采用杠杆收购这种先进的融资策略，不仅能迅速的筹措到资金，而且收购一家企业要比新建一家企业来的快、而且效率也高。

第2节 创业股权融资设计

一、股权设计的原则

（一）股权比例适当原则

1、起初不要给资源承诺者大量股权

创业初期，企业迫切需要可以带来营业收入的直接资源，有些创业者可能很轻率的就拿公司的股权去交换对方的资源承诺，但是承诺的资源却不一定能够兑现。

创业公司价值需要整个团队长期投入时间和精力去实现，对于那些非全职参与创业的资源承诺者，不要一开始就释放过多的股权，可以优先考虑项目提成，谈利益合作，待资源导入达到一定的标准可适当的释放少部分股权。

2、不要简单的按照各自出资比例分配股权

企业的利润主要是靠人才来创造的，初始的启动资金在创业初期非常重要，但是企业发展到一定阶段后，资金便不是问题了，而人才却非常重要。让有能力的合伙人为没有能力的合伙打工是不能长久的，而且这样的股权结构，在周旭引进投资人也是很难的。

3、不宜给兼职人员过多的股权

一些创业公司在创业初期，存在一部分兼职人员参与创业的情况。对于这些兼职人员，不建议一开始就给予较高的股份，因为这些人即使水平再高、技术再好，他们并没有全幅心思为创业公司出力，最终是否加入创业公司还有很大的不确定性，甚至可能在后续的经营中会逐渐退出公司的经营。

对于这些兼职人员，建议可以采取先发放期权，待其全职参与公司经营后再行权。

4、不要过早用普通股权激励早期的普通员工

早期普通员工流动性大，他们更关注涨工资而不是股权激励。对早期普通员工发放普通股权是非常不明智的，一是股权激励成本很高，而是激励效果有效。

在公司创业早期，公司股权没有市场公允价格可以参考，给员工发放普通股权对员工不仅起不到激励效果，可能还会起到负面效果，员工可能会认为公司是不想发工资，而是用股权来“忽悠”他们。

（二）明确公司内部角色原则

公司有几种角色必须要清晰而明确：创始人、联合创始人、员工、外部投资人，其中创始人和联合创始人必须要全职投入。

在一个创始团队中，既扮演出资人，又提供部分资源，有时还协助公司事务

的人，是非常麻烦的。作为投资人，不管帮创业团队做了多少事，都是资本的增值部分，不能在投资人和创始人之间骑墙。

（三）股权架构干净原则

一个公司的股权大致分三类：创始人的股权、员工的期权和投资人的股权，彼此之间的股权要清晰分明。

作为创始人，在创始阶段可以出资也可以不出资，因为创始人是以过去的经验、资源以及未来对公司的全职投入作为条件来换得公司股权的，而且按照股权投资规则，创始人出小钱或不出钱占大股东，投资人出大钱占小股。

（四）明确股权的权和利原则

股权有两个核心利益：投票权（“权”）、收益权（“利”）。投票权，即表决权，就是根据所出资份额多少及约定享有相应的投票权，与控制公司的程度密切关联，包括一般投票权、相对控制权、绝对控制权；收益权，即分红权，就是根据所持股权份额享有相应比例的利益分配的权利。投票权决定分配权，因为控制了公司也就相应享有利益分配的决策权，这已为在大多数股权争夺的鲜活案例所证实。如知名的万科争夺战，戏称比国美大片还精彩，2016 年万科股权之争牵涉资产数千亿元，十方混战，史无前列。王石与他的同事们，依托万能性迅速崛起，同时以敌意收购为目的，各种融资手段都使用到了。大股东华润的摇摆、独立董事的高度亮相、恒大地产不按规矩出牌……背后暗涌流动。万科股权大战给我们带来的思考是：公司治理、制度性建设均存在缺陷。

（五）避免极端的股权架构

1、一股独大。“一股独大”是指在上市公司股本结构中，某个股东能够绝对控制公司运作，最典型的是家族企业，法律上只有一个股东，或者法律上体现的是两个人，但其实都是一家人。普遍认为，“一股独大”导致第一大股东完全支配了公司管理决策机制，形成一言堂，日常经营中一手遮天，容易出现诸如造假、不分配、肆意侵吞上市公司资产等漠视投资者利益和非法操纵行为，这是上市公司法人治理结构不平衡、不彻底、不完善的主要根源，也是证券市场资源配置效率低下等诸多弊端的源头。

2、高度分散。有许多的股东，都持有少量的股份，从而股东大会能真正成为公司的最高权力机构，且可以充分行使法人治理的结构，这在一定程度上能够防止大股东欺负中小股东。然而，这种结构和第一种刚好相反，在公司经营决策的时候很难形成高效决策，经营效率较低。之所以如此，由于股权高度分散，股东参与上市公司治理需要花时间成本甚至金钱成本，而股东收益却有限，因此股东一般会理性选择搭便车，对公司经营管理漠不关心，这不仅造成效率的低下，还容易导致经营者控制公司，形成内部人控制现象，由此带来“富了和尚穷了庙”、

上市公司被坐吃山空“空壳化”等问题，还可能在公司发展过程中遭遇很多意外的事件，例如被举牌。

3、股权均分。对于创业企业而言，最差的股权结构当属在合伙人之间平均分配股权，即股权均分，如两个创始人五五开，三个创始人各三分之一，这都是经典的创业必然分裂的股权结构。这种股权为什么差到极致呢？因为每个合伙人对企业的贡献是不可能完全一样的，但如果股权均分，就意味着股权与合伙人的贡献是不对等的，合伙人一起创业，除了情怀，还包括对经济利益的追求，项目没做成，还好说，如果获得了成功，心态肯定會发生变化，这时候各种各样的问题就会暴露出来，最终都会以“分手”告终。

【案例 8-1】 某公司只有 2 个股东，双方各占 50%的各一份。按照公司法规定，股东会决议需要过半数的表决权股东同意才有效。后来，两个股东因为其他原因导致争议，双方互不同意对方的提议，导致公司无法形成任何建议，导致经营不能正常进行。

4、比较理想的状态：主导者作为一个相对的大股东，在天使轮的时候要绝对控股（一般认为在 60%-70%以上），后面在不断稀释中，要保持相对控股权。因为，无论何时，公司都需要有一个稳定的核心，从而无论股权如何稀释，公司都要有向心力、有掌舵人，譬如任正非虽然仅持有华为 1.01%的股权，但他始终是华为的灵魂人。从而，即使个人不行，也一定要把团队形成“一致行动人”，控制投票权。

二、股权设计的程序

（一）确定股权架构设计的目标

创业企业要设计一个股权架构，总得来说是，有利于公司整体的快速发展，而不是个别股东利益最大化。

1、维护创始人控制权。这种控制权是有益的，其目的是保障公司有一个最终的决策者。用控制权，树立创始人在团队内部的影响力和话语权也是很有帮助的。

2、凝聚合伙人团队。现在，创业竞争的加剧、节奏的加快，联合创业的成功率远高于个人创业。特别是在竞争白热化、智商情商财商遍地、每个团队都要夺命狂奔的时代，不可能在公司发展的过程中再慢慢找人。股权架构的设计，要能够凝聚好合伙人，才能让团队更有竞争力。

3、让员工分享公司财富效应。有创始人和合伙人，对一个快速发展的创业企业来说还不够，需要有积极努力的员工，才能完成创业的使命。

4、促进投资者进入。现在创业创新，很大一个特点就是资本的助力，所

以股权架构设计要考虑资本如何进入，因为投资人投出巨额资金，但往往只是小股东，所以需要有一些特设的安排。

5、股权架构的设计要合规，不能构成公司上市障碍。以前在国内 IPO 很难，但是随着证券法的修改，在本土的资本市场，创业创新企业也会更加低门槛的上市，但是合规的要求不会降低，不能有法律的硬伤，特别是在股权架构方面。

（二）确定股权架构类型

据实务经验和研究，股权架构有三种类型：一元股权架构、二元股权架构以及 4×4 股权架构。

1、一元股权架构。这是指股权的股权比例、表决权(投票权)、分红权均一体化。在这种架构下，任何股东的权利是根据股权比例而区别的。这也是最简单的架构，需要重点避免的就是公司僵局的问题。实务中存在几个表决权“节点”：一是一方股东持有出资比例达到 33.4%以上的；二是只有两位股东且双方出资比例分别为 51%和 49%的；三是一方出资比例超过 66.7%的；四是有两股东且各方出资比例均为 50%的。在这里，第三种出资比例意味着，公司在任何情形下都不会形成僵局，因为表决权比例已经高达“三分之二”以上，对任何表决事项都可以单方形成有效的公司决议，除非公司章程对股东须“同意”的人数作出最低限制。最为糟糕的是第四种股权结构，在两股东各占 50%表决权的机制下，意味着公司作出任何决议均必须由双方一致同意方可有效。

2、二元股权架构。这是指股权在股权比例、表决权(投票权)、分红权之间做出不等比例的安排，将股东权利进行分离设计。我国的公司法修订后规定，章程可以约定同股不同权，当然，在股份公司下，只有不同类别的股东才能这样设计，同一类股票的权利应该是一致的。这种架构设计，适合那些，需要将分红权给某些合伙人，但将决策权给创始人的多个联合创始人情况。

3、4×4 股权架构。这就是在二元股权架构的基础上，将公司的股东分为四个类型，创始人、合伙人、员工、投资人，针对他们的权利进行整体性安排，以实现前面提到的五大目标。这个名词，是一个比喻，大部分人应该知道 4X4 是啥意思，当然不是等于 16，这里是指汽车的四驱。

为什么这么说呢？比如可以把每一个创业公司好比是一辆车，大家创业从事的行业就是赛道，创始人就是赛手。现在的创业创新，本质上是一场比赛，不管是越野赛还是 F1,创业者作为赛手，必须要好的赛车，而且必须是四驱的，那样动力足，克服困难阻力能力强。但是，现实中，很多创业公司还是一辆自行车，或辆三轮摩托车。四类这样的股东构成了 4×4 架构。

（三）合伙人股权分配

介绍分配前，先区分几个概念：股权、期权、限制性股权。股权是一开始就

给技术合伙人，技术合伙人参与感和心理安全感较高。通常适用于创业合伙人(创始人与联合创始人)；期权一开始并不是股权，得经历成熟期与行权后才变成股权，技术合伙人参与感与心理安全感要低些，通常适用于非核心团队的员工；(限制性)股权是先发，如果发现不合适可以再收；期权是股权先不给，等符合条件再给。

在股权分配的最后，还要完善股权成熟机制。这里非常重要的一点就是，股权划分完了，必须要有相应的股权兑现，即约定兑现期，否则股权的分配没有意义。这是说，股权按照创始人在公司服务时间，逐步兑现给创始人。道理很简单，创业公司是靠人做出来的，服务公司了股权才全部给。离开公司了就不能全部得到预期应该给的股权。因为股权要留给真正做的人。一般的做法是按照 4 年兑现。比方说，工作满第一年后兑现 25%，然后可以按照每月兑现 2%。

这是对创业公司和团队自身的保护。谁也没办法保证，发起人都会陪公司走到最后。事实上，绝大多数情况是某个(些)发起人由于各种原因会离开。不想看到的情景是：2 个发起人辛苦了 5 年，终于做出了成绩，而一个干了几个月的就离开的原发起人，几年后回来说公司一部分股权是属于他的。

(四) 创始人控制安排

这就涉及到有限责任公司的股东会与董事会这两个组织机构。创始人要控制公司，最简单、直接、有效的办法，是控股。公司的初始股权架构设计，首要解决的是创始人的持股权比例。创始人的持股类型包括绝对控制型(2/3 以上)、相对控制型(51%以上)与消极制型(34%以上)三种。不控股，怎么办？是否也可以控制公司？投票权委托、一致行动人协议、有限合伙、AB 股计划等，都可以是备选方案。京东上市前用的是投票权委托，上市后用 AB 股，上市前后无缝对接。

(五) 设计员工股权激励计划

员工股权激励计划，是指通过企业员工获得公司股权的形式，使其享有一定的经济权利，使其能够以股东身份参与企业决策、分享利润、承担风险，从而使其尽心尽力地为公司的长期发展服务的一种激励方法。这种股权激励机制最大的好处就是可以把员工利益、企业利益和股东利益捆绑在一起，有利于增强核心员工稳定性、营造企业长远发展所需要的良好团队精神。

需要注意的是，在进行股权激励时，创始人需要以出让股权为代价，如若比例安排不当，控制权便会受到威胁。因此，企业想建立员工股权激励机制时，需要先注意以下一些问题。

1、员工股权激励与股东投资机制的区别

员工股权激励机制与股东投资机制有着本质的不同，主要区别在于：员工股权激励是员工薪酬激励的一种，是以股权的方式体现员工的收益，但这种收益本

质上还是对于员工贡献的衡量；而股东投资则是以股东的出资作为收益的基础，本质上是对于股东资本的衡量，所以，在选取员工股权激励机制时不能将员工股权激励等同于股东投资。

2、员工股权激励的适用范围

员工股权激励机制是将企业的收益转化为员工收益的一种激励形式。在企业业务模式不稳定或业务短期内无法实现盈利的情况下，企业就无收益可以分配，某种程度上，会导致员工股权激励机制的失效；或者，会产生员工对于企业失去信心等负面作用。因此，企业在业务短期内无法实现盈利的情况下，慎用员工股权激励机制。

3、不能将员工股权激励代替员工的基本薪酬福利

股权激励机制是员工激励机制的一种，是一种长期的激励机制，它的特点是实现周期长，有利于长期保留员工。但是，在实行过程中，注意股权激励机制并不能替代工资、福利等短期激励机制，核心员工的稳定与保留必须将短期激励与长期激励相结合执行，才是有效的方式。

现在，员工股权激励机制已经逐步成为企业员工长期激励的一个重要组成部分，越来越多的企业希望引入员工股权激励计划。但是，是否实行员工股权激励机制，需要根据企业的实际情况综合考虑。

三、股权激励

创业公司发展早期，资金都比较紧张，而资金不足带来最大的一个问题，就是人员流失，尤其是团队的高级管理人员、核心员工，他们的流失会为创业公司造成不可估量的影响。为提高团队凝聚力、用有限的薪资留住管理层及核心员工，企业家们绞尽脑汁、慢慢研究出了以公司股权为标的，向公司的高级管理人员及核心员工在内的其他成员进行长期激励的制度，即股权激励。一般情况下都是附带条件的激励，如员工需在企业干满多少年，或完成特定的目标才予以激励，当被激励的人员满足激励条件时，即可成为公司的股东，从而享有股东权利。

（一）特点

1、长期激励

从员工薪酬结构看，股权激励是一种长期激励，员工职位越高，其对公司业绩影响就越大。股东为了使公司能持续发展，一般都采用长期激励的形式，将这些员工利益与公司利益紧密地联系在一起，构筑利益共同体，减少代理成本，充分有效发挥这些员工积极性和创造性，从而达到公司目标。

2、人才价值的回报机制

人才的价值回报不是工资、奖金就能满足的，有效的办法是直接对这些人才

实施股权激励，将他们的价值回报与公司持续增值紧密联系起来，通过公司增值来回报这些人才为企业发展所作出的贡献。

3、公司控制权激励

通过股权激励，使员工参与关系到企业发展经营管理决策，使其拥有部分公司控制权后，不仅关注公司短期业绩，更加关注公司长远发展，并真正对此负责。

【案例 8-2】1999 年 5 月，四通集团经营者以四通职工持股会名义投资 51%、四通集团投资 49%，成立北京四通投资有限公司。此后，四通投资购买了四通集团持有的香港四通 50.5%的股权。这被称为是中国第一例典型的管理层收购。

（二）原则

1、依法合规原则

这是最基本的原则。2016 年 8 月，证监会颁布了《上市公司股权激励管理办法》。根据这个管理办法，对于上市公司股权激励的模式、授予权益的价格，授予的程序以及其他方面都作了明确具体的规定。依法合规原则不可突破，否则你的方案将通不过证监会的备案或审批，另外还得接受证监会的处罚。尽管对于创业企业或非上市公司，股权激励没有什么特别的限制性规定。但是，方案本身的合法性需要符合《公司法》还有《合同法》、《劳动法》的有关规定。任何激励方案如果违反了法律的规定、违背的规范的要求，很可能在法律上是无效的。不但不能达到股权激励的目的，也会给公司和激励对象带来不小的损失，也为双方之间的纠纷，留下隐患。

2、自愿参与原则

即企业不能强迫员工参加股权激励。当然，想强迫未必能强迫得了。现在的员工的权利意识很强，这里主要指的是：不能变相强迫，比如，对不参加股权激励的人升职、涨工资的时候区别对待，或者在工作中给人穿小鞋。如果变相强迫员工参加，要么是方案没有设计好，对员工没有吸引力，达不到激励效果。要么就是，员工对企业有其他想法。对于这些不参加激励计划的人，企业家们也不能对他们另眼相看。在该原则下，企业家需要做的就是，把具有合伙人心态的员工挑选出来，用股权来激励他们。对于那些职业经理人心态的员工，用合理的报酬和管理方法，发挥其作用。而对于工作消极，又给周围员工带来负能量的人，一定要坚决清除出公司的队伍。

3、风险共担原则

股权激励的目的之一是利益共享，但是在设计股权激励方案的时候，也要尽量能够做到风险共担。比如说出资，出资是考验激励对象是否愿意与公司共进退的一种最有效的手段。不出钱的激励，谁都不会拒绝，但是是否真的能让员工珍惜这些股份，认识到这些股份的价值，还是要靠出钱。出了钱，就会有一定的风

险。但是在实践操作过程中，尽量降低激励对象的风险，提高员工参加激励计划的积极性，也是非常重要的。

4、激励与约束相结合原则

企业在设计股权激励方案时，大多数的时候都在思考是否能够激励到员工，能否充分调动员工的积极性，从而实现股权激励的目的。但是在考虑到股权激励方案的激励效果的同时，也应当注重约束机制的约定。

只有约束机制明确，才能够让员工在获得未来的收益的同时也应该考虑到自己的义务和责任，甚至可能产生的利益上的损失。最常见的约束机制包括对公司整体业绩条件的要求、对激励对象的个人绩效考核要求、对激励对象在公司服务期的要求、对激励对象勤勉尽责的要求等等。如果激励对象违反了这些约束机制的要求，那么授予他的股份可能会剥夺回来，也有可能让激励对象退还其股份的收益，赔偿公司的经济损失等。

5、不能妨碍公司的融资和进入资本市场原则

不能说每个企业都有进入资本市场的可能和未来上市的梦想。但是，绝大多数企业在可能的情况下，还是希望自己的公司在可能的情况下拥抱资本市场的。那么，设计的股权激励方案一定不能够成为公司获取外部融资和进入资本市场的障碍。

（三）模式

1、业绩股票

是指在年初确定一个较为合理的业绩目标，如果激励对象到年末时达到预定的目标，则公司授予其一定数量的股票或提取一定的奖励基金购买公司股票。业绩股票的流通变现通常有时间和数量限制。另一种与业绩股票在操作和作用上相类似的长期激励方式是业绩单位，它和业绩股票的区别在于业绩股票是授予股票，而业绩单位是授予现金。

2、股票期权

是指公司授予激励对象的一种权利，激励对象可以在规定的时期内以事先确定的价格购买一定数量的本公司流通股票，也可以放弃这种权利。股票期权的行权也有时间和数量限制，且需激励对象自行为行权支出现金。目前我国有些上市公司中应用的虚拟股票期权是虚拟股票和股票期权的结合，即公司授予激励对象的是一种虚拟的股票认购权，激励对象行权后获得的是虚拟股票。

3、虚拟股票

是指公司授予激励对象一种虚拟的股票，激励对象可以据此享受一定数量的分红权和股价升值收益，但没有所有权，没有表决权，不能转让和出售，在离开企业时自动失效。

4、股票增值权

是指公司授予激励对象的一种权利，如果公司股价上升，激励对象可通过行权获得相应数量的股价升值收益，激励对象不用为行权付出现金，行权后获得现金或等值的公司股票。

5、限制性股票

是指事先授予激励对象一定数量的公司股票，但对股票的来源、抛售等有一些特殊限制，一般只有当激励对象完成特定目标（如扭亏为盈）后，激励对象才可抛售限制性股票并从中获益。

6、延期支付

是指公司为激励对象设计一揽子薪酬收入计划，其中有一部分属于股权激励收入，股权激励收入不在当年发放，而是按公司股票公平市价折算成股票数量，在一定期限后，以公司股票形式或根据届时股票市值以现金方式支付给激励对象。

7、经营者/员工持股

是指让激励对象持有一定数量的本公司的股票，这些股票是公司无偿赠与激励对象的、或者是公司补贴激励对象购买的、或者是激励对象自行出资购买的。激励对象在股票升值时可以受益，在股票贬值时受到损失。

8、管理层/员工收购

是指公司管理层或全体员工利用杠杆融资购买本公司的股份，成为公司股东，与其他股东风险共担、利益共享，从而改变公司的股权结构、控制权结构和资产结构，实现持股经营。

9、帐面价值增值权

具体分为购买型和虚拟型两种。购买型是指激励对象在期初按每股净资产值实际购买一定数量的公司股份，在期末再按每股净资产期末值回售给公司。虚拟型是指激励对象在期初不需支出资金，公司授予激励对象一定数量的名义股份，在期末根据公司每股净资产的增量和名义股份的数量来计算激励对象的收益，并据此向激励对象支付现金。

以上第一至第八种为与证券市场相关的股权激励模式，在这些激励模式中，激励对象所获收益受公司股票价格的影响。而帐面价值增值权是与证券市场无关的股权激励模式，激励对象所获收益仅与公司的一项财务指标——每股净资产值有关，而与股价无关。

（四）价值

1、创业公司

股权激励有利于缓解公司面临的薪酬压力。由于绝大多数非上市公司都属于中小型企业，他们普遍面临资金短缺的问题。因此，通过股权激励的方式，公

司能够适当地降低经营成本，减少现金流出。与此同时，也可以提高公司经营业绩，留住绩效高、能力强的核心人才。

2、原有股东

实行股权激励有利于降低职业经理人的“道德风险”，从而实现所有权与经营权的分离。非上市公司往往存在一股独大的现象，公司的所有权与经营权高度统一，导致公司的“三会”制度等在很多情况下形同虚设。随着企业的发展、壮大，公司的经营权将逐渐向职业经理人转移。由于股东和经理人追求的目标是不一致的，股东和经理人之间存在“道德风险”，需要通过激励和约束机制来引导和限制经理人行为。

3、公司员工

实行股权激励有利于激发员工的积极性，实现自身价值。中小企业面临的最大问题之一就是人才的流动问题。由于待遇差距，很多中小企业很难吸引和留住高素质管理和科研人才。实践证明，实施股权激励计划后，由于员工的长期价值能够通过股权激励得到体现，员工的工作积极性会大幅提高，同时，由于股权激励的约束作用，员工对公司的忠诚度也会有所增强。

第3节 创业与风险投资

一、风险投资的内涵

所谓风险投资,简称 VC (Venture Capital),是指由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。风险投资机构是风险投资体系(由投资者、风险投资机构、中介服务机构和风险企业构成)中最核心的机构,是连接资金来源与资金运用的金融中介,是风险投资最直接的参与者和实际操作者,同时也最直接地承担风险、分享收益。我国目前风险投资机构包括五类:政府出资的风险投资机构、民间出资的风险投资机构、外资设立的风险投资机构、上市公司出资的风险投资机构以及金融系统出资的风险投资机构。为鼓励风险投资,积极拓宽中小企业融资渠道,国家通过税收政策鼓励风险投资机构增加对中小企业的投资。

就风险投资的特征而言,主要由以下几种类型。

(一)“遍地开花式”风投

“遍地开花式”风投资金雄厚,一般手上都握有超过1亿美元的投资基金。通常来说,这些风投公司里的投资人之前都有过创业经验,他们的投资思维基本上可以归结为一句话——害怕错过下一个独角兽,毕竟有钱就是任性。

这类风投最适合刚刚创业的新手,有愿景,或敢于铤而走险的创业者,因为他们愿意为自己的未来赌一把,“让我们改变这个世界”就是这些创业者的信条。当然啦,这类风投通常会出现在诸如“年度最多投资榜单”上。

(二)“有背景的”风投

“有背景的”风投指的是政府气息浓重的风投公司,这类风投公司其实手头上也不差钱,但是如果让他们给你投资,那么至少得等无数个“红头文件”批复。

通常来说,想要通过创业公司套现,或是有创业愿景的创业者会喜欢这种类型的风投,他们一般和政府有着非常可靠的关系,投资人通常会根据政府要求通过创业加速器/孵化器的形式注资,而且自己也会变成创业导师。

千万不要把这种类型风投的关系搞僵,即便他们不会害你,但是却能把你列入“黑名单”。他们会在业界传播你的名声,即便你的业务能够有所发展,公司也能够正常运营,但是想要获得其他风投投资的几率则大大降低了。

(三)“孵化式”风投

这种风投大多是从创业加速器/孵化器中分支出来的。他们的投资金额不会太大,但是会更紧密地支持创业者。基本上,创业者都是靠这类风投的投资才得

以起步，并有所突破。为了让创业公司能够达到一定规模，这种风投公司会给投资者更多自治权，而不是去扮演导师的角色，他们更多地是关注那些刚开始创业、有远大愿景、执行力较强的创业者。

（四）“独角兽式”风投

这种风投是绝大多数创业者梦寐以求的。如果你看过电影《社交网络》，那么肖恩帕克对马克扎克伯格而言就是这种类型的风投，他会对创业者说：“你只想赚几百万美元？来吧，我们会赚几十亿！”这种风投通常有十分强大的关系网，人脉也很广。基本上，他们都是从创业者转型为投资人的，如果要举个例子的话，Lowercase Capital 应该算是这种类型的风投。

二、风投的运作过程

风险投资的运作包括融资、投资、管理、退出四个阶段。

（一）融资阶段

融资阶段主要就是解决“钱从哪儿来”的问题。通常，提供风险资本来源的包括养老基金、保险公司、商业银行、投资银行、大公司、大学捐赠基金、富有的个人及家族等，在融资阶段，最重要的问题是如何解决投资者和管理人的权利义务及利益分配关系安排。

（二）投资阶段

投资阶段就是解决“钱往哪儿去”的问题。专业的风险投资机构通过项目初步筛选、尽职调查、估值、谈判、条款设计、投资结构安排等一系列程序，把风险资本投向那些具有巨大增长潜力的创业企业。

（三）管理阶段

管理阶段解决“价值增值”的问题。风险投资机构主要通过监管和服务实现价值增值，“监管”主要包括参与被投资企业董事会、在被投资企业业绩达不到预期目标时更换管理团队等成员等手段，“服务”主要包括帮助被投资企业完善商业计划、公司治理结构以及帮助被投资企业获得后续融资等手段。价值增值型的管理是风险投资区别于其他投资的重要方面。

（四）退出阶段

退出阶段解决“收益如何实现”的问题。风险投资机构主要通过 IPO、股权转让和破产清算三种方式退出所投资的创业企业，实现投资收益。退出完成后，风险投资机构还需要将投资收益分配给提供风险资本的投资者。

三、风投的构成要素

风险资本、风险投资人、投资对象、投资期限、投资目的和投资方式构成了风险投资的六个要素。

（一）风险资本

风险资本是指由专业投资人提供给快速成长并且具有很大升值潜力的新兴公司的一种资本。风险资本通过购买股权、提供贷款或既购买股权又提供贷款的方式进入这些企业。

风险资本的来源因时因国而异。在美国，年金比重最高，占全部风险资本的46%，其次是国外资金、捐赠和公共基金以及大公司产业资金，分别占14%、12%和11%，个人和家庭资金占的比重较小，大约只占到了8%。与美国不同，欧洲国家的风险资本主要来源于银行、保险公司和年金，分别占全部风险资本的31%、14%和13%，其中，银行是欧洲风险资本最主要的来源，而个人和家庭资金只占到2%。而在日本，风险资本主要来源于金融机构和大公司资金，分别占36%和37%。其次是国外资金和证券公司资金，各占10%，而个人与家庭资金也只到7%。按投资方式分，风险资本分为直接投资资金和担保资金两类。前者以购买股权的方式进入被投资企业，多为私人资本；而后者以提供融资担保的方式对被投资企业进行扶助，并且多为政府资金。

（二）风险投资人

风险投资人大体可以分为以下四类。

1、风险资本家

风险资本家，是指有组织地进行募集、管理风险资本，寻求、挑选投资项目，投资并监督、扶助被投资企业的人，他们是向其他企业家投资的企业家，与其他风险投资人一样，他们通过投资来获得利润。但不同的是，风险资本家所投出的资本全部归其自身所有，而不是受托管理的资本。

在风险投资中，风险资本家与创业者实际上是在共同创业。从风险资本家与创业者达成初步投资协议开始，双方就形成了一种合作关系，共同计划融资方案，寻找尚缺资金，以求最终实现投资。此后双方继续紧密合作，并随着投资过程的逐步进展，关系也越来越紧密，且共同的目标始终只有一个，即让企业顺利成长并使其最终成熟，从而使创业者圆其创业梦，风险资本家也得以撤出投资获得高额回报。

2、风险投资公司

风险投资公司，是指把所掌管资金（风险资本）有效地投入富有盈利潜力的高科技企业，并通过后者的成功、上市或被并购而获取资本报酬的企业。风险

投资公司的种类有很多种，但是大部分公司通过风险投资基金来进行投资，这些基金一般以有限合伙制为组织形式，而风险投资公司则作为普通合伙人管理该基金的投资运作，并获得相应报酬。从所有权归属和隶属关系来看，风险投资公司自身的组织形式主要包括上市公司、私有制公司、银行附属公司、风险投资股份公司以及辛迪加组织等。

美国的红杉资本（Sequoia Capital）可能是最成功的风险投资公司之一。红杉资本已经在中国成立了红杉中国基金。管理合伙人是中国风险投资界比较成功的投资人张帆和沈南鹏。日本的软银投资公司，在世界上也被认为是成功的风险投资企业，该公司因为从投资美国的雅虎网站中获利颇丰。值得一提的是，该公司在中国投资不仅并购了好耶网络广告的分众传媒，而且阿里巴巴的马云也曾在 1995 年获得其风险投资。除此之外，中国大陆在海外上市的互联网企业都曾获得过风险投资的支持，如说腾讯的马化腾、百度的李彦宏、盛大的陈天桥和搜狐的张朝阳都曾获得美国风险投资公司的资金支持。

表 8-1 2017 年中国顶级风险投资机构

排名	名称	主要管理人	主要投资领域
1	深创投	孙东升	TMT、消费升级、生物医药、节能环保等
2	IDG 资本	熊晓鸥	互联网与高科技、新型消费及服务、医疗健康、工业技术、文化旅游等
3	红杉资本中国基金	沈南鹏、周逵、计越	科技/传媒、医疗健康、消费品/服务、工业科技等
4	高瓴资本	张磊	消费与零售、科技创新、医疗健康等
5	金沙江创投	朱啸虎、丁健、林仁俊	消费互联网、企业服务、医疗健康等
6	达晨创投	肖冰、刘昼	TMT、医疗健康、消费服务、智能制造等
7	君联资本	朱立南、陈浩、王能光	TMT 及创新消费、现代服务和智能制造、医疗健康、文化体育等
8	经纬中国	张颖、徐传陞、邵亦波	互联网、移动互联网、交易平台等
9	创新工场	李开复	人工智能、高科技、文体娱乐等
10	今日资本	徐新	消费品品牌、零售连锁、消费互联网等

资料来源：界面、今日头条

3、产业附属投资公司

这类投资公司往往是一些非金融性实业公司下属的独立风险投资机构，他们代表母公司的利益进行投资。这类投资人通常主要将资金投向一些特定的行业。和传统风险投资一样，产业附属投资公司也同样要对被投资企业递交的投资建议书进行评估，深入企业作尽职调查并期待得到较高的回报。

4、天使投资人

天使投资人，又称为投资天使(Business Angel)，指具有一定净财富的个人或者机构，对具有巨大发展潜力的初创企业进行早期的直接投资，属于一种自发而又分散的民间投资方式。这类投资人通常投资于非常年轻的公司以帮助这些公司迅速启动。在风险投资领域，“天使投资人”这个词指的是企业家的第一批投资人，这些投资人在公司产品 and 业务成型之前就把资金投入进来。

创业者在寻求和选择天使投资人时，应注意回避以下几类投资人。

1、鲨鱼型天使投资人

这种人是最坏的家伙。他们参与早期投资的唯一目的就是要利用创业者在融资和交易经验方面的缺乏。如果长期负债过程变成了一个纯粹的折磨，那到时候你就得向投资人卑躬屈膝了。

2、官司型天使投资人

官司型天使投资人会找各种各样的借口把你告上法庭。这种天使投资人从来都不关心你公司可以提供的回报，而是试图通过恐吓、威胁和诉讼来赚钱。他们知道你没有资源跟他们斗，所以算定了你会投降。遇到这样的天使投资人，你就得跟你的律师保持紧密联系。

3、高人一等型天使投资人

有很多成功的商业人士出身的天使投资人相信自己比其他人有着明显的优越性。这些人通常是些霸道、消极的人，对你所做的每一个决策都会歇斯底里的挑剔。摊上这样的天使投资人，你千万别被吓着，做出错误的决策。

4、控制狂型天使投资人

这种天使投资人一开始像是你最好的新朋友。一旦你得到融资后，他就等着。只要你一犯错误，他就会拿出协议，要求将赋予他更多的控制权的条款升级成他必须进入你的公司的条款，由他亲自掌控你的公司。这时，唯一能救你的就是你的董事会了。

5、教程式天使投资人

教程式天使投资人不是控制你，而是想在每一件事上都手把手地教你。这在投资之前提供辅导听起来不错。但他们给你开了支票后，就想一天 24 小时帮你。这就是最大的烦扰。最初，你对他们的投资表示感谢，也可能会对他们表示宽容，但是最终这种重担会把你压垮。跟他们保持距离是最好的解决办法。

6、过气天使

这样的天使投资人往往出现在每一次的经济扰动期。他们通常都是有资金流动问题的“空中飞人”。他们每天会参加一些俱乐部，但却背着债务。他们会跟你见面，而且会问你很多问题，但是从来都不会跟你成交。跟他们打交道，你要学会结束谈话。

7、哑巴天使投资人

财富不是商业精英的代名词。你可以通过他们问的问题来判断他们是不是哑巴天使投资人。如果他们问一些肤浅的问题或者根本不懂业务，那就不可能跟他们形成成功的长期合作关系。但是不要忘记，有钱人通常会有些精明的朋友。

8、假扮型天使投资人

这种人到处都有，通常会扮成律师和会计师。他们根本没意向投资你的公司，而是会诱使你签署向你介绍真正投资人的收费协议。经纪人的工作往往是值得付费的，但是要认清谁是天使，千万别被误导。

（三）投资对象

风险投资的产业领域主要是高新技术产业，比如软件、药品、通信技术领域。如果风险企业家能有一项受保护的先进技术或产品，那么他的企业就会引起风险投资公司更大的兴趣。这是因为高技术行业本身就有很高的利润，而领先的或受保护的高技术产品/服务更可以使风险企业很容易地进入市场，并在激烈的市场竞争中立于不败之地。因此，这些企业常常可以筹集到足够的资金以渡过难关。

【案例 8-3】 2016 年 12 月 23 日，阿里巴巴集团旗下本地生活服务 O2O 平台口碑进行了新一轮融资，融资额约为 12 亿美元，估值为 80 亿美元。近年来，利用互联网订购外卖的用户越来越多，预约美容护理和寻找家政等本地生活服务也吸引了大量消费。本地生活服务 O2O 市场已经成为包括阿里巴巴、百度、腾讯在内的中国互联网公司的必争之地，具有非常大的空间。可见，对于创业项目而言，自身的成长性高低关键在于寻找持续增长的核心能力。

（四）投资期限

风险投资人帮助企业成长，但他们最终寻求渠道将投资撤出，以实现增值。风险资本从投入被投资企业起到撤出投资为止所间隔的时间长短就称为风险投资的投资期限。作为股权投资的一种，风险投资的期限一般较长。其中，创业期风险投资通常在 7-10 年内进入成熟期，而后续投资大多只有几年的期限。

（五）投资目的

风险投资虽然是一种股权投资，但投资的目的并不是为了获得企业的所有权，不是为了控股，更不是为了经营企业，而是通过投资和提供增值服务把投资企业作大，然后通过公开上市（IPO）、兼并收购或其它方式退出，在产权流动中实

现投资回报。

（六）投资方式

从投资性质看，风险投资的方式有三种：一是直接投资。二是提供贷款或贷款担保。三是提供一部分贷款或担保资金同时投入一部分风险资本购买被投资企业的股权。但不管是哪种投资方式，风险投资人一般都附带提供增值服务。风险投资还有两种不同的进入方式。第一种是将风险资本分期分批投入被投资企业，这种情况比较常见，既可以降低投资风险，又有利于加速资金周转；第二种是一次性投入。这种方式不常见，一般风险资本家和天使投资人可能采取这种方式，一次投入后，很难也不愿提供后续资金支持。

第4节 私募股权

一、私募股权的内涵

私募股权（Private Equity，PE）也就是私募股权投资，从投资方式角度看，是指通过私募形式对私有企业，即非上市企业进行的权益性投资。在交易实施过程中，PE 会附带考虑将来的退出机制，即通过公司首次公开发行股票（IPO）、兼并与收购（M&A）或管理层回购（MBO）等方式退出获利。简单来看，PE 投资就是 PE 投资者寻找优秀的高成长性的未上市公司，注资其中，获得其一定比例的股份，推动公司发展、上市，此后通过转让股权获利。

广义的 PE 为涵盖企业首次公开发行前各阶段的权益投资，即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和 Pre-IPO 各个时期企业所进行的投资。在中国，私募分为直接投资到中国境内目标企业的私募和通过在海外设立离岸公司方式进行的红筹私募。狭义的 PE 主要指对已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分，主要是指创业投资后期的私募股权投资部分，而这其中并购基金和夹层资本在资金规模上占最大的一部分。在中国，PE 主要是指这一类投资。

一般而言，私募股权具有以下特点。

（一）资金筹集的私募性与广泛性

私募股权投资资金主要通过非公开方式面向少数机构投资者或个人募集，其销售、赎回都是通过私下与投资者协商进行的；资金来源广泛，一般有富有的个人、风险基金、杠杆并购基金、战略投资者、养老基金和保险公司等。

（二）投资对象是有发展潜力的非上市企业

私募股权投资一般投资于私有公司即非上市企业，并且其项目选择的唯一标准是能否带来高额投资回报，而不拘泥于该项目是否应用了高科技和新技术。换言之，关键在于一种技术或相应产品是否具有好的市场前景而不仅在于技术的先进水平。

（三）融合权益性的资金支持和管理支持

私募股权基金多采用权益投资方式，对被投资企业的决策管理享有一定的表决权。反映在投资工具上，多采用普通股或者可转让优先股以及可转债的形式。私募股权投资者通常参与企业的管理，主要形式有参与到企业的董事会中，策划追加投资和海外上市，帮助制定企业发展策略和营销计划，监控财务业绩和经营状况，协助处理企业危机事件。目前一些著名的私募股权投资基金有着丰富的行业经验与资源，他们可以为企业有效的策略、融资、上市和人才方面的咨询

和支持。

(四)流动性较差的中长期投资

私募股权投资期限较长,一般一个项目可达 3~5 年或更长,属中长期投资;投资流动性差,没有现成的市场供非上市公司股权的出让方与购买方直接达成交易。需要说明的是,私募股权投资本身从全球范围寻找可投资项目,并不区分国际国内。

二、私募股权的类型

根据被投资企业发展阶段划分,私募股权投资主要可分为创业风险投资(Venture Capital)、成长资本(Development Capital)、并购资本(Buyout Capital)、夹层投资(Mezzanine Capital)、Pre-IPO 投资(Pre-IPO Capital)以及上市后私募投资(Private Investment in Public Equity, PIPE)等类型。

(一)创业风险投资

投资创业风险投资主要投资技术创新项目和科技型初创企业,从最初的一个想法到形成概念体系,再到产品的成型,最后将产品推向市场。提供通过对初创的资金支持和咨询服务,使企业从研发阶段充分发展并得以壮大。由于创业企业的发展存在着财务、市场、营运以及技术等诸多方面的不确定性,因而具有很大的风险,这种投资能够持续的理由是投资利润丰厚,能够弥补其他项目的损失。

(二)成长资本

成长期投资针对的是已经过了初创期发展至成长期的企业,其经营项目已从研发阶段过渡到市场推广阶段并产生一定的收益。成长期企业的商业模式已经得到证实而且仍然具有良好的成长潜力,通常是用 2~3 年的投资期寻求 4~6 倍的回报,一般投资已经有一定规模的营收和正现金流,通常投资规模为 500 万~2000 万美元,具有可控的风险和可观的回报。成长资本也是中国私募股权投资中比例最大的部分,从 2008 年的数据看,成长资本占到了 60%以上。

(三)并购资本

并购资本主要专注于并购目标企业,通过收购目标企业股权,获得对目标企业的控制权,然后对其进行一定的重组改造提升企业价值,必要的时候可能更换企业管理层,成功之后持有一定时期后再出售。并购资本相当大比例投资于相对成熟的企业,这类投资包括帮助新股东融资以收购某企业、帮助企业融资以扩大规模或者是帮助企业进行资本重组以改善其营运的灵活性。并购资本涉及的资金规模较大,常达 10 亿美元左右,甚至更多。

(四)夹层投资

夹层投资的目标主要是已经完成初步股权融资的企业。它是一种兼有债权投资和股权投资双重性质的投资方式，其实质是一种附有权益认购权的无担保长期债权。这种债权总是伴随相应的认股权证，投资人可依据事先约定的期限或触发条件，以事先约定的价格购买被投资公司的股权，或者将债权转换成股权。夹层投资的风险和收益低于股权投资，高于优先债权。在公司的财务报表上，夹层投资也处于底层的股权资本和上层的优先债(高级债)之间，因而称为“夹层”。与风险投资不同的是，夹层投资很少寻求控股，一般也不愿长期持有股权，更倾向于迅速地退出。当企业在两轮融资之间，或者在希望上市之前的最后冲刺阶段，资金处于青黄不接的时刻，夹层投资者往往就会从天而降，带给企业最需要的现金，然后在企业进入新的发展期后全身而退。这也是它被称为“夹层”投资的另一个原因。夹层投资的操作模式风险相对较小，因此寻求的回报率也低一些，一般在 18%~28% 左右。

(五) Pre-IPO 投资

Pre-IPO 投资主要投资于企业上市前阶段，或者预期企业近期上市的企业规模与盈利已达到可上市水平的企业，其退出方式一般为上市后从公开资本市场上出售股票。一般而言，Pre-IPO 投资者主要有投行型投资基金和战略型投资基金两类。(1) 投行型的投资基金如高盛、摩根斯坦利等投资基金，它们具有双重身份——既是私募股权投资者，又是投资银行家。作为投资银行家，他们能够为企业的 IPO 提供直接的帮助；而作为私募股权投资者的身份则为企业的股票进行了价值“背书”，有助于提升公开市场上投资者对企业股票的信心，因此投行型投资基金的引入往往有助于企业股票的成功发行。(2) 战略型投资基金，致力于为企业提供管理、客户、技术等资源，协助企业在上市之前建立起规范的法人治理结构，或者为企业提供专业的财务咨询。Pre-IPO 投资具有风险小、回收快的优点，并且在企业股票受到投资者追崇的情况下，可以获得较高的投资回报。

(六) PIPE 投资

PIPE 是 Private Investment in Public Equity 的缩写，它是指投资于已上市公司股份的私募股权投资，以市场价格的一定折价率购买上市公司股份以扩大公司资本的一种投资方式。PIPE 投资分为传统型和结构型两种形式，传统型 PIPE 由发行人以设定价格向 PIPE 投资人发行优先股或普通股，结构型 PIPE 则是发行可转换为普通股或者优先股的可转债。相对于二次发行等传统的融资手段，PIPE 融资成本和融资效率相对较高，监管机构的审查较少，而且不需要昂贵的路演成本，这使得获得资本的成本和时间都大大降低。PIPE 比较适合一些不希望应付传统股权融资复杂程序的快速成长为中型企业的上市公司。

三、私募股权的优势

私募股权起源于西方发达国家，并且经过多年的实践，已经初具规模，具有了融资周期短、防止股权分散、引进有效管理等优势，极大的促进了欧美国际经济的发展。而私募股权进入我国时间不久，但已经具有了强势的发展劲头，更由于我国市场融资渠道单一等各方面的矛盾，使得私募股权基金更有发展的潜力，私募股权融资在我国主要有以下几个优势。

（一）融资周期短、效率高

现在我国的私募股权主要是针对于发展中的中小企业，这些企业具有一个共同的特点就是处于成长阶段，资金需求量大并且风险较高，对于传统融资方式他们并没有足够的抵押或者信誉去申请贷款，并且传统融资方式的门槛较高，并且其中间还有一定的中介费用，大多数需要资金的企业都不能很好很快的取得自己需要的资金。中小企业所拥有的仅仅是一个未来发展的潜力，对于求稳的传统融资方式来说并不能完全满足它们的要求，所以使得大多数有很好发展前景的企业不能的得到一个好的发展。而私募股权融资一般都是着重看企业的发展潜力和未来的回报能力，在选择企业的时候更重要的是看企业的创新性和能力，并且其融资的中间环节简单，一般都是投资者直接与企业接触，省去了中间环节，不会有其他的费用产生，这样如果私募股权融资机构认为一个企业可以投资，那么资金到位时间将大大缩短，同时资金的运用效率也将会大大的提升，从而形成一种良性的循环，这种方式更有利于我国现在经济的发展趋势。

（二）加强企业的管理能力

现阶段我国企业还存在的一个弊端就是缺乏现代企业管理经验，缺少对企业的规划，主要的原因是我国的职业经理人制度还未普及，这也是制约企业发展的因素。而私募股权投资基金在对企业的投资过程中不仅给企业带来了资金的帮助，还本着对企业对自有资金投资安全的考虑，会对所投资企业进行一定的监督和管理，不仅避免了企业的股权分散问题，还能为企业提供先进的管理知识与领导者才能，让双方为使企业达到利益最大化的目标而一同努力。这些都是资金以外带来的附加价值，是私募股权融资特有的一种优势。

（三）降低财务成本

发达国家企业的 CFO（首席财务官）的一个重要职责就是设计最优的企业资本结构，从而降低财务成本。通过股权融资和债权融资的合理搭配，企业不仅可以降低财务风险，而且可以降低融资成本。获得私募股权融资后的企业会有更强的资产负债表，会更加容易获得银行贷款，进而降低贷款成本。

（四）提升企业价值

一般的企业在私募股权融资以后，其影响力和知名度都会有一定的提升。因为私募股权基金在投资之前都会做一定的尽职调查，做好充分的分析和研究以后，确认该企业确实有一定的发展潜力和能力以后才会投资，这样就间接的对企业能力做出了一定的认可，让该企业在行业内有了更好的市场知名度，并且得到更多的客户的信任，从而提升企业自身的内在价值。正如现在国内现在推行的“PPP”模式，一些私募股权与政府合作，以政府资金投资企业，这些企业不仅可以得到政府的一定的帮助，还能拥有政府背景，使得企业融入更广的关系网，带来更多的客户资源。

四、创业企业进行私募股权的流程

（一）事前准备

首先，创业企业和投资银行(或者融资顾问)签署服务协议。这份协议包含投资银行为企业获得私募股权融资提供的整体服务。之后，投资银行立刻开始和融资企业组建专职团队，准备专业的私募股权融资材料。

私募股权融资材料包括以下三项材料。

- 1、私募股权融资备忘录—关于公司的简介、结构、产品、业务、市场分析、竞争者分析等等；
- 2、历史财务数据—企业过去三年的审计过的财务报告；
- 3、财务预测—在融资资金到位后，企业未来三年销售收入和净利润的增长(PE 通常依赖这个预测去进行企业估值，所以这项工作是非常关键的)。

其次，投资银行与企业共同为企业设立一个目标估值，即企业愿意出让多少股份来获得多少资金。一般而言，企业出让不超过 25%的股份，尽量减少股权稀释，以保证对企业的经营控制权。

再次，投资银行寻找相关 PE 的合伙人。投资银行会把融资材料同时发给多家 PE，并与他们就该项目的融资事宜展开讨论。这个阶段的目标是使最优秀的 PE 合伙人能够对公司产生兴趣，并决定哪一家 PE 对公司有最大的兴趣，有可能给出最高的估值，有相关行业投资经验，能够帮助公司成功上市。

最后，过滤、筛选出几家最合适的投资者。这些投资者对企业所在行业非常了解，对公司非常看好，会给出最好的价钱。

（二）意向确定

首先，安排 PE 的合伙人和企业主面对面的会谈。投资银行通常会派核心人员参加所有会议，给老板介绍 PE 的背景，帮助老板优化回答问题的方式，并且总结和 PE 的所有会议。

其次，实地考察。PE 会去实地调查工厂，店铺或者其他的公司办公地点。

这个阶段，老板不一定要参加，可以派相关人员陪同即可。但投行会全程陪同 PE，保证他们所有问题都能被解答。

再次，投资意向书。目标是获得至少两到三家 PE 的投资意向书。投资意向书是 PE 向企业发出的一份初步的投资意向合同。这份合同会定义公司估值和一些条款(包括出让多少股份、股份类型，以及完成最终交易的日程表等等)。最好的情况是，获得若干投资意向书，形成相当于拍卖形式的竞价，以期为企业获得最好的价格。

最后，投行会和企业主共同与私募股权投资基金谈判，帮助老板获得最好的价格和条款，并由企业主决定接受哪个私募股权投资基金的投资，并签订投资意向书。

(三) 尽职调查与签署合同

首先，尽职调查开始。投资银行将协调组织这整个过程，并且保证公司的律师、审计师和 PE 的律师、审计师等相关人员紧密顺利的合作。

尽职调查包含以下三个方面。

1、财务方面。由 PE 聘请并支付费用的会计师事务所完成。他们对企业的历史财务数据进行分析。

2、法律方面。由 PE 聘请并支付费用的律师事务所完成。他们对企业的法律文件，注册文件，许可证及营业执照进行核实。

3、经营方面。由 PE 方的人员完成。他们对企业的经营，战略和未来商业计划进行分析。

其次，在向 PE 以及他们聘请的法律和财务顾问发出这些尽职调查资料前，需要认真检查，以确认上述资料的准确性及充分反映企业的积极信息。而且，PE 对企业的尽职调查过程中，投资银行通常会进行日常监督和管理，以确保尽职调查的顺利进行和来自 PE 及企业老板的所有疑问都被解答。

再次，尽职调查结束后，PE 将会发给我们最终投资合同。这份合同超过 200 页，非常详细。投资银行会和企业老板一起与 PE 谈判并签署协议。这是一个强度非常高的谈判过程。

最后，签署最终合同，资金在 15 个工作日内到公司帐户上。在投资后，私募股权投资基金会向企业要求至少一个董事的席位。但是，老板在董事会会有过半数的董事席位。通常，董事会会议一年四次。在投资后，私募股权投资基金会要经过审计的企业年度财务报告。

综合案例

辽宁成大的股权激励意欲何为？¹

一、背景

辽宁成大全称辽宁成大股份有限公司，创立于 1993 年 8 月，其前身为 1991 年 3 月成立的辽宁省针棉毛织品进出口公司。它是“中国进出口额最大的 500 家企业之一”，并且一直保持“AAA”级信誉和“守信用重合同”单位称号。

辽宁成大 2005 年的净资产收益率、资产负债率及总资产周转次数分别为 5.3%、51.42% 和 1.49。较之于可比公司，其盈利能力、资本结构、偿债能力、现金流量及成长能力都属于比较好的企业，唯独营运能力欠佳。2006 年 5 月份，辽宁成大首次提出了股权激励计划草案，并于 2006 年 7 月 11 日在第五届董事会第三次（临时）会议上获得通过。该计划将授予激励对象 4050 万份股票期权，分 3 次授权，有效期是从股票期权第一次授权日起的八年时间。

二、方案初定

2006 年 5 月份，辽宁成大股东大会上弥漫着无声的硝烟，多方为股权激励展开了激烈的“拉锯战”。经过多番妥协退让，辽宁成大首次提出了股权激励计划草案，并于 2006 年 9 月 6 日公告了他们的股权激励计划：

（一）4500 万股票期权“花落谁家”

本次股权激励的获授方主要是尚书志等的高管层和核心技术人员，激励计划涉及的 4500 万份期权将被分为 3 次授予。激励对象获得授权的股票期权将关联的标的股票为 4500 万股，全部来源于定向发行。而该股权激励计划草案签发时公司的总股本为 49844.808 万股，计划草案涉及的股票占总股本的 9.03%，这近乎压线的符合《上市公司股权激励管理办法》第 12 条关于全部有效标的股票累计不得超过公司总股本 10% 的规定。这一次股权激励的对象共计 22 名。

（二）三次授权安排“循序渐进”

2006 年 9 月 5 日，辽宁成大进行第一次授权安排，共计 2340 万份股票期权将被授予激励名单中的职员。此次获授的股票期权占授予总量的比例为 52%，标的股票占授予时辽宁成大总股本的比例为 4.69%。2006 年 12 月 8 日，辽宁成大又紧锣密鼓地进行第二次授权安排，共计 1560 万份股票期权将被授予激励名单中的职员。本次获授的股票期权占授予总量的比例为 34.67%，标的股票占授予时辽宁成大总股本的比例为 3.13%。趁热打铁，辽宁成大于 2007 年 12 月 28 日进行了第三次授权安排，共计 600 万份股票期权将被授予激励名单中的职员。本次获授的股票期权占授予总量的比例为 13.33%，标的股票占授予时辽宁成大总股

¹本案例摘自中国管理案例共享中心案例库，作者为西南大学经济管理学院の毕茜（副教授）。

本的比例为 1.20%。这三次授权的每一份期权可以在授权日起算的 5 年内的可行权日，同时在符合行权条件的时候，用之前确定的行权价格来购得辽宁成大股票一股。

三、多番调整

《股权激励计划（草案）》经过多次调整：2006 年 7 月 17 日，公司第五届董事会第三次（临时）会议审议通过了《关于修改公司股权激励计划（草案）的议案》，授予激励对象期权数量由 4,500 万份调整为 4,050 万份。

后由于公司 2007 年 5 月 22 日实施 2006 年度分红派息和资本公积金转增股本方案，根据相关规定及公司 2006 年第二次临时股东大会的授权，董事会于 2007 年 12 月 27 日召开第五届董事会第二十次（临时）会议，将第一次激励对象获授的股票期权总数量由原来的 1,970 万份调整为 3,546 万份，将第二次激励对象获授的股票期权总数量由原来的 325 万份调整为 585 万份，将第三次激励对象获授的股票期权总数量由原来的不超过 600 万份调整为不超过 1,080 万份。

四、激励与福利之争

四次行权后，辽宁成大较低的行权门槛和较高的高管福利引起了公众广泛的注意和讨论。但是辽宁成大的董事会秘书于占洋表示，“理论上讲，你是永远卖不完股票的”。在他看来，这是最重要的一点，因为这使得公司激励对象中的高管、董事在其任职期间永远无法完全变现手中股票，从而起到长期激励的作用。而且，他认为公司董事和高管“基本上没有卖股票。”现实情况果真如此吗？

《国有控股上市公司（境内）实施股权激励实行办法》第十六条第一款规定的在股权激励计划有效期内，高级管理人员个人股权激励预期收益水平，应控制在其薪酬总水平的 30% 以内的规定。虽然由此明文规定，但是国企股权激励自诞生之日起，关于高管超额收益的争论在市场上就从未停止过。在辽宁成大的股权激励过程中，董事长尚书志先生获得了最多的期权份数。如表 4-1 所示，尚书志先生在整个股权激励计划中分别于第 1、2、4 次行权。仅以当日收盘价格计算账面含税收益则可得，尚书志先生在 3 次行权中共获得股份共计 129.6 万股，收益共计 3598.112 万元。除去个人所得税，尚书志先生账面收益为 1978.96 万元，从 2006 年提出股权激励计划到 2010 年尚书志先生行权完毕，5 年时间其年均账面收益为 395.79 万元。

[思考与讨论]

- 1、请思考国有企业实施股权激励的动机一般是什么？
- 2、分析辽宁成大股权激励方案的福利性与激励性？

复习思考题

- 1、股权融资的主要方式及其特点包括哪些？
- 2、阐述股权设计的一般程序。
- 3、何为股权激励？其常见模式包括哪些类型？
- 4、何为风险投资？其常见类型有哪些？
- 5、风险投资人包括哪些类型？创业者在融资时应回避的投资人有哪些？
- 6、阐述私募股权的类型及其特点。