

PDF-TN2015029

## 风雨俏江南：上市折戟终易主<sup>1</sup>

### 案例使用说明

#### 一、教学目的与用途

1. **适用课程：**公司治理、风险投资、企业战略管理
2. **适用对象：**本案例主要为 MBA 和 EMBA 开发，适合有一定工作经验的学员和管理者学习。此外，也可以用于金融和工商管理的高年级本科专业相关课程。
3. **教学目的：** 本案例详尽叙述了俏江南一波三折的上市之路，以此为主线，阐述了国内餐饮民企的现状，分析了俏江南与鼎晖创投在上市路上的恩怨情仇，引入 PE 对餐饮民企来说是利是弊。在目前的经济大环境下，俏江南发展之路对我国餐饮民企有何有益的借鉴与启示。

具体目标分为以下几个方面：

- (1) 理解、掌握民营企业融资的渠道，及各种方式的优缺点。
- (2) 理解、掌握引入 PE 对民营企业的利弊，了解 PE 的退出机制以及对赌协议的一般模式。
- (3) 了解我国现行 A 股上市制度，比较核准制和注册制的区别。
- (4) 思考企业在扩张过程中应注意的问题。

#### 二、启发思考题

---

1. 本案例由华东师范大学金融与统计学院的潘志斌、戈婷婷、胡颖、凌琳、凌沁共同撰写。作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

1. 分析民营企业的融资渠道有哪些?探讨俏江南选择接受私募股权投资的原因。
2. 从理论上分析引入私募股权投资的利弊;结合案例讨论鼎晖投资对于俏江南来说到底是天使还是恶魔。
3. 结合案例分析民营企业在引入 PE 时要注意什么?怎样预设 PE 的退出机制?
4. 分析俏江南上市失败的原因有哪些?(从以下几个角度展开:①审核制度 ②宏观经济 ③行业发展 ④企业战略 ⑤政策因素)

### 三、分析思路

1. 分析民营企业的融资渠道有哪些?俏江南为何选择引入鼎晖进行股权融资而不是债权融资。
2. 张兰和鼎晖投资产生矛盾的根本原因是什么?鼎晖给俏江南的发展起到了什么正面作用,又带来了哪些负面影响。
3. 分析俏江南 A 股上市失败的制度原因。如果俏江南面对的是注册制的上市制度,情况是否会发生变化。还有哪些政策因素给俏江南的上市造成了阻碍。
4. 从宏观经济角度分析俏江南上市失败的原因。
5. 从行业整体发展的角度如何看待俏江南的失利,可以与同行业其他企业比较。
6. 俏江南在企业战略角度存在哪些问题?是否扩张太快?市场定位是否准确?
7. 哪些政策因素给俏江南的上市造成了阻碍。

### 四、理论依据与分析

#### 1、理论依据

民营企业融资的相关理论

PE 的退出机制

IPO 制度相关理论

公司战略选择相关理论

## (一) 具体分析

## 1. 分析民营企业的融资渠道有哪些?探讨张兰选择接受私募股权投资的原因。

长期以来,民营企业的融资渠道可选择性就比较狭窄,虽然政府针对扶持民营企业发展做出了一些制度和机制上的努力,但民营企业依然在市场融资中处于弱势,有些企业因无及时的资金投入而最终倒闭,留存下来的企业靠薄弱的资本基础在市场夹缝中惨淡经营,很少企业能突破资金限制的瓶颈获得超常规的发展。

在现实的融资环境下,大多数民营企业选择自食其力,在迫不得已下才考虑借外债。虽然内源性融资方式成本最低,最易获得,但却无法满足民营企业高速增长的资金需求,特别随着民营企业由初创时期步入稳定发展期,其规模和业务及市场都会有一个质的飞跃,然而这个质的飞跃需要强大的资金支持才可以顺利实现。

民营企业的外部融资主要以下几种方式。

表 1: 民营企业常见的融资渠道

	方式	优缺点
<b>增资扩股</b>	企业根据发展的需要,扩大资本,融进所需资金,从而扩大经营规模,拓展业务,提高公司资信的融资途径。	企业无需办理其他各种手续,不需负债且能较长时间使用用所筹资金。可以依据《公司法》,重新设计公司的管理形式,同时以法律保护的形式固定下来,具有较强的规范性和稳定性,能有效地避免公司决策层的变动和纠纷。
<b>民间借贷</b>	向除银行业金融机构以外的组织和个人借款,包括向各种标会、“基金会”、高利贷组织等融资。依据借款对象是法人或自然人的不同,可以将民间借贷分为向自然人借款和向法人借贷两种形式。向法人借贷又可以分为标会融资、企业拆借和高利贷等。	流程简便,有的需要担保,大部分则不需要。民间借贷的额度不大,但对象广泛、期限灵活、手续简便,符合中小企业的发展需要。但其缺点是不够规范,容易产生债务纠纷甚至刑事责任等。
<b>企业拆借</b>	非金融性质的公司之间进行的、直接的资金借贷往来活动。	不受企业相互关系的限制,有利于经济发展的好方法。可能出现的债务危机、金融投机和信用失控。
<b>典当融资</b>	当户将其动产、财产权利作为当物质押或者将其房地产作为当物抵押给典当行,交付一定比例费用,取得当金并在约定期限内支付当金利息、偿还当金、赎回典当物的行为。	便捷,资金兑现快,但是成本贵,利率高。

<b>银行贷款</b>	银行根据国家政策以一定的利率将资金贷放给资金需要者，并约定期限归还的一种经济行为。	银行贷款的优点有：费用低，向银行贷款是成本最低的方式，且资金来源稳定。但门槛高，一般中小企业难以符合要求，程序复杂。
<b>银行承兑</b>	银行作为远期汇票的付款人在汇票上签名，同意按出票人指示到期付款的行为。对持有远期汇票的持票人而言，银行的承兑，也是一种有效地融资渠道。	信用好，流通性强，灵活性高，银行承兑汇票可以背书转让，也可以申请贴现，不会占压企业的资金，节约资金成本。但会增加企业的管理成本，汇票本身也具有的风险，资金流动性受限，贴现成本高且受银行授信额度限制

私募是增资扩股的一种方式，俏江南选择私募这种融资方式是根据它本身发展的需要，在当时情况下最适合的。

私募是所有融资方式中，民营企业比国有企业占优势的融资方式。产权关系简单，无需进行国有资产评估，没有国有资产管理部门和上级主管部门的监管。对于企业，私募融资不仅仅意味着获取资金，同时，新股东的进入也意味着新合作伙伴的进入。新股东能否成为一个理想的合作伙伴，对企业来说，无论是当前还是未来，其影响都是积极而深远的。

2008年，在经济趋缓的情况下，中国餐饮企业受冲击较小，因此频频获得PE的青睐，俏江南引入私募除了融资之外，更是想通过引入战略投资者，利用一些张兰以前不熟悉、但更有效的手段来推动公司发展。

俏江南是典型的民营企业，民营企业因其规模小，市场影响力有限，技术水平落后，缺乏人才，导致受重视程度不够，想要从银行贷款大量的款项以供其扩张显然并不现实。而其他的一些债券融资方式也只适合于短期的资金借贷，若是作为长期借款，则利息成本非常巨大，是俏江南所不能承受的。

选择私募，俏江南无需办理他项等各种手续，不需负债且能够较长时间的使用所筹资金。私募能为企业提供几百万乃至上千万的股权融资。风险投资机构追求资本增值的最大化，他们的最终目的是通过上市、转让或并购的方式，在资本市场退出，特别是通过企业上市退出是他们追求的最理想方式。当时的俏江南风头正劲，是众多私募争抢的对象，而张兰对于俏江南的上市也信心满满，两者可谓是一拍即合。

我们可以发现，俏江南选择私募在于私募对它而言：(1)没有控股要求；(2)有

强大的资金支持；(3)不参与日常管理；(4)能改善俏江南的股东背景，有利于其进行二次融资；(5)可以帮助俏江南规划未来的再融资及寻找上市渠道；(6)为俏江南提供先进的企业管理经验。

## 2. 从理论上分析引入私募股权投资的利弊；结合案例讨论鼎晖投资对于俏江南来说到底是天使还是恶魔。

近年，国内众多民营企业在遇到融资难题的时候，或是主动或是被动的引进了 PE 基金。毫无疑问，民营企业引进 PE 基金对于民营企业的发展具有重要的意义。具体来说有以下优点：

### (1) 改善企业负债情况

由于 PE 投资主要是对非上市公司的股权投资，没有现成的市场供非上市公司的股权出让方与购买方直接达成交易，所以 PE 投资的投资周期较长，属于中长期投资。也就是说企业可以放心大胆的利用从 PE 投资者那里获得的资金，因为在企业股权价值提高之前 PE 投资是不会退出的。那么毫无疑问，当企业获得大部分 PE 融资之后，就会降低对外界债务的需求水平，相应的向银行等金融机构或是其他非金融机构企业的贷款量就会降低，从而改善自身的负债水平和债务结构。

### (2) 增加企业的融资渠道

由于我国民营企业的发展具有很大的不确定性、自身规模小、经营时间短、信息披露不全、缺乏财政透明度、信誉水平低、固定资产抵押不足等因素，造成了民营企业从银行等金融机构融资较难，融资渠道狭窄，这严重的阻碍了民营企业进一步的发展。PE 投资进入中国，从很大程度上丰富了我很多民营企业的融资渠道，常常能为企业解燃眉之急。

### (3) 推动企业成功上市

PE 投资的主要目的就是实现投资增值，那么 PE 投资实现目的的最直接的方式之一就是帮助融资企业上市，因为 IPO 也成了 PE 资金退出的最重要方式。PE 投资者通过在公司治理经营方面向被投资企业提供足够的经验，帮助被投资企业快速达到上市的要求，推动其早日上市。被投资企业上市越顺利，上市时间越早，PE 投资者就越早的获得越多的投资回报。在被投资企业成功上市后，PE 投资者

就会在合适的时机选择以股权转让、售卖等方式退出企业，从而获得高额投资回报。

中国内地的民营企业在上市过程中常常遇到的问题便是独立经营界定、税务、会计及公司治理方面的问题。因此，企业要上市，其管理人员就必须在上市之前梳理清楚各方面的问题。PE 公司一般都具有良好的品牌、经验和信誉，通过对企业的投资，使企业在相应的财务、金融和法律等方面的都得到了改变，那么在企业想上市的时候，便能够更加容易解决其面临的各类问题。

#### （4） 加快企业战略性发展

通过引入 PE 融资，民营企业不仅可以解决自身的融资难题，更关键的是企业还可以借此实现战略发展。很多 PE 基金具有在多个行业和领域的丰富投资经验，能为企业提供前瞻性的战略指导，积极支持企业拓展发展领域，加快战略性扩张，这对于我国缺乏经验的民营企业而言是十分重要的。

#### （5） 提升企业管理水平

除了行业和领域的丰富投资经验，很多 PE 基金还拥有成熟的管理团队和控制特定市场的能力，他们可以利用自身的声誉和资源为企业推荐适合的管理方式和理念，从而帮助企业有效的提升管理水平。

尽管引入私募股权基金对企业的发展有着很多的好处，但我们也必须清楚这其中所暗藏的巨大风险。民营企业如果被引入 PE 所带来的有利之处冲昏了头脑，就很有可能掉入 PE 精心设计的陷阱之中。

##### （1） 控制权的削弱或丧失。

大多数中小企业尤其是家族企业的股权高度集中，私募股权投资的引入必定会改变企业的股权结构，稀释原股东对企业的控制力以及参与企业利润的分配。不仅如此，一旦原股东失去对企业的绝对控制力或者其控制力不足以与所引入的私募股权投资的力量相抗衡，那么企业原来拥有的经营独立性和自主性就会削弱和丧失，进而可能会导致原股东与私募股权投资之间的股权之争。控制权更迭频繁，必定引起企业管理层频繁的人事变动并弱化决策效率，不利于企业的正常经营。

##### （2） 私募股权退出可能引发的企业震动。

在私募股权投资集中退出渠道中，最容易引发企业震动的是股份出售。这类

股份出售的隐秘性和集中度远远要比公开上市的股票强，所以，一旦股份被出售给企业的竞争对手或恶意收购者，那么将对企业的经营产生极大的不利影响，甚至可能导致企业被收购或者倒闭。

以上两项弊端都和企业在引入 PE 时与其所签署的对赌协议密切相关，近些年来，我国企业引入风险投资的不在少数，但与投资方签订对赌协议后，能够“赌”赢的仅占了很小的一部分。本案例讲述的就是一个真实发生的由于赌“输”而对企业造成重大影响的惨痛事件。

针对鼎晖投资对于俏江南是天使还是魔鬼这一问题，并没有标准的答案。学生可以有自己独特鲜明的观点，只要言之有理即可。下面是一些参考的观点。

表 2：鼎晖对俏江南是天使还是魔鬼

天使	恶魔
① 鼎晖解决了俏江南的融资问题 ② 鼎晖注入的资金帮助俏江南增开了门店，使得企业得以扩张，加快了企业的战略性扩张 ③ 鼎晖帮助俏江南进行了软硬件方面的提升，有助于企业的发展 ④ 鼎晖提供了股权激励的方案，健全了合法有效的薪酬管理体系，提高了团队的管理水平。 ⑤ 鼎晖在投资俏江南的五年之中没有得到任何回报，尽管最后得以退出，但投资回报远低于预期，对鼎晖来说这是一场失败的投资，没有赢家 ⑥ 鼎晖为俏江南牵线搭桥对于餐饮企业管理运作很有经验的 CVC，也许可以帮助俏江南带来新的契机 .....	① 鼎晖投资了 2 亿人民币最后竟然让俏江南付出了 82.7% 的份额，造成了张兰控制权的丧失，代价实在巨大 ② 鼎晖的退出造成了企业的动荡，对企业的经营产生了不利的影响 ③ 鼎晖的上市“魔咒”让俏江南管理层将太多精力放在上市上，忽略了企业的正常管理 ④ 鼎晖作为对上市很有经验的 PE，并没有帮助俏江南上市成功，表明其能力有限 ⑤ 鼎晖和张兰之间的纷争对于企业形象的塑造有着负面的影响 ⑥ 鼎晖引入 CVC，使得张兰好不容易建立的我国中餐优良品牌俏江南被外资把控 .....

### 3. 民营企业在引入 PE 时要注意什么？怎样预设 PE 的退出机制？

民营企业引入私募股权基金通常存在以下问题：

#### (1) 公司治理的争端

民营企业多为家族企业或“夫妻店”，决策和管理上有较强的个人色彩，这样比较容易和引入现代公司治理制度的投资人发生冲突。如在针对民营财务、税收规范问题，投资机构一般通过帮助民营企业建立完善的内部控制制度，完善法

人治理结构，完善股东会、董事会、监事会等组织机构方式来实现，投资机构会通过推荐、派出财务总监的方式，帮助民营企业加强财务管理，这很容易让习惯一人说了算的创始人不适应而引发事端。

公司治理争端往往暗含着控制权之争。因此创始人若不慎引入投资人，则很容易导致控制权的旁落而遭遇出局，例如本案例中的张兰。

## （2） 合作理念的冲突

民营企业与私募股权基金的合作，是互惠互利的关系。私募可以为企业从融资、品牌提升、管理改进等不同方面带来帮助，而企业自身盈利能力的提升又为私募带来好的回报，形成双赢的局面。但是由于私募股权基金的存在便是以上市等方式退出获得利润为目的，在实际合作中，投资人的理念与企业的长期发展战略有时候会存在矛盾。如有餐饮业企业家就指出，私募股权基金的合作存在主要以资金规模、回报率、股份分配等问题为核心，而对企业自身战略、品牌拓展等长远规划关注甚少，本案例中就有有关于俏江兰总裁张兰认为投资人不光没给企业带来价值，反而造成股权的不必要稀释的报道。

此外，对公司未来经营战略的分歧也是时常发生的情况，导致投资人与创始人的分道扬镳，如红孩子创始人李阳的出局，尊酷网董事长候煜的黯然离去等。

## （3） 信息不对称带来的问题

引资过程是引资双方持续博弈的过程。私募股权基金谙熟资本市场规则，而企业家相对处于弱势。资本运作、股权均衡以及大股东和管理层之间的博弈是不可避免的问题。

因此，企业家需慎重考虑资本的引入，建议民营企业家在引入投资人之前注意如下问题：

### （1） 引入投资人的目的和意义

民营企业需要考虑引入投资人的最终目的，是为融资还是改善公司治理？企业目前资产和经营情况适不适合引入投资人？等等。企业融资目的不明而引入不合适的投资人，亦或在不恰当的时机引入投资人都将会给企业带来灾难。

### （2） 慎重选择投资人

民营企业应深入了解私募股权投资行业。其有内资、外资及合资；有带政策背景的、纯商业投资性质的；还有有限合伙型的、公司型的等等，不同的投资机



构提供差异化的市场定位和增值服务，对目标企业的要求也不同，企业要知己知彼，找到适合自己的投资机构重点出击，掌握主动权。

### （3）警惕企业可能的估值风险

在 PE 投资的谈判过程中，对民营企业的价值进行评估是至关重要的。因为估值是对企业未来持续经营与获利能力的预测，估值的结果直接决定中小企业的股权数量、控制权大小和分红规模。但在我国 PE 市场中，对民营企业的价值估计问题一直存在较多的障碍。因为很多民营企业都存在缺乏信息透明度、财务数据不规范、偷税漏税等现象，这就导致 PE 投资者较难通过财务报表、企业发展的市场前景等投资估值方法确定一个获得双方或外界的都予以认可的企业价值。

民营企业的这些缺陷是一把双刃剑，它可能导致 PE 高估企业价值，但是从 PE 投资者的角度看，他们在对民营企业进行价值估计的时候，肯定会尽量的贬低价值，力争以最小的投资获得最大的收益。其实这也是因为他们也很担心自己估计出来的企业价值因为财务数据不规范、偷漏税等因素造成高估的风险。换言之，在民营企业引进 PE 融资的时候，要尤其注意企业的价值是不是被低估，尽量防范企业价值低估风险。企业估值是财务上的热点主题和永恒难题，对于非公开上市的企业而言更是如此。

以本案例为证，在 2008 年俏江南引进 PE 时，鼎晖投资 2 亿元换取俏江南 10% 左右的股权。这一协议签订时，市场普遍认为价格高到看不懂。以俏江南当时 5000 万元左右的利润和市盈率来看，俏江南 20 亿元的估值确实偏高，但是考虑到协议中规定的保护性条款，俏江南引入鼎晖的隐性成本其实很高。在俏江南 IPO 受阻的情况下，要清退鼎晖 2008 年的 2 亿元投资让俏江南付出了巨大的代价。

这个问题的焦点是：引入 PE 时企业如何估值？财务理论上提供的估值技术与模型几乎都是针对在资本市场的上市企业设计的，其企业经营基本稳定，可以预期。而 PE 投资的企业往往是非上市企业，很难找到公开的市场报价和可比公司进行估值；加之企业经营处于成长期，在接受私募资金注资后，无论长期还是短期，经营都处于极不稳定的状态。所以，民营企业必须增强在估值议题上的主动权，不能由 PE 以专业人士身份完全主导，要确保自身在价格谈判中的应有地位，严防由于 PE 主导致使企业价值的低估。

#### （4） 慎重对待对赌条款

创始人与投资人之争大多源于一纸协议约束，尤其应当把握关于董事会、股东大会控制权相关条款的签署，特别是对赌协议易于让创始人失去控股权，或需要花高价回购股票。高速发展的民营企业容易过度自信的特点使得这些企业在与 PE 签订协议时，倾向于高估自身发展潜能和上市可能性，从而承担难以承受的隐性成本。本案例中的张兰就因为对俏江南的盲目笃定而忽略了对赌协议背后的陷阱，最终造成了控制权的旁落。因此建议此处一定要找富有经验的律师和融资顾问控制好此类风险。以下是一些常见的对赌协议的模式：

表 3：常见的对赌协议模式		
	达到目标	未达到目标
财务绩效	通常会规定如果企业完成净收入指标，则投资方就会进行第二轮的注资	如果融资企业没有达到相应的目标，那么管理层必须转让规定数额的股权给投资方，或者如果企业资产的净值没有达到标准，那么投资方有权增加其在董事会的席位
非财务绩效	如果融资企业的市场份额增长到约定目标，那么管理层就能获得相应的期权认购权 如果融资企业完成了新的战略合作任务获取了新的专利权，那么投资方会进行新一轮的注资。	如果融资企业未达到约定目标，那么企业的管理层将失去相应的期权认购权。
赎回补偿	如果融资企业能够按照约定回购投资方的股权，那么投资方在董事会的权利或者累计的股息会被降低。	如果融资企业无法按照约定回购投资方的股权，那么在董事会中投资方会获得多数席位或者其积累的股息被提高。
企业行为	通常会规定如果企业的销售部门或者市场部采用了新技术，那么投资方会放弃并转让一定数量的股权给融资企业的管理层。	如果融资企业无法在规定期限内聘任新的 CEO，在董事会中，投资方会获得多数席位。
股票发行	一般会规定在企业获得其他的投资，并且其股票价格达到一定水平时，那么投资方对融资企业的管理层的任命就会失去效应。	规定融资企业在规定的时间内上市，不然投资方有权利出售其持有股份。

管理层去向	一般会规定，如果原来的管理层在职，那么投资方可进行追加投资。	如果融资企业的管理层被解雇，那么融资企业将会失去未到期员工股
-------	--------------------------------	--------------------------------

#### (5) 预设好 PE 退出机制。

PE 热衷于有良好上市前景的企业。如果被投资企业能够成功上市，PE 通过在二级市场转让股权撤回投资，这种方式对 PE 来说是风险小、回报高的一种退出机制，对于企业而言也不存在进一步的财务压力。但如果企业不能上市或者上市进程受挫，企业必须设计清退 PE 的其他途径，比如并购、回购或者进入清算补偿投资者投资。

表 4：不同退出机制的优缺点比较

退出机制	优点	缺点
首次公开发行 (IPO)	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 最高的投资回报</li> <li>② 企业管理层对企业的控制权大增，并获得了从资本市场上持续融资的途径</li> <li>③ 私募股权投资者不仅获得了高额的投资回报，还大大提升了声誉和形象</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 门槛高，要求严格，时间成本高</li> <li>② 资金成本高，需要雇佣中介机构进行准备工作；</li> <li>③ 存在一定的风险，回报率的不确定性较大，限售期长</li> </ul>
兼并收购 (M&A)	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 变现快，成本低，风险小，而且操作简单</li> <li>② 能为企业带来先进的技术，科学的管理方法和优秀的人才，这对企业今后的发展大有帮助</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 企业家丧失公司的控制权，失去独立性</li> <li>② 不利于私募投资者的声誉</li> </ul>
管理层收购 (或股权转让)	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 企业管理层不会失去企业控制权</li> <li>② 企业发展规划不受影响</li> <li>③ 产权关系明晰，可以节省大量时间和成本，简单高效</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 与 IPO 相比，收益率较低</li> <li>② 可能会增加企业家个人负债企业资金压力将会增大；降低了抗风险能力</li> </ul>
破产清算	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 投资失败之后的最优退出方式</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 成本较高，法律程序繁琐，耗时长</li> <li>② 使企业家和私募投资者损失惨重</li> <li>③ 给私募股权投资者的声誉造成负面影响</li> </ul>

我们可以看出鼎晖创投当时看重正在发展期的俏江南，希望以 IPO 退出方式

获得较高的收益且提升自己的形象，可是由于种种客观、主观原因俏江南上市失败，鼎晖按照对赌协议的约定如果上市失败有权以股权回购的方式退出俏江南，这种方式对鼎晖来说损失比较大，所以他最终选择与 CVC 合作收购俏江南，CVC 入主鼎晖退出且回报率不足一倍，虽然获益寥寥无几，但是这是仅剩的最好的退出方式。

#### 4. 分析俏江南上市失败的原因有哪些？（从以下几个角度展开：①审核制度 ②宏观经济 ③行业发展 ④企业战略 ⑤政策因素）

##### ① 审核制度

我国目前 A 股上市采取核准制，即所谓的实质管理原则，公司在上市时，不仅要充分公开一切与股票发行有关的真实信息，而且还必须符合许多如公司规模，盈利情况，管理人员的资质等实质性条件，发行申请是否被批准，主要取决于证券主管当局的具体审查。未来我国的上市制度会由核准制转变为注册制。以下是两种制度的比较。

表 5：核准制和注册制的比较

	核准制	注册制
特点	①公司发行上市的资格需要经过证券监管机构的批准。②强调实质管理原则。③假设在新生证券市场中广泛存在各种非专业投资者。	① 要求高质量的信息披露。②主张事后控制。③假设证券投资者为消息灵通、能够判断投资的商业利益并趋利避害的人。
优势	实质和形式上的双重审查，能在一定程度上保障获准发行证券的投资价值和防止经营业绩差的不良证券进入市场，从而有利于稳定证券市场的秩序，保障投资者权益。	①简化审核程序，提高工作效率，降低筹资成本。②避免政府对证券发行的不当干预，降低门槛，促进竞争，有利于具有发展潜力和风险性的企业通过证券市场募得资金。③有利于培育成熟理性的投资人群，提高市场整体水平。
劣势	①干扰了股票市场的功能，不利于资源优化配置。②审核机构的价值判断未必准确。③容易使投资者产生依赖心理，不利于培养理性的投资人群。	股票市场的风险增加，业绩差的公司进入资本市场，投资者未必有能力判断。

对于一个餐饮行业的民营企业来说，要满足这些条条框框不是一件容易的事。餐饮企业上市后能否具备持续的盈利能力，就是监管层考虑的重要因素之一。但

我国的餐饮行业目前还处于初级、原始阶段，很多企业的经营是粗放型的，难以获得持续的盈利和扩张能力。俏江南也不例外，另外为了达到上市的各项标准，必须改善经营管理，而标准化、规范化所带来的人才成本、管理成本大大提高，对它来说，已经成为一个巨大的财务包袱。况且，A股等待IPO的企业太多，排队太久，很多企业被“晾”着，极大地浪费了一个企业的财力、时间和精力。

如果在注册制下，这些手续可以得到简化，可以大大缩短企业上市的时间，企业的优劣自有市场去判断，那么民营企业的融资路就会走的顺畅的多，俏江南可谓是“生不逢时”。

## ② 宏观经济

俏江南提交IPO申请的2011年，正是中国餐饮行业的多事之秋。经济大环境虽然在复苏之中，居民的消费欲望却没有得到提振，内需不足，大大地影响了餐饮业，尤其是高端餐饮的销售。

雪上加霜的是，政府在2012年开始，大力打击“三公消费”。普通民众对高端餐饮的消费需求很小，政府单位的“三公消费”是原本是俏江南稳定的一块营收来源。失去这块营收对俏江南来说无异于是沉痛的一击，它的利润开始走下坡路。

## ③ 行业发展

近几年连锁餐饮行业的发展可谓一日千里，各种连锁餐饮品牌如雨后春笋般冒出来。就拿川菜来说，中高端一些的，有海底捞、渝信川菜，亲民一些的，有辛香汇，麻辣诱惑等等。餐饮行业的竞争激烈异常。川菜的菜品可谓大同小异，各家的味道也差的不多，行业又没有什么技术壁垒，特色菜的模仿也是分分钟的事。蛋糕还是这块蛋糕，却要分成更多份，俏江南的市场份额被不断瓜分。

与此同时，团购的发展壮大，也让餐饮行业的格局发生了新的变化。餐厅为聚拢人气，往往通过团购促销的方式吸引顾客，力求薄利多销。而这让俏江南很是为难，它原本定位高端，做团购似乎自降身段。这么扭扭捏捏的，又失去了一片市场。

如今的俏江南为了适应行业的变化，也开始在网站上销售代金券，甚至开始卖盒饭了。这能否为它带来新的转机，还有待慢慢观察。

## ④ 企业战略

张兰曾经雄心勃勃，立志把俏江南打造成餐饮界的“LV”，目标要在 5 年内开 500 家门店。豪言壮语放出来了，俏江南也确实经历了一段快速发展期。但是步子迈得太大，管理和资金却跟不上，反而引出了一堆问题。俏江南在公司战略上的盲目扩张，是阻碍其上市的重要原因之一。

因为自身管理不善，2011 年俏江南被爆出用“死鱼代替活鱼”的新闻，不久又陷入地沟油风波。食品安全对餐饮行业的重要性不言而喻，关系到一个餐饮企业最重要的信誉，俏江南在危机公关的处理上也并不到位，给企业带来了负面影响。

此外，在公司的财务问题上，俏江南也存在着餐饮企业的一些通病。餐饮行业有其特殊性，它的上游的供应商是农民，下游的顾客是消费者。采购和销售经常没有发票，无凭无据。这就使企业的成本和利润的计量缺乏可靠的凭据，账目都不清，又怎么能通过证监会的核准呢。

#### ⑤ 政策因素

A 股上市不成，俏江南转战港股，却又遇到了新的政策问题。

2006 年，我国商务部、证监会、外管局等六部门联合发布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》(简称“10 号文”)，根据 10 号文的第 11 条规定，“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批”，同时当事人不得以外商投资企业境内投资或其它方式规避签署要求。也就是说，10 号文颁布前，中国国籍人士在中国有企业，将股权从境内转入自己成立的境外公司，较容易通过审批，而 10 号文出台后，中国公民境内资产转移到自己的境外公司去持有，需要去外管局审批与登记，而要通过审批非常困难。

政策的变化又给张兰出了新的难题。为此，她移民加勒比群岛，希望能避开这一政策壁垒。目前俏江南仍未在港股上市，这一做法却引起轩然大波，可见政策因素确实实是令俏江南的上市之路更加崎岖坎坷了些。

## 五.关键要点

1. 关键点：本案例结合理论分析民营企业的融资渠道，以及引入 PE 对民营企业的利弊。探讨民营餐饮企业在上市过程中遇到的问题，以及扩张过程中如何

实现经营管理的标准化、规范化。

2. 关键知识点：分析不同融资方式的特点以及优劣势，PE 退出机制的选择对企业的影响，上市制度的影响以及企业经营管理战略的选择的重要性。

3. 能力点：分析与综合能力、批判性思维能力以及解决问题的实际能力。

## 六. 建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，整个案例课的课堂时间控制在 90-100 分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：

课堂前言（3-5 分钟） 简单介绍案例，明确主题

分组讨论（30 分钟） 每组就一个启发思考题开展深入的讨论，并准备发言  
大纲和辅助 PPT

小组发言（每组 5-8 分钟）幻灯片辅助，控制在 30-40 分钟

全班探讨（15-20 分钟） 学生就刚才小组发言的情况进行补充或者提问，引导  
全班进一步讨论，并总结归纳

### 案例教学板书计划

<p>导火线：对赌失败 对赌协议的常见模式</p>	<p>过程：①融资需求 理论基础 引入 PE 进行股权融资的原因分析 ②A 股、港股上市 失败原因（审核制度、 宏观经济、行业发展、企业战略、 政策因素等） ③产生矛盾的根本原因 引入 PE 的利弊</p>
<p>结果：张兰失去控制权 CVC 收购俏江南，鼎晖退出</p>	<p>启示：民营企业引入 PE 的注意事项 公司战略管理的重要性 合理预设 PE 的退出机制</p>

（案例使用说明字数：11157）