

《私募股权投资操作实务》

含全套操作手续、
计划书、表格

全国职业经理MBA双证班

认证系列：职业经理、人力资源总监、营销经理、品质经理、生产经理、物流经理、项目经理、企业培训师、营销策划师、酒店经理、市场总监、财务总监、行政总监、采购经理、企业管理咨询师、企业总经理、医院管理、IE 工业工程管理等高级资格认证。

颁发双证：高级经理资格证书+MBA 高等教育研修结业证书（含 2 年全套学籍档案）

证书说明：证书全国通用、电子注册，是提干、求职、晋级的有效依据

学习期限：3 个月（允许工作经验丰富学员提前毕业） 收费标准：全部学费 **1280** 元

咨询电话：13684609885 0451- 88342620 招生网站：<http://www.mhjy.net>

电子邮箱：xchy007@163.com 颁证单位：中国经济管理大学 主办单位：美华管理人才学校

全国招生 函授教育 颁发双证 权威有效



美华论坛
www.mhjy.net



职业经理 MBA 整套实战教程

MBA 经理教材**免费下载** 网址：www.mhjy.net

全国Mini-MBA职业经理双证班



精品课程 权威双证 全国招生 请速充电

你可能准备跳槽或者求职, 却为缺少行业经验和专业证书而被用人单位百般挑惕!

你可能目前衣食无忧, 但随着年龄的增长和社会竞争压力的增大, 因为得不到专业的全新培训而失去竞争的机会和面临被淘汰的危机。

美华教育携手中国经济管理大学面向全国举办迷你 MBA 职业经理双证书班, 毕业颁发双证书。

招生专业及其颁发证书

认证项目	颁发双证	学费
全国《职业经理》MBA 高等教育双证书班	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《人力资源总监》MBA 双证书班	高级人力资源总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《生产经理》MBA 高等教育双证班	高级生产管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《品质经理》MBA 高等教育双证班	高级品质管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销经理》MBA 高等教育双证班	高级营销经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《物流经理》MBA 高等教育双证班	高级物流管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《项目经理》MBA 高等教育双证班	高级项目管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《市场总监》MBA 高等教育双证书班	高级市场总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《酒店经理》MBA 高等教育双证班	高级酒店管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业培训师》MBA 高等教育双证班	企业培训师高级资格认证毕业证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《财务总监》MBA 高等教育双证班	高级财务总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销策划师》MBA 双证书班	高级营销策划师高级资格认证证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《企业总经理》MBA 高等教育双证班	全国企业总经理高级资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《行政总监》MBA 高等教育双证班	高级行政总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《采购经理》MBA 高等教育双证班	高级采购管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《IE 工业工程管理》MBA 双证班	高级 IE 工业工程师职业资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《企业管理咨询师》MBA 双证班	高级企业管理咨询师资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元



【授课方式】 全国招生、函授学习、权威双证

我校采用国际通用3结合的先进教育方式授课：远程函授+视频光盘+网络学院在线辅导（集中面授）



【颁发证书】 学员毕业后可以获取权威双证书与全套学员学籍档案

- 1、毕业后可以获取相应专业钢印《高级职业经理资格证书》；
- 2、毕业后可以获取2年制的《MBA研究生课程高等教育研修结业证书》；



【证书说明】

- 1、证书加盖中国经济管理大学钢印和公章（学校官方网站电子注册查询、随证书带整套学籍档案）；
- 2、毕业获取的证书与面授学员完全一致，无“函授”字样，与面授学员享有同等待遇，证书是学员求职、提干、晋级的有效证明。



【学习期限】 3个月（允许有工作经验学员提前毕业，毕业获取证书后学校仍持续辅导2年）



【收费标准】 全部费用1280元（含教材光盘、认证辅导、注册证书、学籍注册等全部费用）

函授学习为你节省了大量的宝贵的学习时间以及昂贵的MBA导师的面授费用，是经理人首选的学习方式。



【招生对象】

- 1、对管理知识感兴趣，具有简单电脑操作能力（有2年以上相应工作经验者可以申请提前毕业）。
- 2、年龄在20—55岁之间的各界管理知识需求者均可报名学习。



【教程特点】

- 1、完全实战教材，注重企业实战管理方法与中国管理背景完美融合，关注学员实际执行能力的培养；
- 2、对学员采用1对1顾问式教学指导，确保学员顺利完成学业、胸有成竹的走向领导岗位；
- 3、互动学习：专家、顾问24小时接受在线教学辅导+每年度集中面授辅导



【考试说明】

1. 卷面考核：毕业试卷是一套完整的情景模拟试卷（与工作相关联的基础问卷）
2. 论文考核：毕业需要提交2000字的论文（学员不需要参加毕业论文答辩但论文中必修体现出5点独特的企业管理心得）
3. 综合心理测评等问卷。



【颁证单位】

中国经济管理大学经中华人民共和国香港特别行政区批准注册成立。目前中国经济管理大学课程涉及国际学位教育、国际职业教育等。学院教学方式灵活多样，注重人才的实际技能的培养，向学员传授先进的管理思想和实际工作技能，学院会永远遵循“科技兴国、严谨办学”的原则不断的向社会提供优秀的管理人才。



【承办单位】

美华管理人才学校是中国最早由教委批准成立的“工商管理MBA实战教育机构”之一，由资深MBA教育培训专家、教育协会常务理事徐传有教授担任学校理事长。迄今为止，已为社会培养各类“能力型”管理人才近10万余人，并为多家企业提供了整合策划和企业内训，连续13年被教委评选为《优秀成人教育学校》《甲级先进办学单位》。办学多年来，美华人独特的教学方法，先进的教学理念赢得了社会各界的高度赞誉和认可。



【咨询电话】13684609885 0451--88342620

【咨询教师】王海涛 郑毅

【学校网站】<http://www.mh.jy.net>

【咨询邮箱】xchy007@163.com



【报名须知】

- 1、报名登记表格下载后详细填写并发送邮件至 xchy007@163.com (入学时不需要提交相片，毕业提交试卷同时邮寄4张2寸相片和一张身份证复印件即可)
- 2、交费后请及时电话通知招生办确认，以便于收费当日学校为你办理教材邮寄等入学手续。



【证书样本】(全国招生 函授学习 权威双证 请速充电)

(高级职业经理资格证书样本)

(两年制研究生课程高等教育结业证书样本)



【学费缴纳方式】(请携带本人身份证到银行办理交费手续，部分银行需要查验办理者身份证)

方式一	学校地址	<p>邮寄地址：哈尔滨市道外区南马路 120 号职工大学 109 室</p> <p>邮政编码：150020 收件人：王海涛</p>
方式二	学校帐号 (企业账户)	<p>学校帐号：184080723702015 账号户名：哈尔滨市道外区美华管理人才学校</p> <p>开户银行：哈尔滨银行中大支行 支付系统行号：313261018018</p>
方式三	交通银行 (太平洋卡)	<p>帐号：40551220360141505 户名：王海涛</p> <p>开户行：交通银行哈尔滨分行信用卡中心</p>
方式四	邮政储蓄 (存折)	<p>帐号：602610301201201234 户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨道外储蓄中心</p>
方式五	中国工商银行 (存折)	<p>帐号：3500016701101298023 户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨市道外区靖宇支行</p>
方式六	建设银行帐户 (存折)	<p>中国人民建设银行帐户(存折)： 1141449980130106399</p> <p>用户名：王海涛</p>
方式七	农业银行帐户 (卡号)	<p>农业银行帐户(卡号)： 6228480170232416918 用户名：王海涛</p> <p>农行卡开户银行：中国农业银行黑龙江分行营业部道外支行景阳支行</p>
方式八	招商银行 (卡号)	<p>招商银行帐户(卡号)： 6225884517313071 用户名：王海涛</p> <p>招商银行卡开户银行：招商银行哈尔滨分行马迭尔支行</p>

可以选择任意一种方式缴纳学费，收到学费当天，学校就会用邮政特快的方式为你邮寄教材、考试问卷以及收费票据。

前 言

在宏观经济调控的背景下,如果说有一个领域不会受到影响,而且会大大获益,那么这个领域就是新股扩容。近年来,众多内资基金投资公司雨后春笋般涌现出来,觊觎已久的国际金融资本也不甘寂寞,大举进驻中国。于是,在这些金融大鳄的驱动下,我们看到携程、蒙牛等一批企业演绎出快速成长的奇迹,成为资本市场的新宠。毫无疑问,股权投资的时代到来了。尽管这个市场尚不成熟,尽管可能还会有春寒料峭,但中国经济的持续快速增长已经为股权投资市场的培育奠定了坚实的基础。

私募股权投资本身是一个理论和实践相结合的职业。通过案头工作,投资经理可以进行行业经济研究,分析企业的财务状况,但是投资中更多的是业务和战略方面的实务工作,存在着很多理论研究中想像不到的问题。中国并不缺少雄韬伟略的战略家,真正稀缺的是脚踏实地的执行者。近几年来有关私募股权投资理论方面的著述很多,但操作实务方面的书籍却很少。基于上述状况及本人数年的从业实践积累,作者写成此书,内容上力求切合实际,有可操作性。

全书共分六章。第一章重点介绍了股权投资的基本理论、投资模式及策略;第二至五章按序介绍了项目投资、管理、退出的整个股权投资流程,对其中的具体问题进行了分析并提出了一些具可操作性的建议;第六章主要从投资业务管理

的角度,列示了常用的协议、报告及制度范本。为便于读者理解,全书穿插了几十个案例并进行了分析。

股权投资横跨产业与资本两个领域,本书中的任何一个章节都可以独立成书,限于篇幅和时间,这里仅选取一些投资实践中有代表性的问题加以探讨,力求通俗实用,旨在帮助投资经理更有效率地开展投资工作。相信它对有理论基础但缺少实践经验的业内人士会很有裨益。对于致力于企业扩张,需要实施兼并重组的企业经营者,本书也是一本实用型参考书。同时本书也适合投资类专业方向的研究生、MBA 以及高年级本科生阅读。

本书中的很多内容不仅是作者自己而且也是众多同事数年来共同探索股权投资模式的心得,在编写过程中,作者吸纳了很多业内人士的著述和观点。这里我要对这些我熟悉或不熟悉的同仁表示衷心的感谢!

私募股权投资操作中有很多问题是见智见仁的,限于作者知识结构和从业经验的局限性,书中一些观点也有不成熟之处。诚如在尽职调查过程中,最重要的工作不是展望项目的美好前景,而是听取不同意见,分析可能存在的问题,在这里作者也衷心希望能够有机会与业内同仁交流体会,聆听批评意见。我的 E-mail:cuikai@etang.com。

日益高涨的银行储蓄已突破 11 万亿元,在彰显出民间资金的雄厚的同时,也昭示着投资渠道的匮乏,更预示着投资经理人职业道路的机遇和挑战。愿与各位朋友共勉,并衷心祝愿大家一路好运!

崔 凯

2004 年 2 月于上海

目

录

CONTENTS

第一章 私募股权投资概述	1
一、基本理论	1
二、投资模式	21
三、投资策略	47
第二章 项目投资实务	64
一、如何找到好的项目	64
二、如何进行项目初审	68
三、如何进行尽职调查	74
四、如何进行现场考察	81
五、如何对目标企业价值进行定性评估	85
六、如何阅读财务报表	88
七、投资过程中有哪些避税技巧	91
八、律师如何进行尽职调查	96

九、企业改制有哪些流程	103
第三章 项目管理实务	116
一、企业发展过程中有哪些常见问题	116
二、如何监控参股企业	120
三、如何协调与参股企业经营者的关系	121
四、如何审定企业经营计划	126
五、如何选派财务总监	128
六、如何为参股企业提供增值服务	132
第四章 项目退出实务	135
一、建立退出战略	135
二、公开上市(IPO)	141
三、拟上市公司如何选择中介机构	161
四、股权转让	179
五、破产清算	186
第五章 案例分析:A公司股权投资项目	191
一、项目概况	191
二、前期项目分析	194
三、大事纪要	196
四、总结	197
第六章 制度、表格与协议范例	201
一、商业计划书格式	201
二、保密协议(范本)	203
三、投资框架协议(范例)	203

四、产业战略规划提纲格式	209
五、行业研究报告提纲格式	210
六、项目调研提纲(范本)	210
七、项目投资管理规定(范例)	213
八、项目投资操作细则(范例)	220
九、项目小组管理规定(范例)	225
十、激励计划(范例)	228
附表一:项目初审表(范本)	230
附表二:专家咨询表(范本)	231
附表三:项目投资审批表(范本)	232
附表四:项目公司经营状况信息表(范本)	233
 附录	 234
1. 《企业国有产权转让暂行办法》(国资委、财政部) ...	234
2. 《关于企业股权投资业务若干所得税问题的 通知》(国家税务总局)	239
3. 《2001 年企业会计准则——投资》(财政部)	241
 主要参考书目	 245
 后记	 247

第一章 私募股权投资概述

有报导称李嘉诚一生搞生产经营的财富不及其子李泽楷通过兼并、上市、收购等资本运作在一夜之间所赚取的财富。纵观当今世界的首富,不再是搞生产经营的“钢铁大王”、“汽车大王”等,而是通过资本运营投资产业的企业家。纵观市场经济发展的历史,我们不难发现,当产业资本发展到一定阶段时,由于对资本需求的不断扩大,就会不断向金融资本渗透;而金融资本发展到一定阶段时,也必须寻找产业资本支持,以此作为金融产业发展的物质基础。于是,产业资本与金融资本的融合就像“冬虫夏草”一样分不开。进入 21 世纪后,越来越多的企业家把关注的目光,投放在如何将产业资本最有效地与金融资本结合起来;与此同时,也有越来越多的金融家把目光投向产业界,寻找与产业结合的最佳点。于是,众多定位于寻求产业资本与金融资本结合点的私募股权投资公司应运而生。一个成功的股权投资公司若能选择几个高速成长的项目,通过资本市场实现退出,股东的投资必有丰厚的回报。

一、基本理论

(一) 基本概念

在探讨私募股权投资操作实务之前,我们首先要明确几

个基本概念。

1. 股权投资和私募股权投资

股权投资是指企业购买其他企业的股票或以货币资金、无形资产和其他实物资产直接投资于其他企业。股权投资的最终目的是为了获得较大的经济利益,这种经济利益可以通过股权分红获取,也可以通过其他方式取得。但是,如果被投资单位经营状况不佳,或者进行破产清算时,投资企业作为股东,也需要承担相应的投资损失。

股权投资的本质内涵在于它是一种针对企业的专家管理型资本。就实质而言,股权投资是股权投资公司为项目企业融资并进行管理的活动;股权投资资金是实施专业化管理的投资资金;股权投资资本以股权形式介入、对各种资源进行综合性的全方位配置,投资公司既需要拥有资金优势,又要具有人事管理、市场开发与财务管理方面的经验。因此,股权投资不仅仅是一种投资行为,更是一种智能型、专家型的金融管理行为。

私募股权投资是对非上市公司进行的股权投资,主要包括发展资本、夹层资本、基本建设、管理层收购或杠杆收购、重组和合伙制投资基金等。它具有以下特点:

(1) 非上市公司的股权投资,因流动性差被视为长期投资,所以投资者会要求高于公开市场的回报;

(2) 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。而持币待投的投资者和需要投资的企业必须依靠个人关系、行业协会或中介机构来寻找对方;

(3) 资金来源广泛,如富有的个人、风险基金、杠杆收购基金、战略投资者、养老基金、保险公司等;

(4) 投资回报方式主要有三种:公开发上市、售出或购并、公司资本结构重组。

对融资企业来说,首先,私募股权融资不仅有投资期长、增加资本金等好处,还可能给企业带来管理、技术、市场和其他需要的资源。如果投资者是大型产业集团或著名金融机构,他们的名望和资源在企业未来上市时还有利于提高股价、改善二级市场的表现。其次,相对于波动大、难以预测的公开市场而言,私募股权投资资本市场是更稳定的融资来源。再次,在引进私募股权投资的过程中,可以对竞争者保密,因为此类信息披露对象仅限于目标投资者而不必像上市公司那样公之于众,这是非常重要的。

2. 私募股权投资基金的种类

在中国投资的私募股权投资基金有四种:

- (1) 专门的独立投资基金,拥有多元化的资金来源;
- (2) 大型的多元化金融机构下设的投资基金;

这两种基金具有信托性质,它们的投资者包括养老金、大学和机构、富有的个人、保险公司等。有趣的是,美国投资者偏好第一种独立投资基金,认为该基金的投资决策更独立,而第二种基金可能受母公司的干扰;而欧洲投资者更喜欢第二种基金,认为这类基金因母公司的信誉和资本而更安全。

(3) 关于中外合资产业投资基金的法规出台后,一些新成立的私募股权投资基金;

(4) 大型企业的投资基金,这种基金的投资服务于其集团的发展战略和投资组合,资金一般来源于集团内部。

资金来源的不同会影响投资基金的结构和管理风格,这

是因为不同的资金要求不同的投资目的和战略,对风险的承受能力也不同。

3. 私募股权投资对目标企业的要求

由于私募股权投资期限长、流动性低,投资者为了控制风险通常对目标企业提出以下要求:

(1) 优质的管理的要求

这对不参与企业管理的金融投资者来说尤其重要。投资者关心盈利的“增长”,因此它一般要求企业至少有2—3年的经营记录、有巨大的潜在市场和潜在的成长性,并有令人信服的发展战略/计划。高增长才有高回报,因此投资者对企业的发展计划特别关心。

(2) 行业和企业规模(如销售额)的要求

投资者对行业和规模的侧重各有不同。金融投资者会从投资组合分散风险的角度来考察一项投资对其投资组合的意义,多数私募股权投资者不会投资房地产等高风险的行业和他们不了解的行业。

(3) 估值和预期投资回报的要求

由于不像在公开市场那么容易退出,私募股权投资者对预期投资回报的要求比较高,至少高于投资于其同行业上市公司的回报率,而且期望对中国这一新兴市场的投资有“中国风险溢价”。要求25%—30%的投资回报率是很常见的。最好具有3—5年后上市的可能性,这是主要的退出机制。

(4) 法律方面的要求

了解企业是否涉及纠纷或诉讼、土地和房产的产权是否完整、商标专利权的使用期限等问题。很多融资企业是新兴企业,经常存在一些法律问题,投融资双方在项目考察过程中

会逐步清理并解决这些问题。

4. 战略投资者和金融投资者

战略投资和金融投资都有着不同的客观运作规律。作为资本运作,它们有某些共同的运作规律,但是在不同的领域,它们又有各自的独特的规律。

(1) 战略投资者

战略投资者一般是投资于本企业相同或相关行业的企业。如果融资企业希望在降低财务风险的同时,获得投资者在公司管理或技术上的支持,这样的企业通常会成为战略投资者的选择。战略投资者能提高融资企业的资信度和行业地位,同时可以在技术、产品、上下游业务或其他方面给予融资企业帮助,以提高其盈利水平和盈利增长能力。而且,企业未来有进一步的资金需求时,战略投资者有能力提供资金。

战略投资者通常比金融投资者的投资期限更长,因为战略投资者进行的任何股权投资必须符合其整体发展战略,是出于对生产、成本、市场等方面的综合考虑而作出的,而不仅仅着眼于短期的财务回报。例如,众多跨国公司近年在中国进行的产业投资是因为他们看中了中国的市场、研究资源和廉价劳动力成本。因此,战略投资者对公司的控制和在董事会比例上的要求会更多,会较多地介入管理,这可能增加合作双方在管理和企业文化上磨合的难度。

战略投资者要注意的一个风险是融资企业可能发展成为潜在竞争者。如果一家跨国公司在中国参股数家企业,又出于总部的整体考虑来安排产品 and 市场或自建独资企业,就可能与融资企业的长期发展战略或目标相左。此外,战略投资

者应争取在投资条款中设置公司出售时的“优先购买权”(即投资方有权按同等条件优先购买原股东拟转让的股权)和其他条款来保护其投资利益。因此,投资方和融资方需要互相了解对方的真实意图,并运用谈判技巧来争取长期发展的有利条件。

(2) 金融投资者

金融投资者是指私募股权投资基金。基金未必不是行业专家,而且有些投资基金有行业倾向和丰富的行业经验与资源。金融投资者与战略投资者有以下三个方面的要求是不同的:

(1) 公司的控制权;

(2) 投资回报的重要性(相对于市场份额等其他长期战略的考虑);

(3) 退出的要求(时间长短、方式)。

多数金融投资者仅仅出资,除了在董事会层面上参与企业的重大战略决策外,一般不参与企业的日常管理和经营,也不太可能成为潜在的竞争者。一旦投资,金融投资者对自己的投资就很难控制,因此挑选出管理好、成长性高和拥有值得信赖的管理团队的投资对象就十分关键。很多投资基金要求自己选派合资公司的财务总监,以保障自己对企业真实财务状况的了解。

金融投资者关注投资的中期(通常3—5年)回报,以上市为主要退出机制。惟有如此,他们管理的资金才有流动性。所以在选择投资对象时,他们就会考察企业3—5年后的业绩能否达到上市要求,其股权结构适合在哪个市场上市,而他们在金融方面的经验和网络也有利于公司未来的上市。

在国外,金融投资者大多以优先股(或可转债)入股,通过

事先约定的固定分红来保障最低的投资回报,并且在企业清算时有优先于普通股的分配权(中国的《公司法》尚未明确优先股的地位,投资者无法以优先股入资)。另外,国外私募股权融资的常见条款还包括卖出选择权和转股条款等。卖出选择权要求融资企业如果未能在约定的时间上市,必须以约定价格回购引资形成的那部分股权,否则投资者有权出售公司,这将迫使经营者为上市而努力。转股条款是指投资者可以在上市时将优先股按一定比率转换成普通股,同享上市成果。

5. 股权投资和债权投资的区别

债权投资也叫债券投资,债权投资是企业购买的各种一年期以上的债券,包括其他企业的债券、金融债券和国债等。

债权投资不是为了获取被投资企业的所有者权益,只是为了获取投资的债权。债权投资者自投资之日起即成为债务企业的债权人,并按约定的利率收取利息,到期收回本金。股权投资的目的是为持有被投资企业的股份,成为被投资企业的股东,依所持股份额享有股东的权利并承担相应的义务,一般情况下不能随意抽回投资。股权投资相对于债权投资而言,投资风险较大。

随着银行及国有资产管理公司债务剥离工作的推进,中国债权市场也有一定的投资机会。现阶段商业银行需要在很短时间内为不良资产找到最适合的买主,并随着不良贷款所有权的转移,迅速改进自身的资产负债水平,增强流动性。这就为投资公司发展低成本股权投资提供了切入的机会。投资公司可以充分发挥自身熟悉行业及其发展趋势的特点,采取各种银行无法施展的手段来处置不良资产、整合产业资源,并从中发现增加回报的机会。通过挖掘,投资公司能够发现一

些债务负担沉重但确有成长潜力的国有企业,承接债权,并择机转为股权;再通过改变企业内部经营机制,帮助企业建立现代企业制度,使企业成为市场机制下的经营主体;继而加大技术创新和管理创新的力度,实现企业经营状况的根本好转,从而达到股权增值的目的。

6. 长期投资和短期投资的区别

(1) 投资期限不同

短期投资往往是指投资期限短于一年或短于超过一年的一个营业周期的投资,它可以随时收回或随时变现。长期投资的期限一般是指要长于一年或长于超过一年的一个营业周期,在此期间,企业并不想收回或无法收回其投出的资金。

(2) 投资方式不同

短期投资的方式主要包括购入随时能够变现的股票和债券。长期投资不仅包括购买投资公司的股票和债券,而且包括以现金、材料等流动资产、固定资产及其他资产对其他企业进行的直接投资,并按投资额占被投资企业股权的比例分享利润。

(3) 投资目的不同

短期投资的目的在于充分利用暂时多余的资金,用其购入能随时变为货币资金的股票和债券,以在短期内获取比市场利率更高的收益。长期投资的目的则在于经营和理财方面的需要,看好参股企业中长期的成长性所能够带来的股权增值收益。

7. 参股与控股

(1) 参股

参股是企业将部分资本作为股本向另一家企业入股的

一种经济行为。参股作为产权资本经营的一种方式,具有以下特点:①参股者将资产的一部分投入另一企业,因此获得股权,即这部分资产的所有权,而参股者将这部分资产的使用权和处置权等让渡给那家企业,由其得到使用权和支配权。参股者从让渡资产使用权中得到的报酬,即为股权享有的未来的股息和红利。②参股并不取消或改变本企业的法人地位,参股的比例达不到一定的比例时,也不会改变他人企业的法人地位。③参股者往往将其资产投入有成长潜力、经营好、效益高的企业,由这家企业统一使用,实现资产一体化,从而有助于资本集中、生产规模扩大、营运效率提高。④参股有助于企业闲置的、利用效率低的存量资本流动。

(2) 控股

控股是企业收购另一家企业的大部分股权,从而达到控制该企业或使之成为本企业名下的子公司的经济行为。控股作为一种产权资本经营方式,其特点是:①控股是一种收购财产所有权的活动,收购并不一定要收购所有股权,只需要达到控制该企业所需的股权,所以,控股是部分财产所有权的转让。②企业收购部分股权达到控制对方企业的目的后,便对其资产拥有使用权和处置权,该企业就可以按照自己的经营目的、方针和方式来支配对方企业的所有财产。控股能够用对部分资产所有权的购买,换回全部资产的使用权、处置权,使控股方能够对资产集中统一使用,改变资产的存量结构。③由于控股,控股方有可能将被控股企业变为控股公司的子公司或下属企业,成为控股方的二级法人。此时,由于被控股企业原有的法人资格已经取消,而赋予了新的法人资格,控股就成为兼并的一种。如果控股方愿意保留原有被控股企业的

法人资格,这时的产权转让则不能称为兼并。

(二) 投资运作流程

1. 投资程序

投资公司内部都有一套投资程序。这个程序可能由于企业的组织结构设计以及股东会、董事会、经营层的权力分配不同而有所差异,但是基本框架还是一致的,见图 1.1。

(1) 项目受理

目标企业一般会递交《商业计划书》,有时候投资经理也会协助撰写。通过阅读《商业计划书》,投资经理会对项目情况有一个初步的了解。

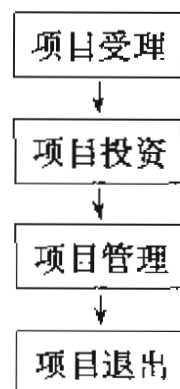


图 1.1 投资程序

(2) 项目投资

项目投资包括尽职调查、估值定价、董事会席位、否决权和其他公司治理问题、退出策略、确定合同条款清单并提交投资委员会审批等步骤。由于投资方和融资方的出发点和利益不同、税收考虑不同,双方经常在估值和合同条款清单的谈判中产生分歧,因为解决这些分歧的技术要求高,所以不仅需要谈判技巧,还需要会计师和律师的协助。其基本流程见图 1.2。实施投资后,目标企业即成为投资公司的参股企业,投资经理一般称其为“项目公司”。

(3) 项目管理

统计显示,只有 20% 的私募股权投资项目能带给投资者丰厚的回报,其余的要么亏损、要么持平。所以投资者一般不会一次性注入所有投资,而是采取里程碑式的分期投入方式,

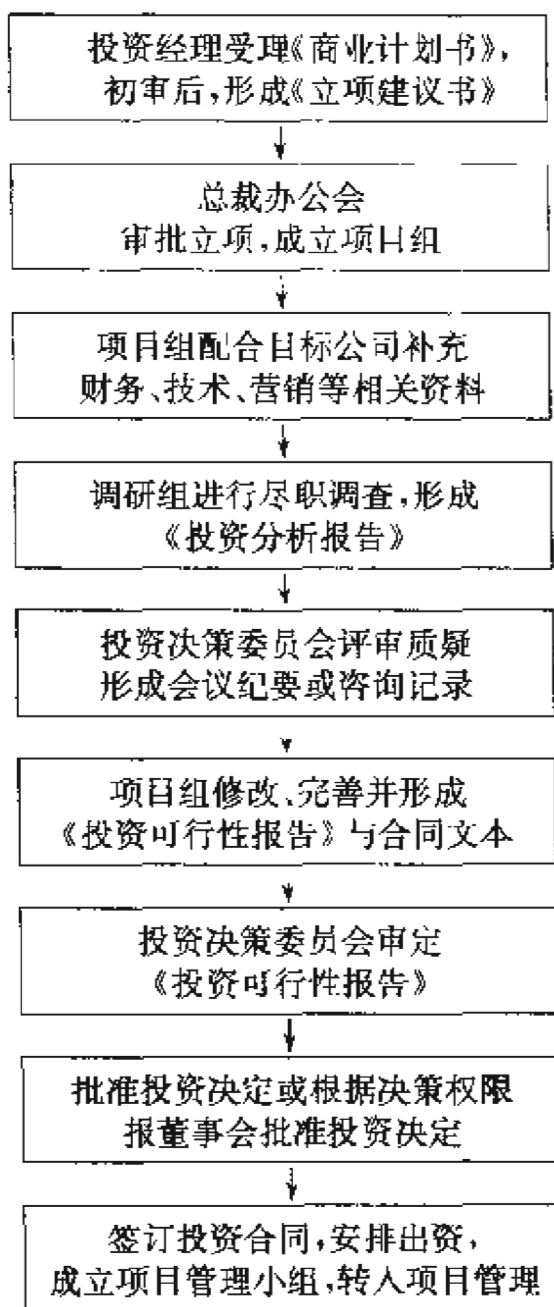


图 1.2 项目投资流程

每次投资以企业达到事先设定的目标为前提。实施积极有效的监管是降低投资风险的必要手段，但这需要人力和财力的投入，会增加投资者的成本。因此，不同的基金会制定与自身要求相一致的不同的监管制度，包括采取有效的报告制度和监控制度、参与重大决策、进行战略指导等。投资者还会利用

其网络和渠道帮助参股公司进入新市场、寻找战略伙伴,以发挥协同效应、降低成本等方式来提高收益。另外,为满足融资企业未来公开发行或并购的要求,投资者会帮其建立合适的管理体系和法律构架。

(4) 项目退出

退出策略是投资者在开始筛选企业时就十分注意的因素,包括上市、出让、股票回购、卖出期权等方式。其中,上市是投资回报最高的退出方式,上市的收益来源是企业的盈利和资本利得。由于国内股票市场规模较小,上市周期长、难度大,很多企业都会在海外注册一家公司,并通过这家境外公司来控股境内公司,通过红筹模式,以境外注册的公司作为主体在境外上市。

2. 股权投资进入企业的四个阶段

(1) 种子阶段

种子阶段是指酝酿与发明阶段,这一时期的资金需要量很少,从创意的酝酿,到样品,再到小批量生产,一般由创业者自己解决。有许多发明是工程师、发明家在进行其他实验时“灵机一动”而产生的。但这个“灵机一动”在原有的投资渠道下无法变为样品,并进一步形成产品,于是发明人就会寻找新的投资渠道。这个时期的股权投资称作种子资本,其来源主要有:个人积蓄、家庭财产、朋友借款、申请自然科学基金,如果还不够,则会寻找专门的股权投资公司和股权投资机构。要得到股权投资公司的投资,仅凭一个“念头”是远远不够的,最好能有一个样品。然而,仅仅说明这种产品的技术如何先进、如何可靠、如何有创意也是不够的,还必须对这种产品的市场销售情况和利润状况进行详细的调查、科学的预测,并使

之成文,将它交给股权投资公司。一个成功的创业者不仅要
是聪明的工程师、睿智的发明家,还必须懂得如何管理企业,
并对市场营销、企业理财有相当的了解。经过考察,股权投资
公司同意出资,就会合建一个小型股份公司。投资公司和创
业者各占一定股份,合作经营,直至形成正式的产品。这种企
业面临三大风险,即技术风险、市场风险和管理风险。投资公
司在种子期的投资占其全部股权投资额的比例是很少的,一
般不超过10%,但却承担着很大的风险。这些风险体现在:不
确定性因素多且不易测评;收获时间长。因此,投资这类企
业,投资公司往往需要更高的回报。

(2) 创建阶段

创建阶段是技术创新和产品试销阶段。在这一阶段,企
业管理机构已经组成并完成了经营计划与市场分析;产品原
型尚在测试中,并需要进一步解决技术问题,排除技术风险;
产品进入市场试销,听取市场意见,但仍未有收益。这一阶段
的资金称作创业资金,所需资金投入显著增加。股权投资公
司在该阶段的投资主要是考察企业经营计划的可行性以及产
品功能与市场竞争力。如果股权投资公司觉得投资对象具有
相当的存活率,同时在经营管理与市场开发上经有效帮助可
得到明显提高,则会进行投资。这一阶段投资的风险主要是
技术风险、市场风险和管理风险。

(3) 成长阶段

成长阶段是指技术发展和生产扩大阶段。这一阶段的资
本需求相对前两阶段又有所增加,因为企业为了最终达到基
本规模,一方面要扩大生产,另一方面要开拓市场、增加营销
的投入。这一阶段的资金称作成长资本,主要来源于原有股
权投资公司的增资和新的股权投资的进入。另外,产品销售

能回笼相当的资金,银行等稳健资金也会择机而入。这也是股权投资的主要阶段,因为技术风险在前两个阶段已基本解决,这一阶段的主要风险是市场风险和管理风险,即如何让企业既保持技术先进又尽享市场成果。在这个阶段,竞争者的仿效会夺走一部分市场。多为技术背景出身的企业领导由于对市场营销不甚熟悉而容易在技术先进和市场需求之间取舍不当,而且,企业规模的扩大会对原有组织结构提出挑战。为此,股权投资机构应积极评估风险,并派员参加董事会,参与重大事件的决策,提供管理咨询,选聘更换管理人员,并以这些手段排除、分散风险。这一阶段的风险相比前两个阶段而言已大大减少,但利润率也在降低,股权投资公司在帮助增加企业价值同时,也应着手准备退出。

(4) 成熟阶段

成熟阶段是指技术成熟和产品进入大规模生产阶段,这一阶段的资金称作成熟资本。该阶段资金需要量很大,但股权投资者已很少再增加投资了。一方面是因为企业产品的销售本身已能产生相当的现金流入,另一方面是因为这一阶段的技术成熟、市场稳定,企业已有足够的资信能力去吸引银行借款、发行债券或发行股票。更重要的是,随着各种风险的大幅降低,利润率也已不再高得诱人,对股权投资不再具有足够的吸引力。成熟阶段是股权投资的收获季节,也是股权投资的退出阶段。股权投资在这一阶段退出,不仅因为这一阶段对股权投资不再具有吸引力,而且也因为这一阶段对其他投资者如银行、一般股东更具有吸引力,股权投资可以以较好的价格退出,将企业的接力棒交给其他投资者。股权投资的退出方式有多种选择。在此阶段,股权投资者必须退出,不可犹疑。

由此看来,股权投资的投入有四个阶段:种子期的小投入、导入期的大投入、成长期的大投入及成熟期的部分投入。他们分别对应着企业成长的四个阶段。而实际上,这四个阶段之间并无那么明显的界限。

上述阶段的界定主要是参照制造行业。近几年以蒙牛为代表的一批消费品创业企业在吸引到股权投资以后,首先致力于市场开拓,产品制造通过 OEM 等方式完成。因此,不同发展阶段的风险构成与前文所述有一定的差异。而媒体、医院管理、连锁经营等新兴产业领域的股权投资项目更呈现出新的特点。这些都需要股权投资者因地制宜地加以把握。

3. 新一轮周期哪些行业最具备成长性

在进行项目调研的过程中,行业研究是不可或缺的一环。通常在一个高成长性的行业里,企业会有更多的发展机遇,取得更好的经营业绩。需要说明的是,行业成长性对于项目选择而言只能是一种参考。在人家都看好的行业里,也有公司会亏损,反之在大家都不看好的行业里,也有公司在盈利。因此,在选择目标企业的时候,更重要的是公司本身的核心竞争能力。往往竞争最激烈的行业会诞生出最具竞争力的企业。

在消费升级、基础设施建设以及“世界工厂”三大动力推动下,中国经济进入了新一轮增长周期。本轮周期与一般周期的不同之处在于,增长动力强劲、产业结构升级和调整成为周期的主旋律,因此预计此次周期的持续时间较长,经济增长幅度较大。

一般来说,在经济周期的不同阶段往往形成不同的产业热点。

当经济处于扩张初期,居民消费和相应投资启动,最先带动汽车和房地产等周期性消费品、电子信息和机械设备等资本品以及交通运输业。这些行业的效益对经济周期的敏感度最高,一旦经济开始收缩,它们的发展也最先感受到负面因素的影响。

能源行业如煤炭、石油、天然气、电力,以及原材料行业如建材、钢铁、有色金属、化工等,这些行业处于产业链最前端,虽然也具有较强的经济周期性,但敏感度不如上一类行业。这类行业一般在经济扩张初期保持稳定或缓慢增长,当经济步入快速增长期时,产能一时难以满足需求,从而拉动这些基础产品的价格,使得行业效益有比较显著的增长。这类行业的增长一般会延续至整个经济扩张期的结束。

金融服务业、城市公用设施类行业受经济周期影响相对较弱,而且因为是收益类行业,分红比例高,在经济收缩、利率下降时,该类行业的公司往往会有较好表现。

此外,一般消费品行业如农业、食品、零售业以及医药行业,受经济周期影响不明显,反而是其他一些独立经济变量如人口对它们的发展起决定性作用。在经济收缩时,投资者一般选择上述行业作为安全投资,因此,这类行业又被称为防御型行业。

(三) 投资经理的从业要求

很多人都认为做投资是很不错的职业,似乎投资公司里的钞票就是公司的可分配利润一样——总之管钱的企业就是好企业!其实投资经理是一个很辛苦的职业。银行里存款与日俱增,已经突破 11 万亿,而存款利率仍维持在较低的水平。

试想：如果投资赚钱的机会很多，怎么会有这么多人把钱存进银行里？投资经理也是一个很有挑战性的职业，因为目标企业经营中任何一个环节出问题，都有可能引发整个企业的倾覆，从而导致股权投资的失败。在缺少诚信支持的市场经济体系下，在法律法规尚不健全的投资环境下，一个刚刚跻身股权投资领域的年轻人往往要经历 5 年甚至更久的时间，参与完成过数个项目的股权投资后，才能成长为一个真正的投资经理人。

1. 投资经理的基本从业要求

查阅招聘网站上的投资经理类岗位的招聘启事，我们会发现对投资经理的岗位描述和素质要求大同小异，见表 1.1：

表 1.1 投资经理的从业要求

项 目	内 容
岗位描述	<ol style="list-style-type: none"> 1. 发掘投资项目，进行尽职调查、投资价值分析、投资可行性分析和论证； 2. 设计合理的投资方式、投资架构、投资策略，设计并执行投资的全过程，设计上市方案或其他投资退出方案； 3. 协助企业完善财务等各项管理； 4. 对已投资项目进行监督； 5. 协助企业再融资、上市运作等。
素质要求	<ol style="list-style-type: none"> 1. 大学本科以上学历，英语熟练，计算机操作熟练； 2. 独立性强，拥有良好的沟通技巧，富于团队合作精神，有责任感、创造力、主动性，工作努力并能承受一定的工作压力； 3. 理工类本科毕业，有三年以上工作经验，经济金融类研究生毕业人员优先； 4. 拥有专业技术资格者，工程师、注册会计师、注册律师等优先。

2. 投资经理的能力要求

在投资经理人队伍建设方面,除了看重投资经理的基本素质和经历以外,还要看他的眼光以及学习能力和敬业精神。

(1) 良好的心理素质

投资经理不能太浮躁。选项目也好,在这个行业里面成长也好,不要想着一步登天,企图在很短的时间里就能选到好项目,就能当很好的投资经理,并从这个项目里得到很多的激励。首先还是要沉下心来,要有耐心,这非常关键。高回报往往是与高风险相伴相随,股权投资本身具有较大的风险,在企业发展过程中,经营业绩出现起伏是很正常的事情,而来自老板和同事的压力也会随之起伏,所以,对待投资过程中出现的问题要有一个良好的心态,作为一个投资经理一定要具备良好的心理素质。

(2) 产业背景

产业背景在这里有两个方面的作用:其一是所谓“不熟不投”、“隔行如隔山”,如果作为股权投资者曾经致力于某个行业,就会有不少的行业知识和经验。对某个(些)行业深刻的了解,对行业的前景、行业的风险、行业里一些只可意会不可言传的东西实质性的把握,都能帮助投资经理判断出目标企业的价值体系,在产业链中筛选出盈利点。这对选择项目是十分有帮助的,可以有效地降低投资风险,加大所投项目的保险系数。其二是对熟悉的行业,从事过实体企业管理工作,熟悉产供销人财物的日常管理,那么作为投资经理可以对项目公司企业的运作给予一定的指导和帮助,协助其迅速发展,进而达到预期的目的,出现双赢的局面。

产业人士的行事风格一般是比较务实的,相比之下,有些经济类专业背景的投资经理,缺少产业经验,喜欢高谈阔论,

大谈理念模式,以为通过这种方式能够“震慑”住产业人士。其实不然,资本市场在中国已经有了十几年的发展历史,产业人士对资本运营的理论实务也有了相当的认知,再好的模型如果不能与目标公司找到合作切入点或者不能为目标企业带来利益,都是在“纸上谈兵”。

(3) 必要的投资知识

对投资经理而言,掌握项目评估的方法、合同的具体细节设定、退出方式的选择、财务报表的审读及经济法规等知识是十分重要的,这不仅能帮助其在业务活动中游刃有余,而且对投资风险会起到积极有效的防范作用。

(4) 深广的渠道和人脉关系

如果投资经理坐在家里守着电话来跟企业家接触,这样是找不到好项目的。现在资本市场稀缺的已经不是资金,而是优质的项目。在券商众多、基金林立的竞争环境下,每个投资公司都会对自己“领地”内的项目如数家珍,呵护有加。在这种背景下好项目决不会主动找上门来。投资经理应该像一名推销员或者记者,不断地去了解 and 关注行业的情况,并经常和有潜力的企业家保持联系。投资经理不仅在投资项目之前,而且要在投资项目之后的管理过程当中,非常主动地跟企业进行接触,这样才能和企业融洽相处,掌握动态信息。

另一方面,在股权投资过程中,可能会遇到不同细分行业的项目,项目本身又可能在产、供、销、人、财、物等诸多环节上遇到现实问题。这些问题仅仅靠个人有限的知识和经验来处理是远远不够的,必须借助外部资源来解决。这些外部资源包括投资经理人在业内所拥有的各种人脉关系。

(5) 良好的沟通能力

作为投资经理人,会在工作中接触到产业界、学术界和行

政部门的各类人士,这就需要投资经理妥善处理其中的各种关系。特别是对项目公司实施管理的过程中,各方利益的协调平衡都要求投资经理有很强的沟通能力。我们应牢记,尊重和信任是解决问题的基础,而尊重和信任是在沟通中产生的。

3. 投资经理的职业定位

对于投资公司而言,企业定位在很大程度上取决于投资经理的知识、经验和资源。中国当代的投资经理人主要可以划分为五种类型:

一是在政界具备深广人脉关系的少壮派。他们可以利用灵活的资讯渠道以及政策制定中预留的某种空间,或掌握了某种稀缺资源,以相对低廉的成本获取优质项目公司的股权,再择机获取利益。

二是在国际知名投资公司任职的海归派。他们谙熟国际资本市场与国内市场环境,缔造了一批境外上市的中国公司。

三是在证券市场完成原始积累的炒股人。这类投资人通过当股东进入实业,但专长在证券市场而不在管理。这类投资者如果没有长期的经营理念,鲜有成功者。

四是自己创办实业成功后想进入新行业的民营企业家。相对于前一种炒股人,这种人的成功率相对较高。但即使是有经验的民营企业家,对新涉入行业有深刻认识 and 理解的也为数不多。

五是从学校毕业后,没有任何实业企业的经历,直接进入投资公司或金融系统的专业投资人。这种背景的投资经理容易表现出盲目自信、纸上谈兵的不足。由此类经理人打理投资,如果投资的不是有行政壁垒的行业的话,最好就是投资马上要上市的准上市公司(Pre-IPO)。这样做当然难度很大,但

在信息尚不对称的环境下,仍会有沙里淘金的机会。

对于一家初创投资公司,面临的首要问题是如何在行业里建立一支结构良好、素质过硬的投资经理队伍。在这个阶段,投资经理人的经验是公司的核心竞争力。公司创建之初,对外进行适度的包装提升是必要的,但不可“无中生有”,给以后的合作埋下隐患。其中的道理和婚姻一样:如果靠欺骗的手段获得爱情并步入婚姻,但婚后终究要示人以本来面目,其后果可想而知。当投资公司有几个成功的投资案例后,就具有了一定的品牌优势,这时投资经理的工作就会顺畅许多。

当代中国,对于股权投资公司的投资经理,或有钱想要收购、兼并国有企业的民营企业家,除了通常教科书上谈的那些基本投资、购并原则和步骤外,尤其要多花时间对项目进行调研,并形成报告。中国的公司法和工商局所推荐的公司章程模版在内容上是很初级的,一个公司的大股东或董事长,如果有时间和可能,应专门和管理层讨论并制定未来企业的战略发展规划,尤其是那些自己创业成功、正在从总裁成为董事长和投资人的民营企业家更应如此。

二、投资模式

在现代市场经济条件下,产业资本与金融资本是相辅相成的,产业资本是经济发展的主体,金融资本为产业资本的发展提供必不可少的支撑与服务。没有产业资本的拉动,金融资本既缺少服务对象,也缺乏积累的源泉;没有金融资本的保障,产业资本就无法有效聚集要素资源并使之形成真正的生产能力。产业资本与金融资本是否相匹配、相协调,决定了不同地区的竞争能力与综合经济实力。在中国,有效的股权投

资模式通常都具有以下几个基本特点：

一是有强大的产业支撑。从现实来看，中国企业的资本运营要获得成功并给企业带来可持续性的效益，须与产业支撑有紧密的有机联系。无论是以产业扩张为核心的资本运营，还是通过资本市场整合传统产业，都是把资本运营作为一个战略手段。

二是有整体的战略设计，不是为了短期的股市炒作。资本运营是在长远的战略设计下进行的，整个资本运营战略的进行有着长远的战略目标和长期的整体设计规划，不仅仅着眼于国内的发展而且放眼于全球化的优势发展，是公司整体战略和盈利模式的组成部分和手段。

三是注重资金链条的完整性和现金流的通畅，不是依靠股市的冒险行为。成功的资本扩张都是相对稳健的，其突出的表现就是注意打造稳固的资金链条，不仅注意项目的选择、科学的论证以及长时期的考察，而且注意培育多元化的融资途径和风险防范机制，形成中国产业资本与金融资本的新型结合模式，从而保证资本扩张中现金流的通畅和资金链条的完整性。

四是强调资本运营过程中的并购整合策略，不是仅仅关注并购行为本身。资本运营的一个重要手段就是并购，并购成功的关键在于整合。许多并购行为的失败不在于并购本身的技术问题（包括价格问题），往往是在并购后的整合出了问题，甚至迟迟不能形成有效的整合。而成功企业在资本运营过程中都把整合视为非常重要的环节，甚至认为整合比并购本身更重要，正是这种对整合的无比重视造就了企业的持续发展。

当然，在实践中是没有一种完美的股权投资模式的，本节

讨论的几家资本集团有的属于产业资本,有的属于金融资本,它们各有特点:李嘉诚商业帝国是华人企业走向世界的代表,复星集团是改革开放后发展迅猛的本土企业,IDG 是在中国从事风险投资取得巨大成功的美资公司,而 KKR 的杠杆投资模式尽管时过 15 年,但其操作的 RJR 纳贝斯科仍然是最为经典的股权投资案例之一。当然有的企业在业内还存在颇多争议,这里我们不是简单地以成败论英雄,而希望从企业的发展历程以及标志性的案例中汲取更多的经验和教训。

(一) 李嘉诚商业帝国的投资模式

1. 李嘉诚商业帝国

华人商界领袖李嘉诚先生原先是香港本地的小地产商,从 1973 年至今,历时 30 年,其产业形成全球化经营的商业帝国,业务绝对多元化。对李氏商业帝国深有研究的长江商学院郎咸平教授形容它为“广布全球,什么都做的企业”。

李嘉诚父子基金会控制着六大上市公司,而六大公司的业务彼此的相关度颇低。长江实业(集团)有限公司(简称长实)主营物业发展与投资、地产代理、楼宇管理、控股;和记黄埔(简称和黄)经营物业发展、货柜码头服务、零售业、制造业、电信和电子商务等;长江基建集团有限公司(简称长建)主要做运输、能源、基建材料、基建工程;香港电灯有限公司(简称港灯)是发电与电力供应;曾令“小超人”李泽楷一举成名的 TOM.COM 有限公司,主营网络业务,包括门户网站、互联网信息、户外媒体、印刷、内容供应、电子商贸及软件开发等;还有一个长江生命科技(集团)有限公司,从事生物科技产品的研发、商品化、市场推广及销售。概括起来,李氏商业帝国有

七项主要业务：港口及相关业务、电信、物业发展及控股、零售、能源、基建、财务与投资。

2. 李嘉诚是如何降低风险的

多元化经营被许多管理学家和企业经营者列为“雷区”，但李氏企业却为我们演示了一个多元化经营的成功案例，其中奥妙何在？长江商学院郎咸平教授是从1999年开始研究李氏案例的，在他之前，可能世界上没有人能猜透李嘉诚为何每隔二三年就对其产业来一次大重组。郎咸平教授曾绘制了李氏的七项业务的 EBIT 增长曲线，七根曲线每一根的峰谷波动都很大，最高的达到 200%，最低的为 -50%。这样的波动幅度是任何一家大型企业都无法承受的。当增长速度突然暴涨到 200%，你会发现人员、场地、现金什么都不够用，似乎一切都乱套了，根本不能正常运作；而如果衰退 50%，企业也是难以负担的，随时会倒闭。面对这种情况，若是一家 3 亿元以下的企业，依靠企业家个人的经验和聪明才智还可以应付，而对于上千亿元的企业集团处理起来就不是那么简单的了。难道庞大的长江集团常常处在内外交困的边缘吗？

当然不是。一旦把七根曲线放到一个坐标系里考察，戏剧性的场面就出现了。你会发现，每一根线的波峰，都有另一根线的波谷与它相对应，也就是说，七大行业全部形成了严密的互补关系，一个行业增长出现最高点时，一定有另一个行业处于最低点。例如，零售业 1998 年处在波谷，-50% 增幅，而跟它相对的物业发展线正好在最高点。在坐标系中取 7 条线的加权平均数，增长率就变成了 -5%~20%，这是一个十分稳健的数字。所以，李嘉诚降低经营风险的秘诀就是把风险分散，即俗话说的“把鸡蛋放在多个篮子里”。由此可见，李氏

的多元化做得有计划有条理,不是盲目地看到哪里赚钱就往哪里投点钱,他分散风险的策略是:

(1) 收购或从事低相关业务分散风险

七大行业无论产业领域还是地域都分布广阔。

(2) 收购或从事不同回报期业务降低风险

短期回报的业务如零售、酒店等,它的盈利波动幅度大,好处是经济景气时获利丰厚;长期回报的业务如基建、电力等,好处是收入稳定。如果光做短期业务,波动大,风险很高;但如果全做长期业务,资金回流慢,又有周转不灵的风险。长短互补,才能确保每段时间都有足够的资金回流。

(3) 收购或从事稳定回报业务来平滑盈利

稳定回报的业务,能提供稳定的现金流,有助于“兄弟单位”业务发展,整个集团遇到困境时它也能提供援手,还能使财务报告比较好看,在借贷、集资时都拿得出手。

我们可以以长江集团 1997 年的重组作为例子来印证一下郎教授猜出来的答案:

在重组前,长实直接控有长建,两家公司的业务相似且不稳定;和黄控有港灯,盈利稳定。长建从事的是资金密集型行业,1996 年投资活动现金净流出额达 33 亿港币,1997 年更达 38 亿港币,有资金压力;反观港灯则有大额现金流入。于是李嘉诚把四大公司的股权结构重新排列组合,让长建划到和黄名下,直接控股港灯。这样,港灯收进的现金可以提供给长建,两者相加以后,长建成为盈利增长公司,有助集资;而长实不用再直接负担长建的大幅波动,加上和黄盈利稳定,公司的长远盈利可保持较稳定增长,从而降低风险。每次重组一定使各个互补企业加到一起,这就是李氏商业帝国能把经营风险降低 10 倍的道理。

3. 全球化的好处

投资项目全球化,把蛋放在世界各地的篮子里,也是为了分散蛋被打破的风险。世界各地经济周期、市场发展阶段、行业竞争程度各异,全球化可以确保整体回报,分散投资风险。和黄的货柜码头业务和电信业务就是最好的例子。

20 世纪 80 年代后期,长和系企业开始进军海内外,业务范围包括能源、地产、电信、零售和货柜码头,并以中国香港地区为基地延伸到祖国内地、北美、欧洲和亚太其他地区。其中港口业务在全球 15 个国家和地区投资,共进入 30 个码头,如香港国际货柜码头、香港内河码头、上海集装箱码头有限公司、深圳盐田国际集装箱码头有限公司、英国菲力斯杜港、泰晤士港、欧洲货柜码头等。当 90 年代后期欧美经济增长放缓,香港地区和英国港口进出口货物数量下降,吞吐量呈负增长时,祖国内地经济发展却一枝独秀,深圳盐田港吞吐量始终保持大于 20% 的增长量,这使得李氏集团港口业务的整体平均增长率相对稳定。

其电信业务也是如此,由于在印度、加纳、阿根廷、巴拉圭等未发展的新兴市场上,成熟的 2G 技术继续带来了较高的盈利增长,这一块盈利可以用来支持新兴 3G 技术巨额的初期投资和亏损。这样,一方面实现了不同地区间的相互支持,另一方面则可延长每种技术的盈利期限。

4. 把握最佳时机

最初只有一个篮子,要把蛋分开放首先要投资买很多个篮子。必须注意到,李氏商业帝国始终策略性地保持稳健的财政状况,资产负债率也较低,这样当好的投资机会来临时,才有能力去把握机会。

1979年9月,和黄处于财政危机,其大股东汇丰急需现金,长实得以用6.39亿元成功地从英国人手里收购22.4%的和黄股权。收购和黄很明显地对长实的整体回报起到平滑效果。1985年1月,和黄以低于市值13%的条件,收购置地名下34.6%的港灯股权,当时置地由于扩张过度出现财政危机,和黄的财政则有绝对优势。2000年,长建和港灯联合收购南澳洲的一家电厂,成为澳洲最大的配电商。1999—2002年港灯在澳洲的一系列收购,市场反应良好,高盛集团因而调高了对其2003—2004年的每股盈利预计。

李嘉诚的投资思维模式还讲究“不为最先”,即最新的最热的时候先不进入,等待一段时间后,市场气候往往更为明朗,消费者更容易接受,自己的判断决策也会比较准确,这时候采用收购的办法介入,成本最低。

(二) 复星集团投资模式

复星集团创立于1992年11月。12年来,复星集团立足上海,紧紧抓住国际、国内产业整合的重要机遇,坚持发展产业、做价值发现者和创造者,目前已在现代生物与医药、房地产、商贸流通、钢铁、汽车等产业领域取得了一些业绩,拥有像联华超市、国大药房、豫园商城、羚锐制药、南钢集团、建龙集团、金龙汽车、复地房产、老山药业等一大批在商业、医药、钢铁、汽车、地产等方面的知名品牌,在这些领域中的许多分支已经达到了行业前三名的水平。2003年复星集团控股企业实现销售239亿元,复星与关联企业的总销售额达到300余亿元,总资产达到198亿元,净资产90—100亿元,纳税总额8亿元。在2003年8月公布的中国企业500强中复星名列144

位,并且另有五家关联企业分别进入了 500 强的行列。世界商讯集团(GBN)发布的“2004 民营企业 100 强”,复星集团旗下的南钢股份(600282)、豫园商城(600655)、上海复地(2337, HK)和复星实业(600196)四家上市公司名列前茅。尽管市场对复星的一系列运作一直褒贬不一,但不可否认,复星已成功地运用资本市场的杠杆效应串起一群耀眼而活跃的上市公司“明珠”,成为资本市场一道令人瞩目的风景。

1. 成长历程

在十几年的成长历程中,复星两次把握住了时代的脉搏:将知识与产业紧密结合,催生出一个生物医药领域里的企业集团,使得复星踩准了新经济的节拍;而将产业资本与金融资本紧密嫁接起来,又使得复星在资本市场上释放出巨大的能量。复星能否在一系列的重组购并后真正形成“1+1>2”的效应,将是对其领导人管理能力的考验。企业不可能不犯错误,关键是要懂得舍弃,这样才能保证不断吐故纳新。

(1) 打造旗舰

1998 年 8 月 7 日,复星集团绝对控股的复星实业正式挂牌上市,募集资金 3.5 亿元。作为上海第一家上市的民营企业,也是复星集团现代生物与医药产业的旗舰企业,复星实业从上市起便颇受资本市场的关注,而复星实业也为当时的证券市场带来了生物高科技公司的新概念。

几年下来,复星实业已拥有包括国家一类基因工程新药重组链激酶、国家二类基因工程药 γ -干扰素、重组人红细胞生成素等七大系列的数百种产品。2001 年,公司建立了上海市第一家民营企业博士后工作站,并被国家科技部认定为上海惟一的医药产业“国家 863 计划成果产业化基地”。公司的发

展目标是形成生物医药产业的“联合舰队”，成为全球化、信息化和最具竞争力的中国医药新经济的代表。

“联合舰队”的整编始于2000年3月，复星实业投资3450万元，购得河南信阳信生制药有限公司90.3%的股权；同年5月，复星实业出资14549万元参与天津药业有限公司的改制，拥有其22%的股权；2000年9月，复星实业又以2460万元的价格受让上海雷允上北区药业股份有限公司24%的股权；2002年5月，复星实业所属上海复星医药产业公司受让武汉中百所持有的武汉中联药业4000万股股权；2002年6月，复星实业在渝合资组建的重庆药友制药有限责任公司和重庆医药工业研究院有限责任公司揭牌，复星实业为此分别出资6831.68万元和3000余万元。这一系列医药行业的大收购，使复星实业在短短的两年内迅速成长为一个庞大的医药产业综合体。复星所收购的企业，成长性都很好，在行业里具有很强的竞争优势。而在这一系列资产大购并发生期间，复星实业也悄悄完成了从生物高科技公司向生物医药新经济的转型。其标志就是复星药房连锁网络这一新经济产业的诞生。到目前为止，复星已与在华东有着600多家超市的联华集团签约，联手构筑连锁性的联华超市药房；而此前，复星已投资了北京金象大药房，加之受让的武汉中联，复星实业顺利完成了在华北、华中和华东地区的连锁药房布局。

（2）串起明珠

从2000年下半年开始，复星在资本市场上展开了一系列更大的动作。

首先是2000年10月间接控股友谊股份。复星集团先是与友谊股份大股东友谊集团共同出资4亿元组成上海友谊复星(控股)有限公司，复星占48%的股份；随后，友谊复星受让

友谊集团持有的友谊股份 29.98% 的股份,成为第一大股东;再之后,复星集团又将所持友谊复星股份转让给复星实业。由于友谊股份持有上海联华超市 51% 的股权,这样复星就轻松打造了一根复星实业—友谊复星—友谊股份—联华超市的控股链。在复星看来,友谊股份所拥有的连锁产业,包括联华超市、好美家、家乐福等,有非常大的成长空间,在行业中有极强的竞争力,并且与复星有许多互动的地方,因此,复星将其纳入麾下绝对有利可图。

控股友谊股份之后,复星又马不停蹄开始实施一个令市场瞩目的更大的动作——入主豫园商城。从 2001 年 8 月到 2002 年 6 月,通过颇具技术性的操作,复星集团所属上海复星产业投资有限公司坐上了豫园商城第一大股东的交椅。由此,复星集团也实现了间接控股豫园商城的收购目标。

复星为什么又瞄上了豫园商城? 豫园商城有三个方面的重要价值:第一是黄金珠宝的品牌及零售连锁店,复星可以借此渗透到黄金珠宝业的要素市场发展;第二,核心商业区的发展,入主豫园商城后,复星一方面可以将现有的豫园商圈进一步做大,另一方面可以积极配合上海市城市规划中的大规模南外滩改造工程,将正处于南外滩核心位置的豫园商圈与复星旗下的房地产业形成联动;第三,豫园商城的稳健经营,可以使复星每年有稳定的收益。复星入主豫园商城后,通过对这家老企业进行体制改造,让公司的潜能得以充分发挥。入主后要实现成功整合,关键是通过文化的沟通,实现理念的融合,从而提升豫园商城的竞争能力。

就在复星利用资本“魔法”将一颗颗上市公司“明珠”收入囊中的同时,复星实业先前的投资也相继“开花结果”。由复星实业投资参股的河南信阳信生和天津药业,又分别参股投

资羚锐股份和天药股份。2000年10月及2001年6月,羚锐股份和天药股份先后上市。旗下房地产业的龙头企业上海复地(集团)股份有限公司2004年2月6日实现了其香港主板上市(2337, HK),成为全国知名度最大、综合实力最强的房地产集团之一。与此同时,复星集团斥资3.5亿元参股的钢铁企业唐山建龙也计划拿到香港上市。

2. 投资模式

(1) 平台理论

从一家自有资金只有3.8万元的小型科技咨询公司起家的复星集团,因恰逢其时地介入证券市场而对资本的巨大能量和无限魅力有格外的感受,并进一步对产业经营与资本经营的有效嫁接,形成一套自己独到的理论。

现在有一种观点较为普遍,一谈资本经营就认为是纯粹的资本运作,钱来钱去,在二级市场炒作;一谈产业经营就认为是单纯地做产品,今天做一个产品,明天做一个产品。而复星一直探索的是在资本经营与产业经营之间寻找一种新的投资模式。这种新的模式既包括资本经营,又包括产业经营,同时还包含风险投资。

正是围绕这样的理念,复星集团由上至下搭建了三个平台。首先是资本平台,即以复星集团为核心,开展投资银行业务,主要判断哪些行业处于上升期,哪些处于下降期,哪些正受到资本的冷落,通过研究资本的“反周期”理论,观察并发现投资价值,这是一个多元投资的平台。其次就是上市公司平台,即以包括复星实业在内的一批上市公司为核心,一手推动产业发展,一手紧紧与资本市场对接,每家上市公司都努力寻找产业里最好的资源,围绕企业的生产和销售,形成核心竞争

力,这是一个上市公司群体平台。第三则是专业公司平台。在这个平台上的公司目标明确,就是要寻求好的产品,服务客户,创造价值。上述三个平台的基础是第三个平台,第三平台里的企业发展到一定程度,就有可能上市,上升到第二个平台。

这一平台理论支撑着复星集团的资本运营。对于复星集团不仅控股一大批医药行业的企业,投资一批著名的商业企业,而且斥巨资参股钢铁企业以及深层次涉足证券业,市场却有着不同议论和看法,其中不乏“复星步入多元化投资陷阱”的担忧。

(2) 投资的“四项基本原则”

几年来复星一系列的并购比较成功的重要原因之一是并购事先投入的精力很大,精选合作伙伴,考察目标企业经营者团队。复星的选择标准主要是基于对企业文化和管理团队的理解,可以将其概括为以下“四项基本原则”:①与优势团队合作,并且彼此具有较强的文化认同感。复星集团董事长郭广昌先生总结多年来的一个最关键的投资经验,即从企业的角度来说,要与成功的企业合作;从与人合作来说,要与有心胸的、有合作力的团队合作。“虽然你可以购买到成长方式,但是你决不可能购买到转变成卓越公司的方式。两个大型的平庸公司合并在一起,不可能创造出一个卓越的公司。”②要选择强强联合。即选择国内的成功企业、强势企业作为合作对象,只有这样才能在最短的时间内缩短与跨国公司的差距。③目标企业在行业中的地位要名列前茅,该地位是针对一定的市场区域而言。行业内的地位体现在两方面,一是企业现有的市场地位,二是企业的发展速度。④目标企业目前要有比较好的经济效益,满足具体的经济指标。就医药板块而言,

要求工业企业的净资产收益率不低于 15%，商业类企业的净资产收益率不低于 10%。此外还有一些其他的量化指标，如目标企业的税后净利润锁定在 2 000 万元以上，销售收入上亿等。

（3）资源整合

复星在短短的十多年里之所以有如此的发展，其中最为关键就是从 1996 年开始，积极参与了国企的重组改革，走资产重组的道路。在与各种企业的合作实践中复星集团认识到，只有真正做到四个方面资源的注入，才能充分发挥双方优势，实现长期、稳定的发展。这四个方面就是注入机制、注入资本、注入市场、注入技术。①注入机制。复星集团认为现代企业管理不仅仅是书本上的理论，它更是一种因企业而异的管理技术。复星在与国企重组后，不是仅仅改变了分配激励机制，而是将复星几年来逐步形成的产权清晰的法人治理机制、独立自主的决策机制、面向市场的经营机制、优胜劣汰的用人机制、绩效挂钩的分配机制，系统地向国企输出。实践证明，机制的“系统的突变”，效果要优于“缓慢的局部改善”。②注入资本。针对多数国企资金固化、沉淀，流动资金少，负债率高的状况，在实践中，复星集团倾向于采取增资扩股的形式，这样可以使其资产结构大大改善，负债率大大下降，资金流动增加。通过激活国有企业的资本，可以显著增加企业的竞争活力，最终有利于双方发展。③注入市场。注入市场就是注入市场渠道。复星的全国营销网能全面承担起合资企业的产品销售；市场打开后，逐步再形成单独的销售条线，使国企能够依托复星的市场优势，依托复星市场营销的平台，用最短的时间迅速构建自身的营销网络，实现营销网络的资源共享。④注入技术。就是推动国企在发展自身技术力量的同

时,与研究机构加强合作,并注重技术资源的共享,增强企业持续的技术后劲。

通过与复星的合资合作,国企存量资源被盘活,国有资产大幅度增值。据不完全统计,与复星合作的企业每年上缴税利增量约在20%—30%之间。因此,民营企业参与国企改革,将各方的优势在高起点上实现有效的嫁接,不仅盘活了国有企业大量的存量资源,而且产生了“1+1>2”的效果。

(4) 发展路径

处于大变革时代背景下的中国企业正面临着新一轮发展的
大好机遇。复星集团也在深入了解企业所处的环境变化及
由此而带来的趋势,并根据这样的变化趋势思考企业定位。
为此,复星选择现在及未来发展的路径是:①在产业选择上,
保持新鲜的心态,参与有国际竞争力的产业。复星投资具有
相当规模的、有发展空间的大产业,尽量做未来相当长时期内
中国在世界范围内仍具有比较优势的产业,比如钢铁业、医药
原材料、汽车(大客车、重型卡车),以及由于物流、消费习惯等
造成本土有经营优势的产业,比如房地产业、商贸流通业。
②花时间感悟商业真理。在大举进入一个行业之前,复星十
分重视为期两到三年的行业感受和资源培育。只有发现并掌
握了这个行业里的“商业真理”,拥有了掌握“商业真理”的团
队,复星集团才考虑大规模地投资介入。③高起点介入,直接
并购行业龙头企业。复星集团一般直接嫁接行业龙头企业,
并提倡团队管理、文化融合。复星集团选择有优秀团队、有盈
利能力、在该领域内有强势地位的优势企业进行合作。实行
多品牌战略,在合资、重组过程中,十分重视对原有品牌的尊
重和保护,强调立足当地发展,重用原有团队,尊重原有文化,在
产品经营上充分放权;同时利用集团的整体优势,搭建共享平

台,实现资源的共享,智慧的无边界流动。④实施有内涵的“前三名”战略。在发展扩张过程中,复星重视企业新陈代谢管理,采取有内涵的“前三名”战略,也就是发展和保有达到行业内前三名,并具有成本领先、品牌领先和创新领先等三重优势的企业。追求由众多在相对独立竞争分支领域的单项冠军企业构成的行业领先。⑤构筑合理的产业框架。复星非常重视产业框架的构筑,并以此为基础进行内部资源的有效配置。一是拥有和保有一批具有核心竞争力,在本行业能进入前三强的企业;二是建设强大的投资银行能力;三是兼顾利润与现金流的平衡,即在总体框架内,既要有利润率高的企业,又要有现金流大的企业;四是保证既有生产领域的企业,也有服务领域的企业;五是保证既有发展周期上共振的企业,也有互补的企业。⑥在成功产品经营基础上,合理运用资本经营工具。复星致力于实实在在地发展产业,并在产品经营的基础上,合理、有效地运用资本经营工具,最终的目的是进一步促进产业的发展。在产品经营与资本经营的有效嫁接中,复星注重企业的发展,更注重企业的安全。在加强法人治理结构、完善法务、财务、审计体系的同时,复星还非常注重建设一个安全、高效、多层次的投融资体系。一是依靠稳定充足的自有资金的增量;二是非常注重股权融资,但不在二级市场炒股票;三是债券融资;四是向银行融资、借贷。通过以上四个方面的投融资体系的建设,为企业发展的资金链提供一个安全的保障。⑦把人才经营作为企业的制胜战略。要形成核心竞争力,首先要有具有核心竞争力的人。在对待人才方面复星集团有两个观念:一是将人才作为资产来管理;二是将引进人才作为一种投资行为,并且是回报率很高的投资行为。复星集团坚持寻求与优秀团队开展各种形式的合作,尽复星集团所能在其

所从事的领域中将优秀人才凝聚、团结起来。当复星集团决策进入一个区域或一个领域发展时,复星集团首先寻求与在此区域、领域中,经历了严酷竞争,并战而胜之的优秀经营团队进行合作,通过购并前三名的企业,或者通过个性化的激励措施设计,实现与优势团队长期的利益捆绑,共同发展。正是与这些优秀团队开展的合作,迅速提高了复星集团企业的核心竞争力。

3. 复星命门:保持资金链畅通

作为复星集团在医药行业的旗舰,复星实业的发展思路与复星集团发展的总体布局是分不开的。复星集团在医药、房地产、信息产业都取得了相当的成功,旗下更有数家上市公司。上市公司是复星融资的重要平台,也是复星资本运作的重要载体。从复星实业的发展轨迹,我们可以看到,复星实业的优势在于控制资源来整合产业,这是其与众不同并能取得高成长的关键。而在资本运作中,复星实业投资的都是比较成熟的优质资源,因此,在公司原有资产的收益保持一定增长的同时,新投资的资产也有一定的收益率,从而保证了公司在大规模扩张中利润的同步增长。与金融资本的融合,对复星实业在医药领域的资本运作将提供更大支持。

对于复星实业的成长,市场人士似乎有一种不踏实的感觉。传统观点认为,产品和市场营销对医药企业来说是第一位的,也是企业的核心竞争力所在,而复星实业没有形成这样的核心竞争力。公司上市4年,涉足医药领域的多个方面,从生物医药、化学药、检测试剂到中成药、医疗器械、医药流通,公司还缺少在市场上具有影响力的拳头产品。在市场上,复星品牌的产品也缺乏与公司形象相称的地位和影响力。从产

品经营的角度看,复星实业似乎并不出色,那么复星实业成长的缘由,就成为广大投资者关注的焦点了。数量的增加并不一定带来质的提升,因此在不断扩张中,复星实业也要看到产品经营的重要性。

不是从产品经营着手,而是通过资本运作来控制资源、整合产业,是复星成功的地方。但随着公司发展 to 一定程度,风险因素也随之增加。在公司收入和利润的增长中,大部分都是公司对外投资的回报,而公司资产和投资企业本身的成长性并不突出,因此公司在整合资源的同时,对产品的经营也需要加强。另外,虽然根据公司年报和季报数据,公司的货币资金比较充裕,但资本运作对资金的要求比较高,上市公司的现金储备能用于资本运作的并不太多。随着公司产业规模和资本运作规模的增加,保持资金链的畅通成为公司需要关注的重点之一。

德隆危机对复星而言未尝不是一种警示。随着德隆系的崩盘,民营企业资金链问题再度备受争议。前期,复星与豫园商城等组建德邦证券,以及增持豫园商城股份等一系列的动作,表明公司正在构建金融平台。或许是受国家宏观政策的影响,2004年6月复星高层表示今后将专注发展产业,不再对金融业进行新的投资。我们期待复星实业有新的突出表现。

(三) IDG 投资模式

美国国际数据集团(IDG)是在IT信息服务、市场研究和技术预测方面均享有世界信誉的大型跨国企业,年营业额超过30亿美元。IDG创建于1964年,总部设在美国波士顿。目前,在全世界75个国家和地区设有子公司和分公司,拥有

8 000 名高水平的研究专家和编辑人员,采用电子邮件、数据库、电讯及联机服务等现代化信息处理和传递手段,建立了快速而全面的世界性信息网络。

1. IDG 投资在中国

IDG 是中国改革开放以后,第一批和中国进行合作的美国大型企业。在过去的 20 年中,美国国际数据集团在中国的事业发展迅速,已经成为中国信息产业中集出版、市场调查、展览服务、影视服务及风险投资等业务于一体的多元化高科技服务公司。

太平洋技术风险投资基金(Pacific Technology Venture Fund-China, Inc.)于 1992 年由 IDG 投资成立,是中国第一家,也是最大的一家风险投资基金。PTV-China 总部设在北京,并与当地的政府和科委合作,在北京、上海、广州和天津设立了四个分支机构,并在波士顿和旧金山设有分部。其投资领域包括:对中国企业直接进行风险投资,对中美合资企业进行投资,投资建立欧美产品在中国的分销渠道,并提供各种投资增值服务。

IDG 和中国各地政府部门的合作使得 PTV-China 既能始终站在全球信息潮流的前沿,又能充分了解、掌握中国市场的点。这一可贵的资源优势结合在美国已有的多年的投资经验,保证了 PTV-China 能在中国成功地进行风险投资。

1993 年到 1997 年四年间,IDG 在中国的投资策略基本上还是围绕着自身主业展开,大多集中在媒体领域,如电脑报等等。IDG 开始的投资金额很小,连 10—30 万美元的单子都做,而且投资企业的数量也很少。IDG 真正大规模的投资是

1997—1998年之后才开始的,投资领域也迅速扩张到IT的各个领域。在这期间,一大批企业得到了IDG风险资金的灌注,如开始阶段的金蝶、连邦软件、武汉适普、慧聪商情等;后期则主要集中在互联网领域,其中包括8848、天极网、易趣、3721、爱易、腾讯、中国万网、美商网、当当等。

一般而言IDG投资基金背后有传统媒体产业强有力的支撑,实力雄厚,韧性较强,IDG前期投资会相对谨慎。但终究,它还是未能摆脱互联网所导致的“高烧”,在3—4年的时间内,IDG风险投资基金竟已辐射80多家企业。客观地说,资本的不慎,也推助了中国网络泡沫的沸腾。在IDG的资本运作中,较为引人注目的要算搜狐与金蝶在美国和中国香港的成功上市,以及其他五六个项目的购并。

从1997年到今天,IDG在中国内地的大规模投资已经经历了7年,根据风险投资的运营规律,IDG的投资已经进入了退出期,相信各种退出行为将在不久后集中出现,并将最终确认IDG在中国的投资成功与否。

2. IDG的投资取向

早在风险投资如火如荼的1998年,IDG就与中国科学技术部签署了合作备忘录,并对媒体宣称:“作为全球最大的信息技术出版、研究、展览与技术风险投资公司,IDG在华投资已经超过2亿美元,涉及120多家企业,未来17年内将在华投资30亿美元。”

有人断言,随着IDG在华投资份额的增多,中国产业界很可能上演一出IDG、高盛、软银三巨头“资本三国”的局面,而在这个故事里,经常在媒体新闻中出现的IDG成为了一只旗帜性的创投基金。

(1) 先行媒体投资

在飘满融资与上市味道的 IT 界,无论网络经营是喧嚣还是低迷,在幕后总能隐约看到投资者晃动的身影。毫无疑问,在风险投资领域,IDG 超越了很多,甚至在硝烟弥漫的媒体领域,IDG 也凭借着《时尚》、《计算机世界》、《IT 经理世界》等品牌媒体常立于不败之地。在中国,IDG 比在自己的家乡美国拥有更高的知名度。因此,作为 PTV-China 掌门人的麦戈文认为一生当中最得意的事情就是其在中国的投资。尽管 IDG 在华掘得的第一桶金是传媒,但 IDG 在中国投资业务的主体却是风险投资。最近,IDG 在中国的声名日隆也大多得益于风险投资业务。成功投资金蝶软件让 IDG 在业界确立了自己的地位,自此,以前一直处在观察、试探阶段的 IDG 在中国开始投人的投资项目。

(2) 偏爱早期项目

值得一提的是,在国内风险投资界,IDG 以偏爱投向早期项目而出名,基本上在初创企业进行第一轮融资的时候,IDG 就会介入。由于进入时间较早,和后期进入的风险投资相比,投资成本低得多,需要的资金额往往也相对较低。IDG 投资规模一般在 50 万—800 万美元之间,具体视情况而定。虽然资金量不大,由于介入早,IDG 经常以风险投资牵头人的角色进行投资。但是对于由 IDG 早期所投的项目,如果再进行中期或晚期融资,IDG 一般也会跟进。如果投资的企业一直进展良好,几轮融资下来,IDG 平均总的投入资金规模在 300 万至 500 万美元。

关于 IDG 投资,曾有一个说法是,由于 IDG 进入项目早,所以当所投项目进行、后期融资时,IDG 倾向于将自己的股份出售给后来进入的风险投资商。但实际上,新投资者出于

自己的利益考虑,很难会给老投资者变现的机会,这个行业的游戏规则就是这样。在股权政策上,IDG 一般比较灵活,投入一个企业股权比例有时高达 60%,有时低至 1%,但 IDG 对公司普通的经营管理活动一般不太过问。

市场、技术与产品、人,这些是风险投资行业公认的下注凭证。IDG 掌门人麦戈文曾声称,自己最看重人的因素,因为好的团队才能够寻找到最好的商业价值。如果初创企业想获得 IDG 的投资,至少还应该符合以下的条件:在技术或商业模式上相当领先,公司具备稳定快速增长的发展潜力,管理团队中的核心人物要在 IT 领域内有很长的实践和经验。从这一点来说,IDG 对学生创业型企业并不看好,因为他们往往缺乏实际运作的经验。

网络是一个非常具有戏剧性的产业,或许昨天经营者还满面春风,今天则会灰头土脸,明天却又有可能趾高气扬。IDG 曾被评为“业界第一傻”,而 2003 年又被评为最成功的投资公司。

IDG 风险投资大概投资了 60 多家网站。它的成名之作当属对搜狐的投资。IDG 正是从搜狐身上掘到了 IT 的第一桶金。搜狐最早的投资者是尼葛洛庞帝等人,但二期融资就有了 IDG,它联合英特尔等向搜狐投入 220 万美元。由于进入时间很早,因此有数倍的赢利。

智者千虑,必有一失。IDG 最痛心的案例有三个:第一个是搜狐,股票 1 块多钱的时候 IDG 卖了;第二个案例是 QQ,在市值 6 000 多万美元的时候 IDG 卖了;第三个案例就是 8848,本来有机会上市,但当时由于决策失误,耽误了市场机会。

(3) 寻找下一个

手机、系统集成、IT 服务将是推动新一轮技术发展的动

力,今后9年内,IT业所创造的直接财富将达到15亿元。因此,IT业仍是IDG关注的重点。IDG对于投资项目有这样几个要求:第一,所投资的公司成长非常快,四五年内销售额可以达到四五亿人民币,因为成长到这样的规模才有可能被别的大公司并购或者能够上市;第二,产品必须要有独特性,或者有一些独特的技术,这样不容易被竞争对手复制;第三,团队要有活力,有非常高的激情。对于行业,IDG没有特别大的限制,主要是要求能够符合上述几个标准。目前看来,IDG在IT方面做得比较多,生物技术方面也会有很大的成长空间,这将是IDG今后要重点考虑的一个行业。对IDG而言,今后所关注的领域可能会由传统IT行业转向市场成长性比较好的行业。而在这些行业中,管理软件、跟宽带有关的无线通讯、系统集成、电信增值服务,尤其是通过信息技术处理人类基因、生物医药工程等行业更是热门之选。

(四) KKR 投资模式

全球最知名的杠杆收购者,KKR公司是由华尔街公司贝尔斯登的三位投资银行家科尔伯格(Kohlberg)、克拉维斯(Kravis)和罗伯茨(Roberts)发起组建的。西方管理层和策略投资者、中介机构通常在股市不振、股价低迷时通过大量举债来开展杠杆收购(LBO)与管理层收购(MBO),寄望于重新上市时有可观的回报。KKR公司抓住了美国上个世纪80—90年代LBO/MBO极好的发展机会,取得了爆发性成长:1976年成立时只有12万美元,1990年却可以筹集到580亿美元,而且还带动了大量的LBO/MBO基金不断创立。据统计,100年来,美国短期政府债券的年均收益率为1.7%,股票收益率

为5%，而KKR公司20年来控股权买卖的年均收益率却高达18%。

美国购并市场规模最大，KKR作为最积极的参与者，目前有超过180亿美元的股权投资。至今KKR为管理层收购以及其他投资项目提供了超过1170亿美元的融资。KKR目前投资的以及曾经投资的领域非常广泛，从消费品、超市零售、通信、医疗卫生到保险等等，既有传统产业，也有新兴成长行业。公司现有专业投资合伙人11人，职员30—50名。

1. 投资模式

KKR设计的企业管理层参与的杠杆收购模式是基于这样的假设而设定的：吸收被收购企业经验丰富的管理人员参与LBO，即给那些对企业经营和价值具有重要决定作用的主要管理人员分配有吸引力的股份，从而促进与企业管理层的有效合作。和目前的管理者联手完成杠杆收购(LBO)，然后赋予CEO和他的手下充分的自主权，使他们按照自己的方法管理公司，完成财务目标并获利。作为美国最早、最大、最著名的LBO/MBO公司，KKR基本的操作策略是：

- (1) 建立包括自己、目标公司管理层在内的收购团体；
- (2) 通过大量的债务融资(有时高达90%左右)，收购目标公司；
- (3) 高杠杆性的财务结构；
- (4) 高集中度的股权结构；
- (5) 通过改善目标公司的业绩，分享目标公司的利润成长，或待企业增值后将其出售，以偿还债务并获得收益。

KKR公司选择LBO/MBO目标企业的主要标准是：具有较强且较稳定的现金流产生能力；企业经营管理层在岗位上

工作年限较长(10年以上),经验丰富;企业具有较大的成本下降空间和提高经营利润的能力;企业债务比例较低。KKR公司在LBO/MBO中具有三重角色:LBO/MBO财务顾问;投入收购资金,成为LBO/MBO的直接股权投资者;作为LBO/MBO投资团体的股权监管代理人,负责该部分股权的管理。但它一般不介入目标公司的经营管理。

2. 操作案例

(1) 罗克威尔公司分厂收购案例

作为世界上最早运作MBO的公司,1975年,KKR决定收购罗克威尔公司的一个制造齿轮部件的分厂。KKR与被购分厂的管理人员携手,以每股1美元的代价对该分厂实施了MBO(管理人员控股20%,KKR公司控股80%)。收购后由于改进了库存品的管理,加强了收账制度,削减了不必要的费用开支,公司的现金流量大量增加。5年后这家公司以每股22美元的价格卖与一家外国公司。KKR取得了丰厚的回报,当然,公司的9个高级管理人员一夜之间也都成了百万富翁。

在这里,KKR的操作手法是:通过分析、研究来确定市场上那些营运业绩不佳但却极具发展潜力的公司作为收购目标;通过向外大举借债(高负债的渠道主要是向商业银行贷款和发行债券)收购目标公司;在取得目标公司的经营控制权后,通常是对目标公司进行分割整理,使企业形象改善、财务报告中反映的经营状况好转;待股价上升至一定程度后全部抛售大捞一把,还清债务后拂袖而去。很显然,目标公司的管理层在其中只是布局的棋子,而一旦有碍全局大势,就会被毫不犹豫地予以抛弃。

(2) 雷诺·纳比斯科并购案例

作为美国最大的食品和烟草生产商,雷诺·纳比斯科公司是由美国老牌食品生产商 Standard Brands 公司、Nabisco 公司与美国两大烟草商之一的 RJR 公司(Winston、Salem、骆驼牌香烟的生产厂家)合并而成。虽然 RJR Nabisco 的食品业务在两次合并后得到迅猛地扩张,但烟草业务的利润丰厚,仍占主营业务的 58%左右。由于感觉到公司当时的股价被严重低估,1988 年 10 月,以 RJR Nabisco 公司 CEO 罗斯·约翰逊为代表的管理层向董事局提出管理层收购公司股权建议。管理层的 MBO 建议方案提出,在收购完成后计划出售 RJR Nabisco 公司的食品业务,而只保留其烟草经营。其战略考虑是基于市场对烟草业巨大现金流的低估,以及食品业务因与烟草的混合经营而不被完全认同其价值。重组将消除市场低估的不利因素,进而获取巨额收益。

然而在新的竞投对手 KKR 出现后,争夺趋于白热化。与 CEO 罗斯·约翰逊所计划的分拆形成尖锐对照的是,KKR 希望保留所有的烟草生意及大部分食品业务。经过三轮投标,虽然表面上管理集团的出价略高,然而董事局成员最终还是决定将公司转让给 KKR。总价 250 亿美元的华尔街有史以来最大的杠杆并购得以完成,KKR 本身动用的资金仅 1.5 亿美元,而其余的资金都是靠垃圾债券大王迈克尔·米尔肯(Michael Milken)发行垃圾债券筹得。

此项交易成为历史上最大的 LBO 案例。此后,资本家和企业家对 LBO/MBO 趋之若鹜,而 KKR 也从此成为杠杆收购者的代名词。以此购并案为基本素材的报告文学《门口的野蛮人:RJR 纳贝斯科的陨落》(Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco)不仅成为当时《纽约时报》排行榜中顶

尖畅销书之一,而且还被《福布斯》杂志评选为上世纪后 20 年间美国最伟大的 20 部商业著作之一。

这段历史,多数业内人士都耳熟能详,然而 KKR 在 1989 年之后发生了什么,却鲜为人知。事实上在收购完成一年以后的 1990 年春,KKR 全资控股的 RJR 纳贝斯科就开始面临一场财务危机,其高达 90% 的负债成为这场危机的导火线。1991 年 2 月到期的第一笔负债 12 亿美元的过桥贷款就由于公开发行人新债券受挫而无力偿还;而另一笔高达 70 亿美元的 PIK 债券(一种利息累积债券)因利率重设,可能使公司增加 3.5 亿年利息的负担。在此情况下,KKR 被迫进行一系列债务重组以避免陷入困境。KKR 最终通过增加资本金偿债和争取债转股,才使 RJR 纳贝斯科得以安然度过此次危机,于 1991 年 4 月重新上市。

3. 金融创新和组织进化——KKR 的核心策略

一个优秀的组织形式,不仅能够给人留下深刻的印象,而且由于其自身具有良好的组织结构,能够不断在新的挑战中获得新生。KKR 公司就是这样一个在金融创新和组织进化中崛起的胜者。当收购使所有者-经理关系的动态结构发生转型时,KKR 的主要合伙人,作为银行家、会计师以及董事会成员,是如何起主导作用的呢?

KKR 公司作为一家以盈利为目的的企业,在追求利润的过程中,使用了公司治理机制——债务、经理持股和董事会监督。债务的硬约束作用能使管理阶层吐出企业中“闲置的现金流量”,使他们无法把这部分资金用于低效率、目的在于建立“独立王国”的项目上。通过考察所有者与经营者利益相一致的内部和外部因素,KKR 公司从实证的角度阐述了由企业

股东拥有控制权的意义所在。在现实世界中,股东把控制权委托给董事会,董事会招聘、解雇管理阶层并负责确定后者的报酬,代理成本显著提高。但是,由于代理人不一定认同股东的利益目标,因此必须受到严格监督。KKR 通过经理的大量持股,使他们像所有者一样决策。通过强化企业内部的约束机制——董事会,KKR 向人们展示了作为大股东和大股东以及债权人的代表,是如何妥善处理董事会和管理阶层之间职能分离的。KKR 公司通过强化公司的治理结构,降低了公司两权分离所带来的代理成本。从某种意义上说,KKR 公司的利润,正是来源于代理成本的降低。正由于这一点,KKR 公司展现了它作为一个机构、一个经济模型所具有的魅力。KKR 财富的积累,不是短期的行为,也不是一种非理性的投机行为,是积极的努力和对周围事态长期警觉的结果;是促使管理者与所有者利益和谐统一的结果;也是对突发事件危机的具有较高处理能力的结果。

当然,股权投资的代表企业还远不止上述几家企业。国际首屈一指的投行巨头当推摩根士丹利,其直接投资部在全球范围内主管总值超过 40 亿美元的直接投资基金。早在 1993 年摩根就开始在中国进行长期直接投资业务。在国内的投资企业包括平安保险、南孚电池、蒙牛乳业、恒安国际等多家行业龙头企业。

国内目前的股权投资机会很多,但可运作的金融工具非常有限,退出渠道很少,因此股权投资公司的运作模式仍需要我们在实践中不断探索拓展。

三、投资策略

投资是一个很有挑战性的行业。一般来说,很多成功人

士的第一桶金是从商业开始的；当积累了一定的资金和资源实力后，开始进入制造业等实业；在实业取得成功，希望做大做强的时候，则试图投资新的行业，寻求多元化发展。按照这个发展规律，他们的企业将逐步实现集团化管理，其总部也向控股公司演变。业务和战略范围越来越广，管理难度越来越大，风险越来越高。

改革开放二十几年来，投资圈内耳熟能详的成功案例不少，其实鲜为人知的失败案例更多。对这些案例中的经验教训加以总结，我们不难发现一些共性的东西。本章根据业内的典型案例，结合作者的从业体会，粗浅地提出五条投资策略。

（一）投资就是投“人”

业界有一句行话，“投资就是投人”。对于一家公司而言，领导这家公司的团队素质是其能否成功的关键。管理团队、行业趋势和公司潜力是投资公司选择投资对象时的主要考虑因素，而其中管理团队的诚信是投资公司最为看重的。对企业管理层人员诚信问题和企业的诚信管理的考察，是投资时一个重点。投资者最担心的就是有些企业把融资看作是一个“淘钱的途径”，而不是为了把企业做大、做好、做强。所以一定要弄清楚管理层融资是不是为了实现企业的长期增值。

十几年来，得天独厚的国有企业从股市上融到的资金数以万亿元人民币计，但是太多的企业并没有实现其募集资金时向股民作出的承诺，而损害流通股东利益的案例却不胜枚举。在众多的私募股权投资案例中，管理股东或经营者利用各种身份，抽逃注册资本金，通过关联交易进行价格转移，违

规挪用公司巨额资金等事件都曾发生。此类事件发生后,经营者的诚信无疑在股东面前丧失了,给出资人造成的损失也是难以挽回的。造成这种尴尬窘境的原因是多个方面的,但撇开表象因素,我们将不难发现:关键是什么人在管理企业。

投资是互惠互利的,不公平的交易只能导致互相摩擦与猜忌行为的产生,最终使双方的关系紧张甚至破裂,使双方都蒙受损失。所以,双方都要努力去营造一个良好的合作氛围。投资经理必须学会沟通,找出与投资对象之间的共识,要认识到信任是关键,既然选定了投资对象,就应坦诚相见,为共同的目标和利益一起努力。

很多投资公司在资产的评估审计上花费了很多的精力,比如:在项目初审时进行一次审计,在尽职调查阶段又进行一次审计,在实施投资前再进行一次审计,投资后要求参股企业按月上交财务报表,按年度进行审计。诚然,上述工作对于控制风险是非常必要的,但是不能忘了,财务的信息是静态的,是经营结果的一种事后反映,真正的主体是“人”,即经营团队。在目前尚不健全的公司治理环境下,经营者更为重要。

投资公司首先要考察投资目标的管理团队是否与自己属于“同一类人”,彼此是否有较强的文化认同感,避免为将来合作埋下不协调的因素。企业文化是有个性的,双方的文化差距制约着参股后协同效应的发挥。文化差距越大,股东与参股企业实施磨合所需的时间越长,最终实现的价值就会越小。把人作为最主要合作因素的最大好处是,一旦参股后磨合会相对容易。参股后还是使用原有的经营团队来发展企业,无非是给他们更好的激励、机制、环境和资源支持。彼得·德鲁克早就指出,与所有成功的多元化经营一样,要想通过并购来成功地开展多元经营,需要有一个共同的团结核心,必须具有

“共同的文化”或至少有“文化上的姻缘”。

也许有朋友会问：如果一个项目，除了管理团队以外，其他经营要素都很理想，该怎么办？作者认为，选择项目时一定要考虑：是不是适合自己的产业，有没有找到合适的人选。如果某个产业有很好的机会，但没有找到合适的经营者，对难得的机会也要敢于说“不”。切记：“要把赌注下在骑师身上，而非马身上。”

案例 1-1：牛根生—蒙牛—摩根士丹利

蒙牛乳业的“蒙”代表“内蒙古”，而“牛”字除了代表“牛奶”之外，在很多人眼里，也是代表蒙牛的创办人、董事长、总裁牛根生。让我们来看看灵魂人物牛根生的经历：

1978 年 成为呼和浩特大黑河牛奶厂的一名养牛工人

1983 年 任内蒙古伊利集团（原呼和浩特回民奶食品厂）厂长

1992 年 担任内蒙古伊利集团生产经营副总裁

1998 年底 被内蒙古伊利集团免去生产经营副总裁一职

1999 年至今 创办内蒙古蒙牛乳业股份有限公司并担任董事长兼总裁职务

牛根生长期担任伊利的销售负责人，他通过在伊利的经历，实际上已经掌握了全国最大的销售网络。被伊利集团免职后，牛根生想到过自己从头创业，想到过开海鲜大排档，还差点儿就开了一个擦鞋公司，但他就是没有打算回过头来再做老本行。原因是“不想与自己朝夕相处了 16 年的同事成为竞争对手，不愿意被人们误认为我这是在跟原单位怄气、叫板”。然而伊利宣布正式脱离与牛根生的关系后，牛根生改变了初衷：“这么大年纪，在乳业呆了二十几年，我也只能干老本行。”

牛根生 43 岁创下的蒙牛集团熠熠生辉,这家年轻企业在牛根生的带领下,成长速度惊人。每年营业额复合增长率达 137%,成为与伊利股份(600887. SH)和光明乳业(600597. SH)并驾齐驱的全国三大乳业公司之一。蒙牛成为《当代经理人》2002 年中国成长企业 100 强冠军。牛根生被评为 2003 中国经济十大人物。蒙牛 2004 年 6 月 10 日在香港上市,此次上市为蒙牛创造了中国最豪华的富翁团队。5 个亿万富翁、10 多个千万富翁、几十个百万富翁均随蒙牛此次上市诞生。而此时的蒙牛,才刚刚度过它的 5 岁生日。

2002 年“幼儿巨人”蒙牛的超常规发展吸引了摩根、英联、鼎辉三家国际投资机构的眼球,他们于 2002 年 6 月通过认购开曼公司股票向蒙牛作出 2 597 万美元首轮投资,于 2003 年 10 月通过认购开曼公司可转债向蒙牛作出 3 523 万美元的次轮投资,共出资 6 120 万美元,折合港币约 4.77 亿元。本次 IPO 中共出售了 1 亿股蒙牛的股票,已经套现 3.925 亿港元。而巨额可转债于蒙牛上市 12 个月(2005 年 6 月)后行使将使他们持股比例达到 31.1%。假设蒙牛 2004 年利润达到 3 亿元,市盈率率为 20 倍,公司市值将达 60 亿。三家国际投资机构持有股票的价值约为 19 亿港元。从 2002 年到 2005 年,最初投入的 4.77 亿港元增长了 374%! 国际投资机构还与蒙牛管理团队签订了“估值调整”协议:未来 3 年的年盈利复合增长不能达到 50%,蒙牛管理层(金牛)就必须割让 7 830 万股(占当时股票总额的 5.7%,这样三大机构持股达 36.8%)给摩根士丹利等三家机构。这意味着蒙牛在 2006 年的盈利要达到 5.5 亿元以上,如果纯利润率能保持在 4.5%左右,2006 年营业额需要在 120 亿元以上。三家国际投资机构还攫取了所谓的认股权:在十年内一次或分多批按每股净资产(摊薄前为

1.24港元/股)购买开曼群岛(蒙牛上市的主体)股票。摩根等还要求牛根生作出五年内不加盟竞争对手的承诺。从而封住了牛根生又一次“因失业而创业”的东山再起之路。通过“价值调整”协议,以牛根生为核心的经营团队被紧紧地束缚住。

我们可以做以下假设:1999年如果没有牛根生,是否会有今天的蒙牛?2004年如果没有牛根生,是否会有和境外股东的这场“豪赌”?如果有,结局又会如何?诚然,“牛根生”不是万能的,但是没有“牛根生”的蒙牛却是万万不能的。即使是神话,也是人创造出来的!

(二) 投资需要“资金”更需要资源

投资的收益主要源自增值收益和风险收益。没有哪家投资公司愿意去赚取风险收益,即使它名为“风险投资公司”。但是要获取增值收益,就必须不断地为参股企业注入资源。在股东会的层面上也是“有作为,才有地位”。

1. 资金和资源哪个重要

国家统计局公布的权威数据显示,截至2004年2月末,中国居民储蓄余额达到11万亿元,2003年上半年外汇增长600亿美元,而同期经常项目和资本项目总共只有340亿美元,多出的260亿美元就是我们通常说到的“热钱”。这部分“热钱”流入的终极目的是追逐利益,而获利渠道可以是房地产,也可以是汇市,投入股市的只有一个零头。可见制约股权投资发展的不是资金,而是制度、观念。

银行储蓄日益增长,显示出民间资金的雄厚的同时,也昭示着投资渠道的匮乏。要在并不宽松的投资环境下实现盈利

回报,靠的是资源。“资金是标,资源是本”。

因此,如果不能为投资的企业注入资源——这种资源可以是业务和战略方面的,也可以是融资、投资、资本运营和企业管理方面的——那么,不仅作为股东会缺少相应的话语权,所谓的高成长也只能是一种奢望。高成长的机会对行业内的竞争对手是均等的,只有那些真正实现资源整合的企业才能够最终抓住这样的机会。

2. 有钱就是上帝吗

投资经理人主要应思考两件事:如何找到好的项目?如何实现退出?然而在一个投资过度的时代,好的企业是不怕找不到钱的。现实中好企业的股东往往不希望引进新的股东来分一杯羹,即使迫不得已出让部分股权,已有众多的资本大鳄在翘首以待,花落谁家还要看实力。如此,留给中小规模投资公司选择的多半是不好的企业。而急于攫取第一桶金的金融资本只想要高收益,难以承受高风险,于是,投资行为中投机的色彩愈发浓重,一个怪圈就此形成。

随着中国近年来市场经济的发展,资本的稀缺程度已大大降低。投资经理作为我们常说的“甲方”,是投钱的,而找你的企业是想来筹钱的,所以他得求着你。你属于有利的一方,而融资的企业属于不利的一方,这样在谈判中投资经理常常产生一种居高临下的优越感——这对于投资经理来说是一种十分有害的感觉。骄傲的投资经理很难获得真正的友谊,即使投资成功、双方签约,将来的管理也会出现一系列问题。一名谦逊的投资经理会获得很多的好处,他会结交很多朋友,能够跟企业打成一片,深入了解企业管理者的真实想法,这为其正确进行项目投资管理奠定了很好的基础。

有时候一些经营业绩良好的企业也会寻求有资本运作资源的战略投资者加入。本质上,这类企业并不缺少资金,而是欲以资金为纽带,引进资源,实现企业在资本市场上的跨越式发展。面对这种融资企业,钱更不是万能的。

案例 1-2:一致药业重组,投资公司一律不予考虑

2004 年 2 月 2 日,深圳市政府对外发布一致药业要重组的消息,吸引了 37 家实力买家参与竞购。最后,经过层层筛选,从中选出了 6 家入围。这 6 家企业都是中国的医药界巨头:国药集团、上海医药、海王控股、东盛集团、丽珠制药、广药集团。深圳代市长李鸿忠明确提到了深圳上市公司的重组,要求“有钱无业莫进来”。此次战略重组的思路,核心就是要坚持产业第一。对于收购公司的选择,要求买家必须是有实业基础的,对于投资公司一律不予考虑。据悉,这种以壳换产业的战略性重组思路得到了证监会等有关部门的认同。

3. 投资一定要控股吗

关于“控股”的概念,对上市公司和非上市公司而言有不同的界定。上市公司只要相对控股且实际控制上市公司,即为“控股”,而不需要所占股份比例达到或超过 51%。而非上市公司却一定要达到控股 51%以上,才算得上“控股”。

对于一家经营良好的公司,控股地位本身就具有一定价值。控股股东如要保持控股地位,必然会持有相应数量的股份并不会轻易卖出,而今后全流通的试点也将会从那些基础较好、业绩优良的上市公司开始进行。届时控股股东的利益将与目前流通股股东的利益趋于一致,其将通过努力改善公司经营状况来享受资产市值的增长。

一个企业参股另一个企业,既要考虑能从对方拿到什么,

又要考虑能给予对方什么。一个投资公司一旦成功,就会有很多中介机构向你推销企业,也会有融资企业毛遂自荐,请你投资。作为投资方,一定要认真考虑自己是否有消化能力,否则即使白送也不能要,消化不了就是你的包袱。

NASDAQ 主板或副板市场对买壳公司的条件(企业的规模、业绩、设立时间、盈利水平等)规定得较为宽松,尤其是NASDAQ 副板对企业买壳上市门槛更低,其设立的目的就是为中小型企业 and 新兴企业提供筹资途径。在这种市场上,投资者的投资目的不是控股,而是通过资金和技术援助取得部分股权,促进公司的发展,待公司资本增值、股票上涨后再获取盈利。

如果一个企业有自己的主导产品,该产品有广阔的市场发展前景,而自身成长性又较好,在对方不要求控股的情况下,可以把投资公司作为融资首选。投资公司虽不能与参股企业维持太久的“婚姻”,但却能帮助企业迅速壮大实力,以至于成为某个行业的“领头羊”。摩根参股蒙牛、IDG 投资金蝶,都是比较典型的成功案例。

投资公司在熟悉的行业领域以外进行投资时,不宜以追求控股及大股东地位为目标,而应以策略性投资为主,通过引入战略投资者,形成投资主体多元化格局,以方便日后的退出。

案例 1-3:P&G(宝洁)与和黄公司的合作

1988 年,宝洁公司欲进入中国内地,因外汇平衡等原因邀请和黄公司一起在中国内地合资成立宝洁和记。日化领域并不是和黄公司的核心业务,因此合作之初,和黄为了以后的退出与宝洁达成分阶段行使多项认股权和认购权协议。1997 年和黄行使第一批认股权,减持 11% 的权益至 20%,此举使和

黄在 1997、1998 年分别获得特殊溢利 1.86 亿和 4.34 亿美元。2004 年 5 月,和黄全资子公司——和黄(中国)与宝洁及其附属公司签订协议,出售和黄所持内地企业宝洁-和记有限公司余下的 20% 股权,至此和黄完全退出宝洁和记的权益。和黄在公告中透露,该 20% 股权将作价超过现金 20 亿美元(约合 156 亿港币),完成出售后,和黄将取得 137 亿港元的盈利。

(三) 高科技企业不等于高成长企业

企业有没有前途,企业的价值能不能稳定增长,关键的决定因素是什么? 总的来说企业价值的来源主要有两个:一是源源不断的市场需求;二是企业的经营能力。中国最早吸引国际资本大鳄眼球的首推 IT 业,然后就是生物医药类企业。而高科技神话的破灭,让很多投资这些新经济企业的国际资本苦不堪言。截至目前,新经济中的企业,并没有多少能够连续保持年均增长 30% 以上的业绩。

考察一下世界优秀公司的成长历史,真正决定企业命运的是市场需求,而不在于是不是高科技。从另外一个角度看,国内的科研成果在相当程度上存在着理论和实践脱节的问题。以医药产业为例,市场竞争极为激烈,治疗同种病症的产品种类往往达到几十种甚至上百种,国内使用的抗肿瘤临床药品种类就高达 160 种。与国外医药产品相比,在技术含量、产品定位、包装水平等环节,我们还有相当的差距。随着中国加入 WTO 进程的加快,制药业势必受到国外同类产品的强大冲击。从技术的角度看,一类新药的技术含量远远超过保健食品,但是从经营的角度,前者所能创造的利润不一定超过后者。因此投资医药高新技术并非技术水平越高越好,要根

据市场及退出的总体情况而定。更多的机会其实蕴含在传统产业的升级阶段,技术的先进性远没有经营模式的先进性重要,前者可以很容易被模仿,但后者则可以给企业带来革命性的改变。

案例 1-4:一类新药叫好不叫座

国内某知名医药研究机构花费数年时间,在 20 世纪 90 年代初期研制出治疗腰椎间盘突出的一类新药“胶原酶”,并获得一类新药证书。该药品疗效虽好,但在使用上对临床医生技能要求很高,使用不慎会引发严重的医疗事故,所以难以在医院体系推广使用。产品上市 10 年时间,销售额仅为 2 000 万元。作为一项科技成果,这项技术是很成功的。但如果作为一种企业行为,显然是失败的。

对于融资企业和投资公司而言,真正要关注的应该是企业是否有充分的市场成长空间,至于它是不是高科技那并不重要,这一点我们应该向古董商学习,对他们来说,一件卖不掉的古董是没有价值的,不管它属于哪个远古的时代。

高科技企业发展靠的是市场对高科技的现实需求,比如微软;而应用高科技的企业看中的是高科技能够使企业降低成本、提高效率,比如自己拥有卫星的沃尔玛公司,通过科技提升物流管理水平。在微软,高科技创造的是带动企业发展的市场需求;在沃尔玛,高科技创造的是推动企业前进的经营能力。我们可以看出,高科技确实是企业发展的重要因素。但是没有证据证明只有高科技企业才有前途。在美国之所以风险投资更多地投向高科技企业是因为美国的市场环境好,信息和交易的透明度很高,整个市场处于比较均衡的状态中,传统行业中的增量不足以满足新创业者大规模的增长需要。而中国则不同,国内市场非常大,GDP 处于长期的增长周期

当中,传统行业同样酝酿着无数的商机,而且这个阶段估计将持续 20 年。单就机会而言,并不是只有高科技企业才有高的增长空间,传统行业的增长潜力毫不逊色。让我们看看近年来蓬勃发展的房地产业、连锁业、传媒业、休闲娱乐业,我们不难作出客观的分析判断:投资公司应该据此制定相应的投资策略,将目光转向那些具有增长潜力的传统行业。

案例 1-5:巴菲特没有投资高科技行业

巴菲特有一个习惯——他永远只买一些传统行业的股票,而不去碰那些高科技股。谈到持股“吉列刮胡刀”,巴菲特说他每晚都能安然入睡,因为隔天早上会有 25 亿的男性要刮胡子。2000 年初,网络股高潮的时候,巴菲特却没有购买。那时大家一致认为他已经落后了,但是现在回头一看,网络泡沫埋葬的是一批疯狂的投机家,巴菲特再一次展现了其稳健的投资大师风采,成为最大的赢家。

据美国曼斯菲尔德 1981 年的一项统计,高新技术项目只有 60%的研究开发计划在技术上获得成功,其中只有 30%能够推向市场,在推向市场的产品中仅有 12%是有利可图的,创新风险之大由此可见一斑。从这个意义上说,对高新技术产业进行的投资是真正的“风险投资”。

(四) 第一桶金,不熟不做

分散投资风险永远是投资者遵循的铁的原则,股权投资也不例外。鸡蛋不能放在一个篮子里,从事股权投资的公司也不能把所有的投资集中在一个项目上,一定要多选择几个项目一起投。而巴菲特则认为,投资者应该像马克·吐温建议的那样,把所有鸡蛋放在同一个篮子里,然后小心地看好

它。从表面看巴菲特似乎和大家发生了分歧,其实双方都没有错。普通投资者由于自身精力和知识的局限,很难对投资对象有专业的深入的研究,此时分散投资不失为明智之举。而巴菲特集中投资的策略基于集中调研、集中决策,在时间和资源有限的情况下,决策次数多的成功率自然比投资决策次数少的要低。

国内多数私募股权投资公司所控制的资金额度都在1—5亿元,不可能涉足诸如钢铁、石油、电信、汽车等资本密集性行业。一些投资公司也是“十几个人,七八条枪”,能够掌控的资源更是有限的。“术业有专攻”、“隔行如隔山”,如今很多大型企业专注经营某个行业都倍感艰辛,一个缺少产业背景的金融资本如果涉入数个产业领域,控制难度也是很大的。参股企业在经营发展过程中难免会出现问题,投资公司就演变成为“救火公司”,投资经理奔走于各参股企业,忙于帮助解决各种问题。有时方法不当,不仅未能帮助企业解决问题,反而增加了股东与经营者之间的矛盾。

正如企业在创业阶段都是集中精力做好一个主导产品,在进入扩张期以后再搞系列产品一样,投资公司在资源十分有限的阶段也要“有所为,有所不为”。投资公司应集中所能掌握控制的资源,选准一个优势行业,在项目推进的过程中培养一批职业经理人,积累行业资源,建立上市企业平台;再以此为依托,进行产业扩张。早些年,国内一些企业看到家电市场有利可图,便去投资家电行业,而不去考虑自己的本业是否与其相关。到最后,家电行业做不长,也错过了本业发展的时机。

案例 1-6:“不熟不做”,只赚看得见的利润的联想

“不熟不做”,只赚看得见的利润的投资理念一直影响了

联想十几年,甚至到1994年联想已经初具规模的时候,联想的投资策略仍是偏于保守的。当时在讨论是否在上海投资建立设计中心的时候,柳传志明确表示了几个基本原则:(1)要有销售市场;(2)要能引进最先进技术;(3)要有得力的管理人员和管理形式;(4)有资金条件和高水平的开发人员。

联想是国内最早进入系统集成领域的企业,但却偏偏没有做互联网的系统集成。结果让亚信捷足先登,占领大半市场份额,并成功登陆美国纳斯达克。但柳传志后来总结时却表示:“系统集成业务的失误并非决策原因,而是由于人事问题。”没有合适的人选,再好的机会也不做。宁肯失去十个好机会也不愿抓错一个坏机会,就是这一阶段联想投资的真实反映。

后来,联想投资理念又被总结为三大要点:人、资金和市场。在以上几个原则中,实际上联想更倾向于注重人的因素。联想有很多投资方向并没有实施,很大程度上就是因为缺少这方面的人才。

商界有句行话叫“不熟不做”,意思是指不介入陌生的行业。投资是一种非常理性的职业,要注意稳中求进,三思而行,必须做到绝对熟悉后才能考虑实施投资。世上赚钱的行业很多,蜂拥而上的人更多,但真正赚钱的人却很少。赔钱的投资人并非没有本事,导致其失败的主要原因往往是他没有入行。发现某个行业赚钱,没有详尽了解,就贸然跻身其中,最终铩羽而归。

股权投资要考虑收益,但在中国目前尚不成熟的市场经济环境下,更需要考虑风险的控制。对于不熟悉的行业,其项目论证与管理都会相对被动,甚至使投资失去控制。很多投资经理缺乏产业背景,在尽职调查过程中,对项目所处的产业

并不熟悉,所作出的论证分析也比较表面化,没有抓住产业领域里的关键点,结论片面。有些投资经理由于知识结构和从业经验的局限,在进行可行性研究过程中,内容考虑不够完善,从而使整个方案上出现信息缺失,投资分析报告失去可操作性。有时候投资人的确发现了其中的盈利机会,但是在缺少相关资源的情况下,设想出来的经营模式只是纸上谈兵,最终也是半途而废。

案例 1-7:史玉柱——“一个著名的失败者”

一个企业最终陷入困境很少是操作层面的原因,最大的失败或者说对企业损害最大的,是它做了不该做的事。做企业就要进行投资,这时,国外企业往往花总投资的百分之几进行可行性论证。但巨人集团的投资过于草率,做了与当时的保健品主业相去甚远且资金需求量巨大的房地产行业。在建造 70 层的巨人大厦进程中,出现巨大的资金缺口,最终导致巨人因资金周转不灵而陷入停滞状态。

对此,史玉柱曾表示今后再进行投资时,就重点把握这样几个原则:(1)投资领域是不是朝阳产业,不是不做;(2)对投资的行业熟不熟悉,不熟不做;(3)在新项目中,自己管理团队的特长能不能发挥出来,发挥不出来也不做;(4)一旦发现投资失误的苗头,当机立断,损失再大也要砍掉。

(五) 稳定成长的行业也是值得挖掘的

行业研究是企业确立投资领域以及项目尽职调查的基础工作之一。选择高速成长性的行业是大家追求的目标。对某个行业的分析要求有很强的前瞻性,的确是一件比较困难的事情。现实中,大家公认的高速成长行业往往已经进入“投资

过热”阶段,难以寻求“谷底建仓”的机会。因此尽管行业研究具有指导意义,但在操作层面上投资公司仍需因“项目”制宜。

在中国,一些经济学家认为高速增长且颇具竞争实力的制造行业中有很多企业利润率低下,甚至在竞争中难以维继;相反,在一些产业经济研究报告中已经进入稳定增长的行业中,仍有一些细分行业处于快速成长阶段,具有很好的盈利空间。在信息高度发达的今天,行业冷暖的周期越来越短,今天看好的行业可能三年后会陷入颓势,而今天的冷门行业三年后可能会成为热点。作者并非倡导“不可知论”,而是强调对行业进行经济学方面的中观研究是远远不够的。投资公司需应该结合目标公司的产品对行业进行细分,确定其在产业链中的位置,然后结合其自身的财务、业务、战略情况,确定投资价值。中国公司最值钱的地方往往是销售能力而不是核心技术。中国做得比较好的公司,多数是抓住国外成功的案例,在国内成功复制的。所以应用心发掘在稳定成长的行业中潜藏着的很多投资的机会。

案例 1-8: 饲料行业机会的挖掘

1978—2000 年中国饲料行业年产量年均增长高达 24.49%,2001 年较上年增长 8%,2002 年与上年同期相比基本持平。2003 年同比增长 4.4%,全年饲料产量达到 8700 万吨,可见饲料行业增长速度明显放缓。生产能力相对过剩,技术水平、管理水平低,市场竞争能力弱等方面的缺点开始凸现。2003 年行业实际产量仅为生产能力的 57%。按照一般的行业研究模式,很容易得出“饲料行业已经进入稳定成长阶段,缺少投资价值”的结论。但是如果对该行业进行细分,就会发现“水产饲料”、“反刍动物饲料”两个年增长在 10% 以上的细分行业:

(1) 水产饲料。根据中国水产养殖的产量推算,每年应消耗的水产饲料量在1 700—1 800万吨。但据统计,2001年工业化水产配合饲料产量仅为800万吨。业内人士预测,未来3—5年内水产饲料工业将保持10%以上的年增长率。2001—2003年淡水鱼类饲料高速增长,今后两年利润率会回落;2003年起虾料开始高速增长,预计今后两年仍会看好;下一步海水鱼类饲料、贝类饲料需求可能会成为热点。2004年春禽流感的爆发,使水产品的需求量和价格大幅上升,从而直接拉动了水产饲料行业的增长。2004年2月16日上市的水产饲料龙头企业通威公司的业绩将锦上添花。

(2) 反刍动物饲料。目前,中国饲养牦牛1 400万头,占世界50%以上,水牛2 000万头,黄牛6 000多万头,估计奶牛数量每年净增速度是12%—15%。据此推算,牛类配合饲料用量将逐年增加。同时,随着国家环保意识的提高,反刍动物饲养将逐渐发展为圈养,工业饲料用量将会加大。

如果从发展的角度分析,在可以预见的5年内,宠物饲料市场也蕴含着巨大的商机。实际上在中国养殖业规模产量已经发展到相当程度后,很多企业已经开始对市场进行细分,优化产品结构,开发新的饲料品种,寻找新的利润增长点。

需要说明的是,对于利润率不仅要看它的高低,而且要看它是否是经过充分竞争之后形成的利润率。如果一个没有经过充分竞争的市场的利润率超过了10%,那么它就必然面临着很大的向下调整的压力;但是,如果一个行业的平均利润率已经降到了3%—4%,而该行业中的某个企业还能生存,且还经营得很好,那么这个企业的竞争力就已经得到了市场的验证。

（第二章 项目投资实务

好的开端是成功的一半,项目投资是整个股权投资过程中最为关键的环节。如果在项目投资阶段挖掘到好的投资项目并实施了投资,后续的工作就比较容易开展。反之,如果所投资的项目本身质量不高,投资经理在项目管理与退出阶段付出巨大的努力,往往是为了减少投资损失,而不是创造投资收益。

一、如何找到好的项目

(一) 什么是好的项目

好项目是合适的企业家在合适的时候拥有合适的经营模式,并存在或能够创造出合适的市场,最终带来丰厚的回报的项目。这就对投资项目的评估提出很高的要求。项目的高成长性是指被投资项目在一段时期内具有比较显著成长的可能性。一般来说,一个具有高成长性的项目由两个指标构成:所在细分行业年均成长 10%;企业业绩年均增长 20%。通常这种成长速度是由几方面因素促成的。

1. 具有可以依赖的丰富的资源优势

这是项目公司在发展阶段对投入要素的基本要求。通常

可能会出现这样的情况,项目公司的前景在理论分析上很好,但在发展过程中却发现不可或缺的资源枯竭了,导致项目公司发展严重受阻。

2. 目标公司所在地的商业文化氛围比较浓厚

这是企业成长的人文土壤。许多项目在实施以后,才发现所在地的商业文化比较贫乏,主要表现在企业员工和其他相关企业很难遵守商业规范,所在地政府也不按照市场机制的要求管理经济,导致企业在发展之初难以形成良好的客户和供应商,政府的有形无形干预长期存在,内部员工也很难遵守职业化的操守理念,这些因素对项目发展形成的制约有时是致命的。

3. 项目的经营模式或技术支持能够适应项目的发展速度

在股权投资项目中,有许多项目的前期经营模式与技术论证相当充分,但当项目发展速度加快时,明显感觉到系统支持乏力,同时又难以有效解决,造成项目骑虎难下,导致损失加大。

4. 项目产品或业务的可替代性比较小

可替代性是项目产品生命力的重要标志,只有可替代性小,项目在相当时期内才能具有相应的垄断性。这是项目高速发展的基本前提。如果一个项目产品的可替代性很强,则市场竞争在项目初期就会非常激烈,市场开发投入的力度就会很大,这势必严重消耗企业的资金和其他资源,项目的发展还可能因此而中断。

需要说明投资的一个基本的道理：要明确一个好企业和一项好投资的区别。一个好企业可能拥有许多优势，但如果投资成本太高就会成为一项不好的投资。反之，如果购买价格低于预期效益，一个不好的企业可能提供很好的投资机会，当战略投资者具有相应优势去弥补目标企业的劣势时尤其如此。

（二）如何拓展项目源

从投资经理的角度看，他所面临的现实问题是将股权资本如何运用到好的项目上，以取得高额收益回报。投资经理要寻找到好的项目，首先必须建立起项目源。这是能够获得项目和寻找到好项目的重要渠道，也是必须做的一项重要工作。投资是一个厚积薄发的行业。项目筛选本身是一个百里挑一、沙里淘金的过程。根据国外已有的经验，通常在100份项目经营计划或可行性研究报告中，第一次筛选后，淘汰90%；剩余的经与对方约见和会谈后，根据筛选标准与所了解的情况，又淘汰50%；余下被认为是有价值的项目，经审慎调查后再淘汰；最后真正能够得到资本支持的项目仅在1%左右。只有精挑细选才能够发现真正有成长性的项目。

通常开辟项目源有以下几种做法：

1. 通过产权交易所、招商网站等政府或民间搭建的信息平台，了解项目信息。需要注意的是，通过公共平台了解的信息往往经过包装处理，存在一定的不对称性；同时，项目信息的时效性不高，项目质量良莠不齐，好项目的比例很低。

2. 通过政府的人脉关系，在相应的行政区域由政府重点推荐的项目资源。这种方式相对较为直接，项目公司接洽也

会相对顺畅。问题是项目初始信息相对较少,项目领域宽泛,在筛选和鉴别方面要花费大量精力。

3. 通过行业研究发现成长性的细分行业,通过在产业内的人脉关系,定向搜集项目信息。这种方式较为直接,业内人士提供的信息也较为丰富。问题在于,在缺少中间人推介的情况下进行接洽,需要一段熟悉沟通的过程。同时目标企业很可能运营稳定,没有融资的需求。

4. 参加所关注行业的展览会、研讨会。以会议为交流平台,结识业内人士,掌握行业动态,了解业内知名企业,从而有重点地确立目标企业。

5. 通过电话黄页或行业协会清单,地毯式排查挖掘。

可以想像,任何一个行业乃至细分行业都有数以百计的企业跻身其中,真正具有投资价值的往往是排名前几位的企业。如果没有掌握行业背景资料,进行如此大范围地检索,方法原始,工作量巨大且事倍功半。

项目源是投资公司的宝贵财富,需要一个积累的过程,其间也包含着人力、物力、财力的投入。即使如此,前期项目调研的费用相对于一旦项目失败将造成的损失也要小得多。项目来源也具有一定的偶然性,一个成熟的投资经理所接触过的项目往往都数以百计,在这个过程中可以积累出对某些细分行业的认知,直至培养出一种项目初审的直觉。

在项目源拓展过程中,经常会遇到下列情形:很多 Pre-IPO 目标企业并不希望通过出让股权的方式融资,如果他们感觉投资公司的资源缺少吸引力,那么会更倾向通过短期借贷的方式融资;多数国有企业存在内部人控制的现实问题,因此,如何平衡协调“内部人”的利益往往成为关键问题;参股已经改制的企业,由于关系到数家股东的利益,平衡协调的工作

较多;民营企业由于创业者素质参差不齐,在理念上可能存在差距,有的民营企业家甚至会对股权投资者存在敌意,认为其入股的目的就是来分享本应属于原股东的既得利益。上述问题都需要在项目接洽过程中灵活处理。项目调研是双方互相了解的过程,项目源的开辟也需要“厚积薄发,水到渠成”。

二、如何进行项目初审

项目初审是通过一套筛选标准体系进行的。尽管这种标准的确定对于不同的投资机构千差万别,但已有的经验表明,构成项目筛选标准的内容一般包括:投资经理自己所熟悉的产业,即行业投资取向;投资组合及对股权投资阶段切入点的选择;区域标准以及包括技术、市场、管理者队伍等因素在内的财务与技术标准。

(一) 企业成功的条件

1. 有较高素质的经营者。他必须有献身精神、有决策能力、有信心、有勇气、思路清晰、待人诚恳、有出色的领导水平,并能激励下属为同一目标而努力工作。

2. 既有远见又符合实际的企业经营计划。这个计划要阐明企业的价值,明确企业的发展目标和发展趋势,明确企业的市场和顾客,明确企业的优势和劣势。

3. 有市场需求。包括市场需求或有潜在市场需求的新技术、新产品、新经营模式。有需求就会有顾客,有顾客就会有市场,有市场就有了企业生存发展的空间。

4. 有管理能力。管理能力可以概括为:有经营管理的经

验和能力,有技术和营销人员配备均衡的管理队伍,有能高效运转的组织机构。

5. 有资金支持。任何没有资金支持的企业都只能是空想。

(二) 如何阅读商业计划书

对于融资企业而言,商业计划书的核心在于,应阐述清楚三个问题:企业想要做什么?需要多少资金?获得资金后在多少时间内能够给投资者带来怎样的回报?作为投资公司,在关心回报的同时,要重点考察以下三个要素:行业成长性如何?企业成长性如何?经营团队的素质如何?

1. 计划摘要

计划摘要列在商业计划书的最前面,它是商业计划书的浓缩和精华。计划摘要涵盖了整个商业计划书的要点,以求一目了然,方便投资经理在最短的时间内评审计划并作出判断。有经验的投资经理通过摘要就能对项目作出初步的判断。计划摘要一般包括以下内容:公司介绍;主要产品和业务范围;市场概貌;营销策略;销售与生产计划;管理者及其组织;财务计划;资金需求状况等。

在介绍企业时,融资企业首先要说明企业的经营模式、目标和发展战略。其次,要交代企业经营的现状和过去以及企业的经营范围。在这一部分中,要注意对企业以往情况的评述要客观,不回避失误。最后,在摘要中应介绍一下经营团队的背景、经历、经验和特长等。企业家的素质对企业的绩效往往起关键性的作用。在计划摘要中,企业还必须要回答下列

问题:(1)企业所处的行业,企业经营的性质和范围;(2)企业主要产品的内容;(3)企业的市场在哪里,谁是企业的顾客,他们有哪些需求;(4)企业的合伙人、投资人是谁;(5)企业的竞争对手是谁,竞争对手对企业的发展有何影响,等等。

摘要应尽量简明、生动。特别要详细说明自身企业的独特之处以及企业获取成功的市场因素。如果企业家了解他所做的事情,摘要仅需两页纸就足够了。如果企业家不了解自己正在做什么,摘要就可能要写 20 页纸以上。

2. 产品(服务)介绍

在进行投资项目评估时,应重点关注目标企业的产品、技术或服务能否以及在多大程度上解决现实生活中的问题,或者目标企业的产品(服务)能否帮助顾客节约开支,增加收入。一般地,产品介绍必须要回答以下问题:

(1) 顾客希望企业的产品能解决什么问题,顾客能从企业的产品中获得什么好处?

(2) 企业的产品与竞争对手的产品相比有哪些优缺点,顾客为什么会选择本企业的产品?

(3) 企业为自己的产品采取了何种保护措施,企业拥有哪些专利、许可证,或与已申请专利的厂家达成了哪些协议?

(4) 为什么企业的产品定价可以使企业产生足够的利润,为什么用户会大批量地购买本企业的产品?

(5) 企业采用何种方式去改进产品的质量、性能,企业对发展新产品有哪些计划,等等。

3. 人员及组织结构

企业管理的好坏,直接决定了企业经营风险的大小。而

高素质的管理人员和良好的组织结构则是管理好企业的重要保证。因此,投资经理要特别注重对管理队伍的评估。

企业的管理人员应该是互补型的,而且要具有团队精神。一个企业必须具备负责产品设计与开发、市场营销、生产作业管理、企业理财等方面的专门人才。要重点关注管理人员所具有的能力,他们在本企业中的职务和责任,他们过去的详细经历及背景。此外,还需要注意公司的组织机构的组成及各部门的功能与责任、各部门的负责人及主要成员;公司的报酬体系;公司的股东名单,包括认股权、比例和特权;公司的董事会成员及其背景资料。

4. 市场预测

当企业要开发一种新产品或向新的市场扩展时,首先要进行市场预测。如果预测的结果并不乐观,或者预测的可信度让人怀疑,那么投资者就要承担更大的风险。这对多数投资公司来说都是不可接受的。

市场预测首先要对需求进行预测:市场是否存在对这种产品的需求?需求程度是否足以给企业带来所期望的利益?新的市场规模有多大?需求发展的未来趋向及其状态如何?影响需求都有哪些因素,等等。

其次,市场预测还要包括对企业所面对的竞争格局进行分析:市场中主要的竞争者有哪些?是否存在有利于本企业产品的市场空当?本企业预计的市场占有率是多少?本企业进入市场会引起竞争者怎样的反应,这些反应对企业会有什么影响,等等。

在商业计划书书中,市场预测应包括以下内容:市场现状综述;竞争厂商概览;目标顾客和目标市场;本企业产品的市

场地位;市场格局和特征,等等。目标企业对市场的预测应建立在严密、科学的市场调查基础上。目标企业所面对的市场,本来就有变幻不定、难以捉摸的特点。因此,目标企业应尽量扩大收集信息的范围,重视对市场环境的预测和采用科学的预测手段和方法。融资企业应牢记的是,市场预测不是凭空想像出来,对市场错误的认识是企业经营失败的最主要原因之一。

5. 营销策略

营销是企业经营中最富挑战性的环节。影响营销策略的主要因素有:(1)消费者的特点;(2)产品的特性;(3)企业自身的状况;(4)市场环境方面的因素等。最终影响营销策略的则是营销成本和营销效益因素。

在商业计划书中,营销策略应包括以下内容:(1)市场机构和营销渠道的选择;(2)营销队伍及其管理;(3)促销计划和广告策略;(4)价格决策。

对初创企业来说,由于产品和企业的知名度低,很难进入其他企业的销售渠道中去。因此,企业不得不暂时采取高成本低效益的营销战略,如上门推销,大打商品广告,向批发商和零售商让利,或交给任何愿意经销的企业销售。对进入发展期的企业,它一方面可以利用原来的销售渠道,另一方面也可以开发新的销售渠道以适应企业的发展。

6. 制造计划

对于制造型企业,商业计划书中的生产制造计划应包括以下内容:产品制造和技术设备现状;新产品投产计划;技术提升和设备更新的要求;质量控制和质量改进计划。一般地,

生产制造计划应回答以下问题：企业生产制造所需的厂房、设备情况如何；怎样保证新产品在进入规模生产时的稳定性和可靠性；设备的引进和安装情况，谁是供应商；生产线的设计与产品组装是怎样的；供货者的前置期和资源的需求量；生产周期标准的制定以及生产作业计划的编制；物料需求计划及其保证措施；质量控制的方法是怎样的以及相关的其他问题。

7. 财务规划

对于财务规划，投资经理需要花费较多的精力来审定，其中主要包括现金流量表、资产负债表以及损益表的制定。流动资金是企业的生命线，因此企业对流动资金的运用需要有预先周详的计划并在使用过程中加以严格控制；损益表反映的是企业的盈利状况，它是企业在一段时间运作后的经营结果；资产负债表则反映在某一时刻的企业状况，投资者可以用资产负债表中的数据，得到相应的比率指标来衡量企业的经营状况以及可能的投资回报率。财务规划一般要包括以下内容：商业计划书的条件假设；预计的资产负债表；预计的损益表；现金收支分析；资金的来源和使用等。

可以这样说，一份商业计划书概括地提出了在筹资过程中目标企业需要完成的事情，而财务规划则是对商业计划书的支持和说明。财务规划的准备情况可以在一定程度上反映出经营团队的实践经验。

事实上，财务规划和企业的生产计划、人力资源计划、营销计划等都是密不可分的。要完成财务规划，必须要明确下列问题：（1）产品在每一个期间的产出量有多大？（2）什么时候开始产品线扩张？（3）每件产品的生产费用是多少？（4）每件产品的定价是多少？（5）使用什么分销渠道，所预期的成本

和利润是多少？(6)需要雇佣哪几种类型的工人？雇佣何时开始，工资预算是多少？(7)企业未来三年的盈利预期是多少？等等。

(三) 把握项目的关键点

在阅读商业计划书后，投资经理可以从以下几个方面对计划书加以总体审视：1. 目标企业的竞争优势是什么？目标企业单是说明其处在一个存在竞争成功的可能性的行业是不够的，要有效地传达它的不同之处以及为什么较竞争对手更有优势。例如，目标企业是否拥有更好的分销渠道？主要的合伙人是谁？目标企业是否拥有专有技术？2. 谁在管理目标企业？要重点关注一些关于目标企业自己和管理团队的背景和成就，目标企业应该有一定的顾问资源。3. 目标企业的经营模式是怎样的？或者更简单地说，目标企业打算如何赚钱？4. 目标企业的产品或服务是什么？弄清楚目标企业销售的是什么相当重要。5. 目标企业的目标市场是谁？目标企业的产品或服务有哪些目标客户？是什么行业？市场有多大？未来成长性如何？6. 目标企业的竞争对手是谁？他们的商业模式或理念是什么？

三、如何进行尽职调查

尽职调查，也叫审慎调查，译自英文“Due Diligence”，其原意是“适当的或应有的勤勉”。项目通过初审后，投资经理会提交《立项建议书》，在正式立项后，会进行尽职调查，投资活动的成败会直接影响投资和融资双方公司今后的发展。因此，投资

方在决策时一定要清晰地了解目标公司详细情况,包括目标公司的营运状况、法律状况及财务状况。尽职调查的目的主要有三个:发现问题,发现价值,核实融资企业提供的信息。

(一) 投资风险评价

在尚不成熟的市场经济环境和尚不健全的资本市场结构中,实施股权投资首先要考虑的不应是获取多少高额收益,而是对投资风险控制。从投资项目的开始到退出,自始至终会伴随着许多风险,这些风险就构成了对股权投资者的陷阱。这些风险要么来自融资企业,要么来自投资公司自身。

来自融资企业的风险可以分为两类:一类是人为的,即所谓道德风险,比如融资企业为了获得投资而隐瞒了企业存在的一些问题,在提供给股权投资者的商业计划书中没有充分反映可能出现的风险,同时又片面地夸大市场前景和可能产生的效益,更有甚者,一些别有用心的不良企业者为了达到其“圈钱”的目的,从一开始就在给股权投资者讲“故事”,设置了许多圈套。另一类是融资企业在发展过程中所出现的一系列问题,这倒不是目标企业事先设计好的圈套,而是企业在实际运作过程中碰到的问题,包括一些不可抗力的因素。

来自投资公司自身的风险也可以分为两类:一类是决策者造成的,在投资业内,主观判断造成的投资失误导致了很多项目的失败。这方面的失误多数源于决策者的投资偏好。有的投资公司的决策者的管理风格非常强势,公司内部形成“人治”格局,公司内部建立的投资程序形同虚设,或者根本没有建立相关的制度;项目是先决策后调研,为了“可行”而论证。投资经理的尽职调查也只会流于形式。另一类是投资经理造

成的。在项目调研的过程中,在信息的搜集、咨询对象意见的整理方面出现倾向性,使得调研结论偏离实际。或者由于投资经理人的能力、投资公司经费控制等原因,调研工作不够深入系统。一些项目可行性研究报告是坐在办公室,借助网络等二手信息简单拼凑而成的。这些都会影响调研结论,从而最终影响了投资决策。

投资风险是由于项目投资与管理过程中信息的不对称性、外部环境的不确定性、经营管理活动的复杂性和企业自身能力的有限性而导致企业融资后达不到预期的经济效益,甚至投资后比投资前经济效益更差或者陷入困境的可能性。识别投资对象是寻找好项目的关键。因为环境与市场的变化是不可预知的,也是无法控制的,只有经营者具有强烈愿望和意志,才能克服困难和挑战,确保经营成功,所以,投资对象应是具有开拓精神和专业能力的经营团体。同时客观的数据资料与科学的实证分析过程,也是在筛选好项目时必不可少的。投资经理可能要面对每年数百件的申请案例,没有一套严谨有效的投资评估程序,难以作出最适当的投资决策。针对越来越专业化的项目,只有事前进行充分的信息搜集和审慎的研究评估,才能预测可能出现的风险,事先防范,将投资风险度降低。要恰当地选择项目,需要在广泛调查基础上进行分析。最后,还要评价项目的预期财务效益,其中主要是测算项目的投资收益率、财务净现值、财务内部收益率、动态投资回收期、规模经济性以及风险收益等。

为了提高股权投资的成功率,投资公司在进行投资决策前必须进行风险分析,找出关键的风险因素,从而达到有效衡量、控制、消除和规避风险的目的。投资涉及对目标企业所处的内外部环境、商业计划可行性的分析,以及对企业价值的评

估等一系列活动。要对股权投资风险进行评价,必须对整个投资过程中遇到的不确定性因素进行全面分析、识别和判断(见表 2.1)。

表 2.1 股权投资成败要素分析

类 别	因 素
成功要素	A. 了解目标企业(包括资源、经营实力、管理水平) B. 熟悉投资的外部环境条件 C. 正确评估目标企业的价值 D. 目标企业自身的财务状况较好且投资支付方式核实 E. 投资企业愿意冒一定的风险
失败要素	A. 对目标企业价值评估的不准确 B. 信息交流的障碍 C. 经营不善 D. 法律和监管的障碍 E. 目标企业产业和地域的障碍等

股权投资各阶段发生导致投资失败的原因如表 2.2 列示。股权投资是一项高投入、高风险的投资活动,在投资决策过程中,要严把分析、决策关,以最大限度地降低风险,提高经济效益。

表 2.2 股权投资各阶段的风险因素

阶 段	风 险 因 素
信息搜集和了解	目标企业拥有的资源、经营实力、管理水平等信息了解失误
股权价格评估	目标企业价值评估过高
外部环境的熟悉程度	政府干预、法律限制、外汇管制、通货膨胀、竞争对手强
投资支付方式	贷款、债务的偿还能力低
企业整合	战略规划、人事、企业文化冲突

(二) 尽职调查的要素

投资公司通过审查程序对目标企业的技术、市场潜力和规模以及管理队伍进行仔细的评估,这一程序包括与潜在的客户接触,向业内专家咨询并与管理队伍举行会谈。它通常包括参观公司,与关键人员面谈,对资产进行审计评估。它还可能包括与企业债权人、客户、相关人员如以前的雇员进行交谈。这些人的意见会有助于投资机构作出关于企业风险的结论。尽职调查的要素如表 2.3 所示。

表 2.3 尽职调查的要素

维 度	要 素
经营机构	<ul style="list-style-type: none"> * 经营者的经历和背景 * 经营团体的专长和管理能力 * 经营团体的经营理念 * 经营团体对营运计划的掌握程度
市场营销	<ul style="list-style-type: none"> * 市场规模 * 市场潜力 * 市场竞争优势 * 营销策略规划
产品和技术	<ul style="list-style-type: none"> * 技术来源 * 技术人才与研发能力 * 专利与知识产权 * 产品附加价值与独特性 * 生产制造计划可行性与周边产业配套情况
财务计划和 投资报酬	<ul style="list-style-type: none"> * 目标企业的财务状况 * 目标企业的股东结构 * 目标企业财务计划的合理性 * 资金需求规划的合理性 * 预期投资报酬率 * 退出年限、方式与风险

续表

维 度	要 素
法律问题	<ul style="list-style-type: none"> * 目标企业是否受到过法律诉讼 * 是否存在未记录的债务 * 有关环境问题 * 保险的范围和保险总额 * 自身保险的责任等

(三) 尽职调查的渠道

1. 目标公司

目标公司的配合是尽职调查是否迅速、高效的关键。对目标公司进行尽职调查,首先就是约见目标公司的代表,当面谈谈,争取理解和配合。在此基础上向目标公司索要一些文件,如目标公司的营业执照、章程、股东名册、股东会议和董事会会议记录、财务报表、资产负债表、公司内部组织结构图、子公司分公司分布图、各种权利的证明文件、主要资产目录、重要合同等。这些文件在目标公司同意投资并积极配合的时候,是比较容易得到的。

其次是通过目标公司公开披露的有关情报、资料,进一步了解目标公司的情况。比如利用报纸、公告、通告、公司自制的宣传材料、公司的互联网站等公开的传媒的披露和介绍了解目标公司。尤其需要指出的是,如果目标公司为上市公司,则根据有关证券法律、法规的要求,目标公司必须对重大事件进行及时、详细的披露,包括定期披露和临时披露。研究这些公开的资料,也可以掌握目标公司相当多的情况。

再次,根据目标公司情况设计《调查问卷》,即通过问卷调查的方式了解目标公司的情况或发现线索。此外,还可以根

据目标公司提供的线索、信息,通过其他渠道进行调查。

2. 登记机关

根据我国现行的公司工商登记管理制度的规定,公司成立时必须在工商行政管理部门进行注册登记,公司登记事项如发生变更,也必须在一定的期限内到登记部门进行变更登记。因此,可以到目标公司所在地工商登记机关进行查询,了解目标公司的成立日期、存续时间、公司性质、公司章程、公司的注册资本和股东、公司的法定代表人等情况,从而对目标公司的基本结构有一个大致的了解。

根据我国现行法律、法规的规定,不动产的转让或抵押也必须进行相应的登记。例如,从土地登记机构处可以了解有关目标公司的土地房产权利、合同、各种物权担保和抵押、限制性保证和法定负担等情况。

3. 目标公司所在地政府及所属各职能部门

当地政府(包括相关职能部门)是极为重要的信息来源。从当地政府处,可以了解到有无可以影响目标公司资产的诸如征用、搬迁、停建改建的远近期计划;目标公司目前享受的当地政府所给予的各种优惠政策,特别是税收方面的优惠,在投资实现后是否能继续享受。目标公司所涉及的有关环保问题可以向当地环保部门进行了解。

4. 目标公司聘请的中介机构

投资方还可通过与目标公司聘请的律师、会计师等外部专业人士接触,更准确地把握目标公司的整体情况。目前我国大多数公司的股东和管理者普遍对现代企业制度缺乏了

解,同时,在公司的日常经营运作过程中存在着大量不规范操作。目标公司的股东及管理者经常对一些产权关系、债权债务关系及其他的对内对外关系产生错误的认识。因此,在了解该类情况时,与目标公司的专业顾问进行沟通会有助于准确了解和把握事实。当然,这些顾问能够披露目标公司的情况,往往也是基于这样一个前提,即目标公司同意披露。

5. 目标公司的债权人、债务人

在可能的情况下,投资公司的律师可以就目标公司的重大债权债务的问题,向相关的债权人和债务人进行调查。这类调查可以使投资方对目标公司的重大债权、债务的状况有一个详细完整的了解。调查可以通过函证、谈话记录、书面说明等方式进行。

四、如何进行现场考察

“百闻不如一见”,现场考察是尽职调查中至关重要的一环。有经验的投资经理人都是在数以百计的现场调研中形成一种直觉,这种直觉能够帮助他们迅速识别项目,发掘出目标企业真正的成长点,或者辨别出商业计划书中不真实之处。对于初审项目,目标公司很多商业信息尚未向投资公司公开,因此投资经理可以通过非正式沟通渠道,总体了解企业的运营状况。

(一) 现场考察前的准备工作

1. 把自己公司的资料准备妥当

投资方和融资方要实现合作,肯定要经历一段互相了解

的过程。有时候目标企业与投资公司地理位置相对遥远,现场考察也是双方第一次见面。在这种情况下,投资经理应随身携带 3~5 套投资公司的简介材料,包括公司的营业执照复印件、公司概况等。如果没有样本,最好编制一套 PPT 演示文档,重点说明公司的理念、定位、股东背景、投资取向和原则、已投项目等资讯。

2. 收集目标公司及所处行业的资料

投资方应尽可能了解清楚目标公司的性质和背景,搞准确它属于哪一种行业、生产何种产品,企业性质、企业文化如何,同时还要尽可能地了解清楚目标公司的业务情况、行业地位、发展前景。上述信息可以查询目标企业的网站及相关行业报道,可以向业内人士询问企业的经营团队与业务情况。如果对于目标企业所处的行业缺乏基本的了解,在某种程度上你可能并不适合做该项目的投资经理。

3. 结合初步了解的情况形成一些初步的观点

现场考察过程前,应争取与融资企业的主要高管进行初步交流,了解公司以后的发展计划,并对管理团队加以了解。此间融资方也希望了解投资方对企业的看法。初次接触更应以一种探讨式的、建设性的方式进行交流。应结合融资企业情况,凸现自身所具备的相关资源,把优势互补作为切入点,言之有物。在这个过程中投资经理要注意把握分寸,特别是避免就企业及其所处行业高谈阔论,避免在未充分了解对方情况之前就大谈战略规划之类的设想。要知道,再聪明的投资经理在 10—20 天所掌握的资料也不可能与从业 10—20 年的业内人士相提并论。

（二）目标企业常用的融资包装技巧

一般而言,对财务信息的技术处理可以通过评估审计加以识别。除此以外,目标企业为尽快达到融资的目的,可能采用以下技巧:

1. 虚报财务数据,夸大产品市场前景的描述,出示一些潜在客户的询价单来彰显产品市场前景看好。有时询价单本身也是虚构的。

2. 夸大企业的行业地位,或将自己与业内龙头企业进行简单比较,或贬低其他竞争者的产品和技术。

3. 彰显有其他投资方也在洽谈之中,而且进度很快,甚至已经有明确的投资意向。

4. 在现场调研前,已经进行过内部磋商,对企业存在的问题统一口径;刻意在厂区营造欣欣向荣的氛围。

5. 利用投资经理知识结构方面的局限,故意凸现一些“概念”方面的信息。

6. 以信息保密为由,对一些虚假信息拒绝提供相关资信证明。

在上述情况下,投资经理一定要沉得住气,不要浮躁,面应最大限度地利用现场调研的机会,用各种灵活的方式获取一些关键的信息。最好遵循“不见兔子不撒鹰”这样一个简单的道理,即在尽取调查中的问题没搞清楚、资金不到位的情况下,不要急着对外宣布“好消息”,避免陷入被动。

（三）现场调研关注的要点

现场调研的主要目的是核查融资方提供的信息,增进对

目标企业的认知和了解。有鉴于此,在现场调研的过程中应注意以下几点:

1. 了解核实企业的发展史、股东变更情况;通过询问公司人数、场地租赁等情况,了解管理及费用情况;通过询问注册资本、年销售额/利润、贷款情况,估算其资金状况。

2. 参观生产现场,随手翻阅其生产记录,从中了解企业的管理水平及生产状况;参观办公区、生产区,通过观察员工的工作状态与精神风貌,鉴别企业的经营状况;参观企业仓库,根据其库存情况,查看其库存产品、原辅料的摆放及品种、数量、日期,分析出企业的管理与产销状况,进而推测其现金流状况;参观食堂、宿舍、卫生间等场所,观察其卫生管理状况,客观上这些八小时之外的生活环境直接反映出员工的风貌。

个别目标企业产品滞销或因资金紧张已经陷入停产状态。但为了达到融资目的,却在投资公司进行现场调研阶段开班生产,使现场呈现出欣欣向荣的景象。这一点通过翻阅企业生产记录和检查库存产品日期即可加以识别。

案例 2-1:某中药企业现场考察

一家中药企业以新建项目为名,对外寻求融资。在现场考察过程中,经营者介绍企业效益连年提升,拳头产品 A 满产满销,供不应求,急需扩产。投资经理在生产现场翻看生产记录,发现记录并不连续,最新的日期为现场调研的当天,此前的记录为两个月以前的数据。在参观仓库时,发现大量所谓的畅销产品库存,且生产日期均为两个月以前,甚至还有隔年的产品库存。后来通过外围调查获悉,该企业因经营不善已经陷入困境,产品滞销,员工放假,资产负债率高达 95%。

3. 如果条件允许,应与企业高管、业务骨干、公司原股东

及离职员工分别进行正式或非正式的交流,对关键问题进行核实。可以事先准备一套调查问卷,在征得企业经营层同意的情况下,随即抽取 20 -30 名员工填写。对问卷信息进行汇总整理,把握公司的文化与氛围。

需要注意的是,不要用完美的眼光来挑剔企业。实际上根本不存在完美的企业,就如同不存在完美的人。即使目前企业是比较理想的,在发展进程中还会出现新的瓶颈。一家企业如果只缺少资金,那么它会更乐于申请银行贷款,而不是出让股权,让股权投资者分享利益。关键是投资公司能够利用自身具备或通过第三方提供的资源对企业的发展瓶颈进行改进,从而使企业核心竞争力得以提升和发展。

五、如何对目标企业价值进行定性评估

与商品市场上的商品交易不同,股权投资是在资本市场上交割企业和资产。商品一般具有标准化和可分割的属性;而资产和企业则是一个动态、复杂的系统,其在交易之前、交易过程中和交易之后,受外在条件的交互影响和内在因素的交互作用,会发生可控和不可控的变化,这些变化将导致投资公司对目标企业进行购并的价值评估发生变化。

股权投资由于资本经营的特性,其本身蕴藏着巨大的财务风险;投资活动离不开巨额的金融支持,再加上在不同领域的扩张还必须面对信息不对称、经营管理人才缺乏和文化整合失效的巨大风险,因此,稍有不慎,极有可能导致投资失败,甚至还可能拖累投资公司陷入困境。所以,投资方应建立有效的投资评估体系,对整个投资过程进行公正的价值评估,这是决定是否进行投资、采取何种合理形式投资的最重要步骤,

也是对投资效果进行合理预期的前提。

对目标企业进行独立的价值评估,是股权投资决策分析的第一步,也是整个股权收购评估的基础环节。对于金融性资本而言,由于缺少产业背景,因此对目标企业经营主业方面的控制力较小,更多的是在管理咨询与资本市场方面提供支持。因此,股权投资评估,主要是指对目标企业独立价值的评估,对于投资后整体价值评估方面的工作较少。对目标企业独立价值评估,就是要测算目标企业的合理价值,通过对股权转让支付价格与目标企业的合理价值比较,做出初步决策。一般来说,在实践中广泛运用的有四种评估方法。

(一) 利用资产负债表进行评估

通过资产负债表进行价值评估是最为简单的办法。这一问题的问题在于它将公司会计人员所记录的公司资产和负债的历史价值与它们的市场价值等同起来。因为账面价值和市场价格经常会不一致,通常评估师都要调整资产负债表的有关项目,以便使评估结果更为精确地接近市场价值。

(二) 通过市场价值来评估该公司的价值

这种方法通常要借助于股票和债券的估值,从定义上讲,只适用于其证券公开上市交易的公司。这一方法的理论基础是有效市场假设,也就是说公开交易证券的价格准确地反映了相应公司的价值。尽管这种借助股票和债券估值的方法仅直接适用于少数发行公开交易证券的公司,但对于价值评估的直接比较法来说,它已成为一种不可缺少的方法。特别是

对于 Pre-IPO 的项目公司,用市盈率的计算方法更为直接简便。

(三) 通过与价值已知的可比公司的比较来评估

相比较的公司的股权也许最近刚刚出售,所以价值已经知道。这种直接比较的方法,有时也被称为直接资本化方法。通常先要计算某些比率,然后将这一比率乘以评估公司的利润,便得到评估公司的市场价值。这一方法是一个相当简单的方法,在实践中广为采用,它可以避免评估当中许多棘手的问题。

(四) 折现现金流量法

先预测一个公司未来将获得的现金流量,然后将这些现金流量折现,得出公司股权持有人所拥有的价值,这种方法被称为折现现金流量法。它含有这样一个假设:不管一个公司生产什么样的产品,投资者之所以会持有该公司的股权,是因为他们盼望这些股权为他们产生未来的收益。期望的未来现金收入越多,收益的时间越近,投资者对公司股权的估值就越高。

根据上述四种基本方法,再加上每种方法有若干个变型,就会得出一套价值指标,然后将这些得自不同方法的指标进行合成,最后得出公司的最终价值。

作为投资经理,有时还需要一种直觉的判断,即究竟哪些因素最有可能影响公司的价值。据此也可作出一些有效的决策。当然,投资经理对于目标公司在市场上的价值没有一定

程度的知识与认识,是不可能作出符合价值最大化的决策的。

六、如何阅读财务报表

在企业众多的财务报表中,对外公布的报表主要是资产负债表、利润及利润分配表、财务状况变动表。这三张表有不同的作用。简单地说,资产负债表反映了某一时期企业报告日的财务状况,利润及利润分配表反映企业某个报告期的盈利及分配情况,财务状况变动表反映企业报告期营运资金的增减变化情况。为了充分反映企业财务状况,有关规定还要求公布财务报表的附注说明。此说明乃是报表的一个有机组成部分。为读懂这些报表,作为阅读者应该具备一些基本的会计知识。你如果掌握了基本会计知识,就能较为顺利地读懂财务报表。这些知识掌握得越好,理解也会越深刻。一般来说投资经理阅读报表时主要注重于:

- 股东权益的变化及股东权益是否受到伤害;
- 企业的财务成果及其盈利能力;
- 企业的财务状况及偿债能力;
- 企业的经营状况及经营能力。

这些方面影响投资效益,一般应予以关心。

阅读的过程可分为三步:

1. 一般阅读财务报表

在一般阅读时,应注意:

(1) 阅读注册会计师的鉴证意见,以了解注册会计师对报表的意见,尤其要注意查账报告中注册会计师特别说明的内容部分;

(2) 明确报表编制的报告日或报告期,明确报告的口径和范围;

(3) 明确报表编制的方法,例如是公司本部报表,还是合并报表;

(4) 审读报表各项日的填写情况;

(5) 检查报表的勾稽关系。

通过这些方面的阅读和考虑,在形式上对报表有一个初步的了解。有时通过初步阅读就可发现一些问题。如果有问题,则应予以认真的思考。例如,某家公司 2004 年 2 月 16 日通过的利润分配方案,其利润分配是何时进行的?是否应该在 2004 年的利润表中反映?某家公司资产负债表的未分配利润与利润分配表上的未分配利润有没有合理的勾稽关系?该公司为什么不编合并报表?如果编合并报表结果有何变化?长期投资的情况如何?投资金额是多少?投资金额占被投资单位股权或债权的比例是多少?公司税金交纳情况如何?税收方面所享受的优惠政策及截止日期是否明确?是否存在应该填写的项目没填写,如资产负债表上法定公积金、公益金的数字等?

2. 仔细阅读研究会计报表的各个项目,即会计报表的主要内容

在阅读时应做到:

(1) 尤其要注意金额较大项目,了解其影响;

(2) 应该结合报表附注说明分析项目结构;

(3) 同企业上期数据比较,分析其变化趋势;

(4) 分析这些数据变化的合理性等。如果应收款太大,就要分析其结构如何,并应该进一步阅读附注说明。

3. 进行财务会计指标分析

在分析时通常主要应考虑：

(1) 偿债能力指标,包括流动比率、速动比率。流动比率通常以 2 为好,速动比率通常以 1 为好。但分析时要注意到企业的实际情况；

(2) 反映经营能力的指标,如在企业负债率较高情况下,应收账款周转率、存货周转率等。周转率越快,说明经营能力越强；

(3) 获利能力指标,如股本净利率、销售利润率、毛利率等。获利能力以高为好；

(4) 权益比例,即分析权益、负债占企业资产的比例。其结果要根据具体情况来确定优劣。

如会计报表上已附着计算好的分析指标,阅读者可以借助于这些指标来对企业作简单评价。但在运用这些指标时,尤其要注意：

(1) 指标计算口径的合理性；

(2) 理解指标计算的说明；

(3) 必要时进行复算。

如果对报表公布的数据有不同看法,投资经理可根据自己所认为的合理口径进行重新计算,并与原计算结果进行核对。

通过阅读报表,不仅能够掌握目标企业的财务状况,还可以为采取何种方式进行投资提供依据。增资和转股各有利弊,一般来说,采用增资方式可以使注入资金留在项目公司里,但同时也会增大资产规模,降低净资产收益率。同时,要获得同等比例的项目公司股权,增资所需投资金额度要高于转股的资金需求。如果企业资产负债率高,资金紧张,应优先

考虑增资方式,反之则采用转股方式较为理想。

七、投资过程中有哪些避税技巧

企业在资金投向和投资额度的选择上,除必须考虑资源供给的约束和市场需求的约束外,还应该注重投资环境因素,而税收高低则是构成投资环境优劣的一个重要方面。在进行投资预测时,首先必须考虑能够获得多少收益,其次就是考虑所获效益真正归属自己的又是多少。在这一方面,税负水平具有决定性作用。因为不同产业部门、不同地区的企业,课税的税率及税种是有很大差别的,而且对生产性企业 and 非生产性企业的投资优惠也不一样。

(一) 避税的定义

避税究竟合法不合法?为了弄清这个问题,必须对避税和节税、偷税、漏税等有关定义进行商讨。

1. 节税

节税也称为税收筹划,是纳税人在法律规定的许可范围内,根据政府税收政策导向,通过对经营活动的事先筹划与安排,进行纳税方案的优化选择,以尽可能减轻税收负担,获得正当的税收利益的行为。其特点在于合法性、筹划性和目的性。如某市经上级批准建立经济技术开发区,政府为了吸引外资和开发商,出台了许多优惠政策,其中包括企业三年内免交企业所得税。某公司原打算在别处设立公司,经利税筹划,决定利用政府的税收导向,在该市经济技术开发区投资建立

公司,因此,该公司可减少三年的税收负担,获得了正当的税收利益。节税是合法行为,从法律角度讲不应该反对而应该保护。

2. 偷税

偷税也称逃税,一般是指纳税人违反税收规定,不缴或少缴应纳税的行为。偷税是一种非法行为,是以非法手段逃避或者减少纳税义务。实际工作中,偷税可包括单纯的或者无意识的违法行为和故意违法行为两种。由于纳税人不熟悉税法规定以及财会制度或工作粗心大意而漏报应税项目,或者因不了解税目、税率等原因造成偷税,这种无意识偷税也称漏税。而纳税义务人以欺骗、隐瞒等人为手段,故意不缴或少缴应纳税款的行为,则称为偷税。一般把上述两种行为合称为偷漏税款。

综上所述,节税和偷税两者有明显区别。

3. 避税

避税是常常引起人们争议的概念。一般认为,避税是纳税人以不违反税收规定为前提而减少纳税义务的行为,通常表现为纳税人通过个人或企业活动的巧妙安排,谋取税收利益。避税和偷税是两个不同的概念。避税是利用税法中某些规定或税收鼓励来达到减税的目的,因此并不违法;而偷税是非法的,是违法犯罪行为。

(二) 常见的避税方法

利用税法中有关对投资减税优惠的规定,选择不同的投

资方案,可以达到减轻税收负担的目的。国税法规定,对不同行业、地区、产品以及不同的投资方式,采用不同的税收政策。按照公司法的有关规定,企业向投资者分配的利润都是在税后进行的,所以,不同的税收政策,直接关系到企业最后投资收益率的高低。

1. 考虑地区、行业和企业规模的问题

凡是在经济特区、沿海经济开发区、经济特区和经济技术开发区所在城市的老市区以及国家认定的高新技术产业区、保税区设立的生产、经营、服务型企业和从事高新技术开发的企业,都可享受较大程度的税收优惠。开发区除了适用一定的优惠税率外,还根据各自的具体情况设立了一些地区性的财政奖励扶持基金,用于返还企业的所得税、营业税和增值税,另外对个人所得税也采取了优惠的税率。

另外国家规定对设在西部地区的外商投资企业,在现行优惠政策执行期满后3年内,按15%的税率征收企业所得税。投资经理在筹划时,就要注意该政策具体执行的地域范围是西部。

又如,从生产经营规模看,凡年应税销售额在180万元以下的商业企业,均为小规模纳税人,按4%的征收率征收增值税;属于小规模的企业则按6%的征收率征收增值税等等。诸如此类的规定,应该在企业的立项、布点、组建之前以及生产经营的过程当中有针对性地加以充分考虑。

2. 投资单位组建形式的选择

投资者在投资组建新企业时应考虑选择恰当的组建形式,因为不同的企业形式直接影响着投资者的利益。例如,我

国税法规定,投资生产性的外商企业,经营期在 10 年以上的,从开始获利年度起,第一年和第二年免征企业所得税,第三年至第五年减半征收企业所得税;而对从事农林牧业、能源、交通、港口、码头、机场以及产品出口和先进技术的外商企业规定了更优惠的税收政策,除享受“两免三减半”优惠外,经国家税务局批准,在以后的 10 年内可继续按应纳税额减征 10%—30%的企业所得税。

3. 投资减免税行业

以下行业具有免税优势:托儿所、幼儿园、养老院、残疾人福利机构提供的养育服务;婚姻介绍、殡葬服务;医院、诊所和其他医疗机构提供的医疗服务,免缴营业税。

另外,参股企业可通过综合利用“三废”开发产品从而享受减免待遇。如企业在产品设计规定之外,利用废弃资源回收生产的各种产品;利用盐田水域或电厂热水发展养殖所生产的产品等。当然,在利用综合避税时,应具备两个前提:一是使自己的产品属于减免税范围,并且得到有关方面认可;二是避税成本不能太大。如果一个企业本不是综合利用型企业,为了获得减免好处,不惜改变生产形式和生产内容,将会导致更大的损失。

4. 利用资本结构优化带来的税收抵扣

如果一家企业总资产 1 亿元,净资产 1 亿元,年经营利润为 2 000 万元,扣除税前所得税 660 万元,净利润 1 340 万元,投资回报率为 13.4。事实上这家企业完全可以采用另外一种更为有效的资本结构:总资产 1 亿元,净资产 5 000 万元,贷款 5 000 万元,年利率 6%。年经营利润为 2 000 万元,扣除贷款

利息 300 万元,税前利润 1 700 万元,再扣除税前所得税 561 万元,净利润 1 139 万元,投资回报率为 22.8%。显然后一种资本结构更有益于股东权益增值。

5. 关联企业的定价转移

一家被列为农业产业化龙头的集团公司,下辖两家从事农产品加工的子公司。按照政策,主业为初加工产品的 A 公司享受免税政策,而主业为深加工产品的 B 公司则需按 33% 税率纳税,A 公司的副产品是 B 公司的原料。于是集团公司可以让 A 公司提高供应给 B 公司的初加工产品价格。通过价格转移使 B 公司维持零利润,实际利润转移到免税的 A 公司。

(三) 其他避税方法

1. 收购亏损企业

一般国家的税法中都规定,对企业的亏损准予结转。如有盈利的公司收购有累积亏损的注册公司,通过合并或其他方法,将利润转移到亏损公司的账面上,表面上冲抵亏损,实际上却隐蔽了利润,减少了税收负担。另外通过改变亏损公司的营业范围,使其和本公司经营同样有利润的生意,利用其累计亏损抵消将来的利润,同样可以达到避税的目的。

2. 利用组织形式进行避税

子公司和分支机构由于存在是否具备法人身份上的区别,在税收待遇上存在很大差异,而这种差异的存在为股权投资者进行投资方向的选择提供了很大的灵活余地,使避税成

为可能。根据初始选择的一般特点,公司初创阶段,发生亏损的可能性比较大,很多投资者多半选择设立分支机构,从而冲抵总公司的利润,减少税收;一旦企业进入盈利阶段,则往往设立具有独立法人地位的子公司,以享受当地政府提供的很多税收优惠。

3. 境外投资公司抽回或变相抽回资本本息

目前定期偿付外方本息、固定向外方支付利润的生产性合作企业数量很多,其中有些企业利用包税条款转移税负进行避税。这种合作形式对中方来说,能够享受免征进口环节的工商统一税及关税;可以得到自营进出口权,免征流转税;生产性企业可享受“两免三减半”所得税优惠。对外方而言则是税收优惠政策让中方用好、用活,外商可以不担风险,分得利润。

八、律师如何进行尽职调查

(一) 尽职调查的重要性

尽职调查是服务性中介机构的一项专门职责,即参与公司投资活动的中介服务机构必须遵照职业道德规范和专业执业规范的要求,对目标公司进行必要调查和核查,对调查及核查的结果进行分析并作出相应专业判断。通过尽职调查,可以使投资方在收购过程的开始阶段即得到有关目标公司的充分信息。

律师的尽职调查是指律师对目标公司的相关资料进行审查和法律评价。它是由一系列持续的活动所组成的,不仅涉

及到公司信息的收集,还涉及律师如何利用其专业知识去查实、分析和评价有关的信息。

律师的尽职调查的意义在于,使投资方掌握目标公司的主体资格、资产权属、债权债务等重大事项的法律状态,对可能涉及的法律上的情况了然于胸;同时还可以了解哪些情况可能会对投资方带来责任、负担,以及是否可能予以消除和解决,从而避免投资方在缺少充分信息的情况下,或在没有理清法律关系的情况下作出不适当的决策。

(二) 律师尽职调查的主要内容

律师是发现和防范风险的专业人士。作为专业人士,其职责是运用其所掌握的法律知识、专业技能、实际操作经验来查实、分析和评价目标公司有关涉及法律问题的信息。通常律师尽职调查包括以下内容:

1. 目标公司的主体资格及本次投资批准和授权

公司投资实质上是市场经济主体之间的产权交易,这一产权交易的主体是否具有合法资质是至关重要的。如交易主体存在资质上的法律缺陷,轻则影响投资的顺利进行,重则造成投资的失败,甚至可能造成投资方的重大损失。

目标公司的资质调查包括两个方面的内容,一是调查目标公司是否具备合法的主体资格,主要是了解目标公司的设立是否符合法律的规定,是否存在影响目标公司合法存续的重大法律障碍等等;二是若目标公司经营的业务需要特定的资质证明或认证,如医药企业、建筑企业、房地产开发企业必须具备相应的特殊资质,则对上述资质的调查也是尽职调查

必须包括的范围。

在公司投资实践中,投资方可以采取多种途径获得目标公司的控制权。不同的投资方式和目标公司性质差异,有可能导致需要不同形式的批准方式。对于公司制企业,可能是由董事会或股东大会批准,对非公司制企业,可能是由职工代表大会或上级主管部门批准。只有在得到所必需的批准的情况下,投资才能合法有效。这一点可以通过考察目标公司的营业执照、公司章程等注册文件或其他内部文件来了解。此外,还必须明确投资方欲收购的股权或资产是否为国有资产,如为国有资产,整个投资还需要取得国有资产管理部门的确认和批准;如果目标公司为外商投资企业,还必须经外经贸管理部门的批准。

律师在尽职调查中,不仅要查证是否获得批准,还要查实批准和授权的内容是否明确、肯定及其内容对此次投资性可能造成的影响。

2. 目标公司章程的审查

公司章程是一个公司的“宪法”,是体现公司组织和行为的基本规则的法律文件。近年来随着公司投资活动的发展,在公司章程中设置“反收购条款”作为一项重要的反收购策略也被越来越多的公司所采用。针对此种情况,律师必须审慎检查目标公司章程的各项条款,尤其要注意目标公司章程中是否含有“反收购条款”。例如,有关章程修改,辞退董事,公司合并、分立,出售资产时“超级多数条款”、“董事会分期、分级选举条款”的规定,公司章程中是否有存在特别的投票权的规定,以及反收购的决定权属于股东大会或董事会等等。如果上述条款的存在,有可能对收购本身及收购后对目标公司

的整合造成障碍,对此一定要保持高度的警惕。此外,某些程序性条款中的特别约定也可以在某种程度上起到反收购的作用,例如,在股东大会、董事会召开及程序、董事提名程序等方面存在特别约定等等。对此,在章程审查过程中也应给予足够的注意。

3. 目标公司各项财产权利的审查

目标公司的资产,特别是土地使用权、房产权、主要机械设备的所有权、专利权、商标权利等,应该是完整无瑕疵的,为目标公司合法拥有。律师对此审查的意义在于,发现或理顺目标公司的产权关系,确保投资方取得的目标公司的财产完整,不存在法律上的后遗症。

律师除审查相关的文件外,还应取得目标公司主要财产账册,了解其所有权归属、是否抵押或有使用限制,是否属租赁而来及其重置价格如何。投资方应从目标公司取得说明其拥有产权的证明。如果目标公司使用的一些资产系租赁而来,则应确定租赁合同的条件对收购后营运是否不利。这方面应审查的具体内容包括:

(1) 固定资产

应审查目标公司的主要房产的所有权证,主要房产的租赁协议;占用土地的面积、位置,土地使用权的性质(出让、租赁)以及占用土地的使用权证书或租用土地的协议;主要机器设备的清单,购置设备合同及发票、保险单;车辆的清单及年度办理车管手续的凭证、保险单等。

(2) 无形资产

主要应审查有关的商标证书、专利证书等。

(3) 目标公司拥有的其他财产的清单及权属证明文件

4. 目标公司合同、债务文件的审查

审查目标公司的对外书面合约,是投资活动中不可或缺的尽职调查内容。重点是对合同的主体、内容进行审查,要了解上述合同中是否存在纯义务性的条款和其他限制性条款,特别要注意目标公司控制权改变后合同是否仍然有效。对于合同中对解除合同的约定及由此而带来的影响,也是要予以关注的。

在债务方面,应审查目标公司所牵涉的重大债务偿还情况,注意其债务数额、偿还期限、附随义务及债权人对其是否有特别限制等。例如,有的公司债务合同中规定维持某种负债比率,不准股权转让半数以上,否则须立即偿还债务。对于这种在合同关系中所明确的在收购后须立即偿债的压力,应及时早察觉。

其他合同的审查,如外包加工及与下游代理商、上游供应商的合作合同上权利义务的规定、员工雇佣合同及与银行等金融机构的融资合同等也应注意审查,看合同是否合理,是否会有其他限制等。

在对目标公司进行债权债务的尽职调查中,特别要注意查实以下几点:

- (1) 贷款文件:长短期贷款合同和借据(如为外汇贷款,则包括外汇管理机构的批文及登记证明);
- (2) 担保文件和履行保证书(如为外汇担保,则包括外汇管理局批文及登记证明);
- (3) 资产抵押清单及文件(包括土地、机器设备和其他资产);
- (4) 已拖欠、被索偿或要求行使抵押权之债务及有关安排;
- (5) 有关债权债务争议的有关文件。

5. 目标公司正在进行的诉讼及仲裁或行政处罚的审查

除了对公司对外有关的合同、所有权的凭证、公司组织上的法律文件等均需详细调查外,对公司过去及目前所涉及的诉讼案件更应加以了解,因为这些诉讼案件会直接影响目标公司的利益。

这些可通过以下内容的审查来确定:第一,与目标公司的业务相关的较大金额的尚未履行完毕的合同;第二,所有关联合同;第三,与目标公司有关的尚未了结的或可能发生的足以影响其经营、财务状况的诉讼资料,如起诉讼、判决书、裁定、调解书等;第四,了解目标公司是否因为环保、税收、产品责任、劳动关系等原因而受到过或正在接受相应行政处罚。

(三) 需要特别注意的几个问题

1. 土地及房产、设备的权利及限制

根据我国的有关法律、法规,土地是有偿出让使用权的资产,而土地与地上附着物必须一起出让、设置抵押等。土地房产的价值取决于其权利状况。以划拨方式取得的土地和以出让方式取得的土地,工业用地和商业开发用地,拥有 70 年使用权和仅剩 10 年、20 年使用权的土地,在价值上相差甚大。抵押的土地和房产引起转让是否受到限制,有没有设定抵押,价值上也有相当的差距。因此,需要事先对其权利状况加以注意。

2. 知识产权

在一些公司中,以知识产权形式存在的无形资产的价值远高于其有形资产的价值。专利、贸易商标、服务商标都可以

通过注册而得到保护；而技术秘密和其他形式的保密信息，虽然不公开但同样受法律保护。上述知识产权可以是目标公司直接所有，也可能是目标公司仅拥有所有权人授予的使用许可，或目标公司已许可他人使用。因此，应对上述知识产权的细节进行全面的审查，而不应仅限于审查政府机关颁发的权利证书本身。对于注册的知识产权要进行包括注册和续展费用支付情况的审查，有关专利的到期日期应予以特别的注意。对服务和贸易商标应当确认注册权人的适度使用情况，对于根据许可证而享有的权利或因许可证而限制使用的情况，应当对相应的许可协议进行审查，明确许可的性质，以确保不存在有关因控制权转变而终止许可的条款。上述审查的目的在于，确保投资方在投资完成后能继续使用上述无形资产并从中获益。

3. 关键合同及特别承诺

就大多数公司而言，在对外签署的大量合同中，总存在一部分特定的合同，它们对公司的发展起着至关重要的作用。这些关键合同通常包括长期购买或供应合同、技术许可安排等等，这类合同中的另一方往往与公司或公司的实际控制人之间存在长期的良好合作关系，而这种合作关系同时也是合同存在的基础。因此，对此类合同，应特别注意是否存在特别限制条款。例如，在一方公司控制权发生变化时，合同另一方有权终止合同等等。

此外，还应注意上述关键合同中是否存在异常的或义务多于权利的规定，是否存在可能影响投资方今后自由经营的限制性保证，是否存在可能对投资方不利的重大赔偿条款等等。

综上所述,律师在尽职调查中所查实的事实,所进行的法律分析及评价和结论,对投资各方的影响重大,是各方决策者进行决策的主要依据之一。所以,律师对此业务的履行必须慎之又慎,不能有丝毫马虎懈怠心理,更不能应付了事,必须以一个执业律师的职业精神来对待和完成自己的职责。

九、企业改制有哪些流程

投资公司能够为参股企业提供的增值服务主要体现在现代企业治理结构的建立和资本市场的运营,因此,企业改制是其中至关重要的一个环节。本节重点介绍一下企业改制的基本流程。

(一) 企业改制重组模式分析

一般来说,企业改制重组可以采取以下四种方式:

1. 整体重组模式

即将拟改制企业非经营性资产剥离之后进行招股募资,原企业法人资格相应取消,由新设立的股份公司进行替代。

此模式的优点是:

- (1) 企业的主要生产要素在重组后改变不大,有利于保持企业运行的连续性;
- (2) 对非经营性资产的剥离比较容易,重组时间较短;
- (3) 公司管理层次比较简单;

(4) 关联交易少,有利于强化信息公开披露制度,充分地
进行信息披露,增加公司运作的透明度。

此模式的缺点是:

(1) 不适应规模较大的企业集团的重组,在资本运作上
缺乏回旋的余地;

(2) 企业在重组时难以剥离不产生经济效益的资产,不
利于企业减员增效,从而不利于提高企业资产的营运质量。

该模式的适用对象是:新建企业,或“企业办社会”的内容
较少且效益较好的老企业;已进行多项社会保障制度改革的企业;
已有的股份公司。

2. 发起设立模式

即原企业剥离非经营性资产之后,联合其他发起人共同
发起设立股份有限公司,实现整体上市,原企业法人资格相应
取消,由新设立的股份公司进行取代。

此模式的优点是:

- (1) 基本具有整体重组模式的优点;
- (2) 有利于提高上市公司的总体竞争力;
- (3) 有利于增强企业的筹资能力;
- (4) 有利于企业按照新的运行方式运行。

此模式的缺点是:

- (1) 基本具有整体重组模式的主要缺点;
- (2) 协调工作多,工作量大,耗时长。

该模式的适用对象具备以下特点:具备整体重组模式的
主要条件;具有较好的合并对象;可以提高企业今后的上市
效果;企业职工的社会保障机制和住房分配制度等已基本市
场化。

3. 分立重组模式

即为分立改制重组模式,也称为部分改制重组模式。它是将被改制企业的专业生产的经营管理系统与原企业的其他部门相分离,并分别以非经营性资产为基础成立两个(或多个)独立的法人,直属于原企业母公司(成为原企业的全资子公司,并可以作为高科技企业的“孵化器”),原企业的法人地位自动丧失;再将经营性资产重组为股份公司,成为原企业的控股子公司。

此模式的优点是:

- (1) 剥离非上市部分,有利于优化上市主体,改善上市公司的内在质地;
- (2) 有利于避免资产的流失,促进资产的保值、增值;
- (3) 促使非上市部分逐步走向市场;
- (4) 有利于促进上市公司的规范运作;
- (5) 有利于优化管理层次,提高上市公司的管理效率。

此模式的缺点是:

- (1) 重组的难度大,耗时长;
- (2) 会计审计的难度大,其准确性受到影响;
- (3) 容易产生职工对重组的抵触情绪;
- (4) 上市公司与非上市的主体之间存在多方面的关联交易,处理较为复杂。

该模式的适用对象是:企业非生产经营系统的数量大且效益低;企业辅助生产系统的数量大且效益低;企业的生产性系统中有大量效益低下的资产。

4. 梯级重组模式

即将被改制企业专业的生产经营系统改组为股份公司,并引进外部资源即战略合作伙伴,原企业成为控股公司;将原

企业非专业的生产经营系统改组为控股公司的全资子公司。

此模式的优点是：

- (1) 原企业拥有的某些权利和利益仍然存在；
- (2) 成为企业战略发展的重要措施；
- (3) 有利于控股公司从整个集团利益出发来运筹资金；
- (4) 有利于促进上市主体的债务重组；
- (5) 有利于上市主体削减冗员，提高上市公司的营运质量和运作效率；
- (6) 在集团内部可以比较容易地处理上市主体与非上市主体之间的矛盾。

此模式的缺点是：

- (1) 使其关联交易更加复杂，造成上市后的信息披露更为困难，导致信息披露不充分，透明度不高；
- (2) 上市公司难以摆脱原有体制的束缚，使得其运行带有旧体制的痕迹；
- (3) 非上市部分缺乏真正走向市场的动力，难以提高市场竞争能力。

(二) 企业改组为股份有限公司的程序

1. 确定改制总体方案

企业改制、重组的总体方案包括资产重组方案和股票发行方案。企业进行改制、重组的主要目的是为了使企业达到上市的标准。制定企业改制、资产重组的总体方案是完成公司股份制改造后进行上市工作的前提，它是改组的总纲，说明了改建为股份有限公司的资产负债的框架，包括企业的历史沿革，改组的主要原因、目标和基本原则，股权结构与股权管理

方案,资产剥离的内容、程序与处理方式,募集资金的投向,企业发展前景,对股民的回报,企业的法人治理结构、运行机制与管理制度等。如果方案无法确定或是经常变动,将会给企业带来极大的损失。公司改制总体方案的要求和内容主要包括:

(1) 除了遵循国家现行法律、法规、规章外,还需请示政府及行业主管机关,明确相关政策性问题,使得企业高级管理层及相关管理人员明确改组的法律依据、规范准则和重要事项的处理原则;

(2) 申请发行规模;

为了确定发行规模,首先需要确定资金需求量,根据已经批准的项目,明确共需投入多少资金。在此基础上,再明确近期内需要投入多少资金;其次应根据当时股票市场的行情,预定发行价格;最后,根据近期资金需求量和发行价格,确定发行规模,并申请批准;

(3) 资产重组的设想。

所谓资产重组,是指企业改制为股份有限公司或企业为准备上市而改制为股份有限公司时,将原企业的资产和负债进行合理的划分,经过合并或分立等方式,对企业资产和组织重新组合和设置,包括固定资产的重组,流动资产的重组,长期投资、短期投资的重组,无形资产的重组以及债权债务的重组等重要内容。

制定改制总体方案时应从企业根本需要和发展战略出发,充分听取主承销商或保荐人、发行人律师等中介机构的意见及建议,使方案设计既合理合法,又具备可操作性。

2. 清产核资

清产核资分为三个步骤:

- (1) 组织清产核资小组,熟悉企业的财务账目和资产情况;
- (2) 开展清产核资工作,对企业资金、有形资产、无形资产进行清点和建账;
- (3) 整理并提出清产核资报告。

3. 聘请中介机构并开展相关工作

券商、财务顾问、律师、会计师等中介机构的参与是企业股份制改组必不可少的环节。包括:

- (1) 聘请资产评估公司对投入股份公司的资产进行评估,进行产权界定;
- (2) 聘请律师事务所对企业改组的重大行为进行法律论证和签署法律意见书;
- (3) 聘请会计师事务所对企业改制前3年的财务进行审计,对企业的债权债务进行清理和划分;
- (4) 聘请券商和财务顾问,就企业股改方案、规划与实施进行咨询。

4. 发起人认购公司应发行的股份并缴纳股款

在完成上述工作的基础上,发起人首先应确定公司的股本总额,每一个发起人都应当以书面的方式承诺自己将要购买的股份。发起人认购股份后,应当缴纳其所认购股份的全部金额;如果发起人是以实物、工业产权、非专利技术及土地使用权出资,应依法办理财产权转移手续,将财产权由发起人转为股份公司所有。

5. 选举股份公司的董事会及监事会成员

发起人交清全部出资后,应召开股东会选举公司董事及

监事,组成公司的董事会和监事会。

6. 申请设立

发起人在交付全部出资并选举出董事和监事后,由董事会向公司审批机关申请设立股份有限公司。地方性企业应当向省级或计划单列市的人民政府申请设立,部属企业或中央直属企业向国务院授权的审批机关申报设立,并报送相关文件。

7. 向工商行政管理机关申请工商登记

发起设立的股份有限公司在经有关审批机构批准同意后,由即将成立的股份公司董事会依法向工商行政管理机关提出工商登记的申请,并报送有关文件,登记注册。报送的有关文件主要有:登记申请书,国务院授权的部门或省级或计划单列市人民政府的批准文件、公司章程、验资报告等。如果公司符合公司法规定的条件,经工商登记机关对公司董事会报送的文件审核无误后,符合法定条件的,将获准登记并取得《企业法人营业执照》。

(三) 股份有限公司改制为上市公司的步骤

股份有限公司改制为上市公司是公司发展的质的变化阶段,它又可分为两种情况。

1. 发起设立股份有限公司

首先是进行改制的总体策划:

(1) 拟定改制方案;

(2) 使改制的企业达到增资、公开发行新股的条件,即达到《公司法》第 137 条规定的公司发行新股的条件;

(3) 提请股东大会作出增资公开发行新股的决议,并经国务院证券管理部门批准同意。

其次起草有关文件、协议,包括:

- (1) 招股说明书的起草;
- (2) 认股书的起草;
- (3) 承销协议的起草;
- (4) 上市公告书的起草,等等。

2. 定向募集的股份有限公司

定向募集的股份有限公司改制成上市公司的步骤一般如下:

第一,制定改制的总体方案。拟定改制方案,由省级政府体改部门会同审批。

第二,按照《公司法》进行规范。

第三,企业按照证鉴会的有关文件规定对原定已发行股票进行托管确认工作,使流通股份的托管确认率达到 95% 以上,非流通股份的托管确认率达到 100%。

第四,起草有关文件、协议包括股票托管情况报告、上市申请报告、公司章程、上市公告书及相关的法律意见书。

(四) 国有企业改制有哪些程序

1. 改制程序

表 2.4 是某地国有企业改制程序。各地审批程序大同小异,受《企业国有资产监督管理暂行条例》的规范,在具体实施过程中可根据企业实际情况进行方案的设计:

表 2.4 国有企业改制程序

阶 段	内 容
前期准备阶段	<ol style="list-style-type: none"> 1. 成立改制工作领导小组。组长由企业主要领导担任，同时建立相应的办事机构，负责日常工作。 2. 制定工作规划，做到有计划有步骤地实施。 3. 做好调查摸底和宣传、动员工作。
申请阶段	<ol style="list-style-type: none"> 1. 企业向上级主管部门(或政府授权投资主体)上报改制申请。 2. 上级主管部门(或政府授权投资主体)批准改制申请后，由企业向同级财政部门申请资产评估立项。 3. 聘请具有评估资格的中介机构进行资产评估。(按照国务院《关于规范国有企业改制工作的意见》还必须对拟改制国有企业进行清产核资，财务审计。) 4. 向同级财政部门申请进行国有资产评估确认。
制定方案阶段	<ol style="list-style-type: none"> 1. 制定改制方案、公司章程。 2. 征求职工及有关部门意见。 3. 确定改制方案和公司章程。
申请报批阶段	<ol style="list-style-type: none"> 1. 审批权限 <p>市级中小型企业改制方案由市政府授权投资主体或主管部门审批，报送市经委备案；市级大型企业改制方案由市经委审批；市级特大型企业和市政府授权经营企业改制方案由市经委组织论证，并报送市政府审批。各区县(自治县、市)企业改制方案由区县(自治县、市)政府审批。</p> <p>市级以上企业改制，涉及财政、劳动保障、工商、税务、国土房屋、银行等政策，先由企业和审批部门与有关部门协商，未决问题由市经委负责协调；区县(自治县、市)企业由当地政府指定部门协调。</p> 2. 市级大型企业、特大型企业和市政府授权经营企业改制方案报批程序 <ol style="list-style-type: none"> (1) 向主管部门(或政府授权投资主体)申报改制方案、公司章程。 (2) 主管部门(或政府授权投资主体)批复或按审批权限出具初审意见后报送市经委；市经委按审批权限或出具审核意见后报市政府审批。

续表

阶 段	内 容
	3. 申报材料 (1) 申请; (2) 主管部门(或市政府授权投资主体)初审意见或市经委审核意见; (3) 改制方案; (4) 公司章程; (5) 国有资产评估确认书; (6) 发起人正式协议; (7) 企业职工会决议。
其 他	1. 如果职工自愿购买国有股权,应在相应阶段增加: (1) 职代会决议通过书; (2) 股权出售办法; (3) 职工自愿购买国有股权的申请书; (4) 主管部门(或市政府授权投资主体)与企业职工购买国有资产协议书; (5) 国有资产处置及股权管理批文; (6) 银行债权承转协议。 2. 特殊行业,须有行业准入的批复。

2. 改制工作涉及的重要问题

(1) 清产核资

国有企业改制,需要对企业各类资产、负债进行全面清查,核实和界定产权归属,并根据有关规定认定资产损失,对已经确认的坏账、资产损失等不良资产进行核销与剥离。

(2) 财务审计

国有企业改制,须由直接持有该国有产权的单位决定聘请具备资格的会计师事务所进行财务审计。改制为非国有的企业,还须按照国家有关规定对企业法定代表人进行离任审计。

(3) 资产评估

国有企业改制,必须依照《国有资产评估管理办法》(国务

院令第 91 号)聘请具备资格的资产评估事务所进行资产和土地使用权评估。国有控股企业进行资产评估,要严格履行有关法律法规规定的程序。向非国有投资者转让国有产权的,由直接持有该国有产权的单位决定聘请资产评估事务所。企业的专利权、非专利技术、商标权、商誉等无形资产必须纳入评估范围。评估结果由依照有关规定批准国有企业改制和转让国有产权的单位核准。

(4) 交易管理

非上市企业国有产权转让要进入产权交易市场,不受地区、行业、出资和隶属关系的限制,并按照《企业国有产权转让管理暂行办法》的规定,公开信息,竞价转让。具体转让方式可以采取拍卖、招投标、协议转让以及国家法律法规规定的其他方式。

(5) 定价管理

按照国资委的规定,向非国有投资者转让国有产权的底价,或者以存量国有资产吸收非国有投资者投资时国有产权的折股价格,由依照有关规定批准国有企业改制和转让国有产权的单位决定。底价的确定主要依据资产评估的结果,同时要考虑产权交易市场的供求状况、同类资产的市场价格、职工安置、引进先进技术等因素。上市公司国有股转让价格在不低于每股净资产的基础上,参考上市公司盈利能力和市场表现合理定价。

(6) 转让价款管理

国资委规定,转让国有产权的价款原则上应当一次结清。一次结清确有困难的,经转让和受让双方协商,并经依照有关规定批准国有企业改制和转让国有产权的单位批准,可采取分期付款的方式。分期付款时,首期付款不得低于总价款的

30%，其余价款应当由受让方提供合法担保，并在首期付款之日起一年内支付完毕。

转让国有产权的价款优先用于支付解除劳动合同职工的经济补偿金和移交社会保障机构管理职工的社会保险费，以及偿还拖欠职工的债务和企业欠缴的社会保险费，剩余价款按照有关规定处理。

(7) 债权人关系处理

国有企业改制要征得债权金融机构同意，改制方案需充分考虑债权人方面的因素，方能顺利实施。

(8) 职工安置

国有企业改制方案和国有控股企业改制为非国有的企业的方案，必须提交企业职工代表大会或职工大会审议，其中，职工安置方案需经企业职工代表大会或职工大会审议通过后方可实施改制。

改制为非国有的企业，要按照有关政策处理好改制企业与职工的劳动关系。改制企业拖欠职工的工资、医疗费和挪用的职工住房公积金以及企业欠缴的社会保险费等要按有关规定予以解决。改制后的企业要按照有关规定按时足额交纳社会保险费，及时为职工接续养老、失业、医疗、工伤、生育等各项社会保险关系。

职工安置方面，各地依据中央的法律规范均出台有地方具体政策。

(9) 管理层收购

向本企业经营者转让国有产权须按照国家有关规定，以及《关于规范国有企业改制工作的意见》各项要求，履行相关程序。向本企业经营者转让国有产权方案的制定，由直接持有该企业国有产权的单位负责或其委托中介机构进

行,经营管理者须回避转让国有产权的决策、财务审计、离任审计、清产核资、资产评估、底价确定等重大事项。经营管理者筹集收购国有产权的资金,要执行《贷款通则》的有关规定,不得向包括本企业在内的国有及国有控股企业借款,不得以这些企业的国有产权或实物资产作标的物为融资提供保证、抵押、质押、贴现等。经营管理者对企业经营业绩下降负有责任的,不得参与收购本企业国有产权。

3. 存在问题

国企改制中蕴含大量投资机会,但是要把握这个历史性的机会也是有相当难度的。目前很多地方就国有资产运营公司对参股、投资的下属企业能行使多大权利界定不清晰,一些国有资产管理公司蜕变成为“二政府”,人员也多是由地方相关部门公务员组成,管理效率低下,改制推进缓慢。一方面包袱重的企业很难找到乐于兼并的资本,另一方面经济效益比较好的托管企业国资管理部门又抓住不放,期望企业能够自我发展,成为新的利润增长点,因此国企改制的速度受到了一定程度的牵制。

“内部人控制”行为是很多国有企业普遍存在的一个问题。因此,在改制过程中不仅出现国有资产流失的现象,也会产生损害新进投资者利益的情况。在“内部人”未能获取既得利益的情况下,外来投资者很难进入。特别是经营多年的国有企业,内部人际关系复杂,外部投资者往往要协调平衡各种关系,事倍功半,甚至徒劳无功。故而甚至有业内人士指出“国退民进”更多的是“内部人”的机会,对于外来投资者,如果没有主管部门的人脉关系,很难抓到理想的投资机会。因此,股权投资公司参与国企改制要选准切入点,量力而行。

第三章 项目管理实务

投资交易的完成仅仅是价值创造之旅的起点。在做完尽职调查签署投资协议后,投资方面临着更为严峻的考验。投资后项目公司是否能够产生良好的经营业绩,直接决定股权投资的成败。项目管理是股权投资实现增值的必然阶段,也是整个股权投资运作过程中最为关键的环节。规范与监督,这是我们在项目管理实践中常常感到最棘手的问题。股权投资不仅要慎重选好项目,更重要的是对所投资的项目进行有效监督和事前、事中和事后管理,这既是规避风险的一个重要手段,也是公司生存发展的基础。

一、企业发展过程中有哪些常见问题

(一) 企业经营管理常见问题

投资经理往往受限于自己的专业背景,在项目管理过程中显现出一定的局限性。如具有技术背景的投资经理往往对市场营销等环节缺少判断分析能力,具有管理学背景的投资经理对业务相对生疏,而具有财经背景的投资经理可能会死扣财务报表数据,对项目企业的分析缺乏灵活性和前瞻性。当然,上述不足是可以通过工作实践不断得到弥补的。为此,

投资经理首先应当了解企业经营管理中可能产生的一些常见问题(见表 3.1)。

表 3.1 企业经营管理常见问题

问 题	表 现
股权	股权单一、股本较小、股本结构不理想。
资产	资产规模偏小,资产结构不合理,有形资产较小、无形资产较大,流动资产不足。
财务	缺乏健全的财务制度,缺乏合格的财务人员,缺乏有效的财务管理手段,财务工作未能在企业经营与管理中发挥出应有的作用。
团队建设	经营团队单薄,骨干队伍不稳定,员工激励机制未形成,企业文化建设空白,员工培训、轮岗、考核、奖励等工作较弱。
市场和营销模式	缺乏大量的合格的营销人员,缺乏市场销售的健全网络,宣传和市场推广策略差,营销模式、销售和资金回笼差。
今后发展目标定位	缺乏明确的长远的发展目标,缺乏明确细分的企业定位。

(二) 经营团队在成长与扩张期的常见问题与对策

处于成长期和扩张期的目标企业是股权投资公司的主要投资对象。“投资就是投入”,很多问题追溯到根源还是经营团队的问题。

由于企业规模扩张,管理渐趋复杂化并日益显示出其重要性。在创立期和生存期,占至关重要地位的技术创新问题已退居第二位。此时,经营团队早期存在的一些隐性问题日益暴露出来,并成为企业发展的关键因素。

1. 问题

(1) 经营团队的经营管理能力较低

表现为：产品决策和市场决策失误率较高，以及不懂或不重视财务管理，使企业的现金流出现严重问题。

(2) 自以为无所不能的信心膨胀

盲目追求高速增长，急功近利，追求轰动效应，有暴发户倾向。盲目追求跨行业、跨地区、跨国家。抱有“只有想不到，没有做不到”的心态，结果风风火火二三年便销声匿迹。

(3) 经营团队的思维出现僵化阻碍

如认识模式刚性化、缺乏知识创新能力、只能听到好消息而听不到不利消息。经营团队成员功成名就，对创新缺乏兴趣，不再钻研、学习和创新，核心成员个人权力膨胀，决策风险过大。

(4) 经营团队核心成员的不良个人因素

如某些核心成员的品德、心理素质较差，有的则性情孤僻，不善于团结他人；有的则讲裙带关系，任人惟亲，搞家族化管理等。这些都会严重地阻碍企业健康成长。

(5) 缺乏长远战略规划和具体目标，也就是所谓的立意不高

还有的企业创业者在取得初步成功之后，小富即安，对新的项目或提案缺乏果断决策，错失发展良机。

2. 经营团队的重新定位

企业的失败，绝大部分的原因是由于管理不善而导致的。对此，经营团队对此应有深刻的认识。海尔集团总裁张瑞敏曾说过：做企业就像在斜坡上推钢球，不进则退，没有第三条路可走。新创企业的失败主要是因为缺乏那些领导整个企业所有员工将企业这个钢球不断往上推的管理人才。

企业进入发展阶段，除了要内部挖潜，充分利用内部资源，更重要的是广泛利用外部的人、财、物、信息等资源，特别

是外部人力资源。在企业成长与扩张期,企业可充分利用的外部资源主要有:外部人才资源、外部资金、外部生产物资资源、外部信息资源。要充分利用外部资源,经营团队必须重新定位。也就是要正确地评估自己,要明确自己该干什么,有能力干什么,无能力干什么。

经营团队要着力于制定企业长远发展规划,着眼于企业的未来的发展大方向,并创造一种共同的愿望,激励企业员工朝这一目标奋斗。企业要广泛吸引优秀人才加盟。在内部积极培训、培育人才,在外部吸引有经验的高素质专业人士,使整个企业人才济济,同时,要创造条件让人才充分发挥作用。

3. 工作重心的调整

企业进入成长与扩张期,经营团队的工作重心是选择企业快速成长和扩张的方法,并解决随之而来的一系列可能产生的问题。在企业的成长期和扩张期,其管理工作内容虽有不同,但对经营团队来说,其工作性质基本相似,这里将其一并考虑,这些工作内容主要有:

(1) 设定企业目标和方向,制定企业长期战略规划,并根据内外环境的变化进行调整。

(2) 逐步建立某种稳定的组织结构,形成权力架构、工作分派和劳动分工,实行授权式管理。

(3) 在成长期,决定选择何种企业快速增长及成长方式。而在扩张期,则要决定企业进一步扩张的方法。

(4) 继续扩大招聘雇员,为雇员提供合适的岗位培训教育,以及配备现代化技术手段,提高工作效率。

(5) 筹措企业增长所需的发展资金。

(6) 建立企业文化。通过培训、教育、典范学习、案例分

析,逐步形成其独具特色的企业文化。

(7) 加强技术创新,增加资金投入,不断研发新产品和新服务,保持企业竞争力。

(8) 逐步建立各种规章制度、程序和培训系统并在实践中运用和完善。

(9) 逐步建立和完善企业治理结构机制,积极推进投资主体的多元化。

二、如何监控参股企业

投资公司一般通过项目组来完成对参股企业的监控。自资金投入至变现退出,项目小组对项目实行从谈判、投资、管理、收益全过程的动态管理。

(一) 项目小组组成

每个项目在正式立项后即设立项目小组,行使该项目全过程协调与管理职能,全方位实施项目管理。也有投资公司在项目投资后才成立项目小组或对原项目小组成员进行调整。

一般来说,每个项目小组设组长一名,项目小组的管理实施组长负责制,原则上项目小组由有行业和资产管理背景的项目经理人组成。为便于开展工作,通常项目组成员会兼任项目公司董事、监事、财务总监、副总经理等职务。

(二) 项目小组职责

项目小组要认真履行以下职责:

(1) 按月度收集参股公司的月度《资产负债表》、《利润表》和年度《现金流量表》等有关资料。投资公司财务部对收集的财务报告等有关资料进行财务状况分析,并报告投资公司总经理。

(2) 定期走访项目公司,深入调查研究,为企业提供咨询与服务。

(3) 认真监督项目公司的经营状况,努力维护公司的投资权益。

(4) 注重事前、事中和事后管理,及时发现问题,并及时反馈有关信息。

(5) 每个项目管理小组每月必须完成一篇关于项目动态进展情况的报告。

(6) 每个项目管理小组每半年必须完成一篇项目分析报告。

(7) 积极主动寻找潜在投资方,努力寻找资金变现和企业进一步发展的途径。

(8) 研究项目公司相关行业的发展状况,每年度完成一份行业分析报告。

需要说明的是,正式的监控诚然是必要的,但是非正式的沟通往往更为有效。投资经理可以凭借自己对行业及企业管理的深刻理解,与企业经营团队及业务骨干进行流畅的交流,形成信息的良性互动。这样,对企业动态的把握将更具有前瞻性,也有助于主动地发现并解决问题。

三、如何协调与参股企业经营者的关系

(一) 董事会的定位

著名经济学家吴敬琏有一次在回答关于职业经理人的话

题时说,销售额 1 000 万元的企业,请了职业经理人,老板干什么? 这话其实点出了中国企业的一个根本误区:董事会与经理层的分离,对占据了中国企业大多数的中小企业而言根本没有必要。董事会与经理层的两权分立不但没有好处,反倒会起羁绊作用,而很多董事长与总经理一体的企业运转反而正常。中国近 20 年来私营企业和乡镇企业经理一人决策,发展速度大大超过了一些国有企业;韩国以及与中国有较深文化渊源的其他东南亚国家的企业,广泛采用家族管理体系,很多也获得了巨大的成功。对中小企业而言,简单化的决策既直接有效,又迅速快捷,最利于企业的发展。如果要避免决策的个人化,完全可以通过智囊团的形式来解决。

对大企业而言,由于所有者缺位,或者由于企业规模庞大,股东对企业经营者实行有效监控很难,需要通过董事会帮助决策者进行集体决策,同时对经理层形成权力制衡。这时候,董事尤其是董事长的任职资格成为企业生存和发展的关键。通用汽车公司在其董事会治理准则中明确规定,董事会的责任是定期对管理层的政策和决策进行监控,董事会成员要保持适当的技能和特点,包括多样性、年龄、技能甚至国际化背景等。

需要说明的是,20 世纪 90 年代中期以来,风险投资在中国发展很快。很多创业投资公司也投资了规模较小的前期项目,这些项目的企业注册资本可能只有几百万元,它们也设立了董事会,而经营团队基本上是以创业者为核心建立的。在这种情况下,董事会与经营者之间的沟通又出现了许多新情况新问题。解决此类问题的方法和模式仍在探索之中。

(二) 管理沟通

董事会要与总经理形成良好的管理沟通,应该利用正式

沟通渠道模式和非正式沟通渠道模式一起来完成。正式的沟通渠道包括董事会会议、季度回顾会议、工作简报、工作备忘录、电话会议等等；非正式沟通渠道有闲谈、共进晚餐、娱乐活动等等，具体的沟通形式是多种多样的。

要特别加以强调的是，董事与总经理之间必须保持经常性的沟通，一个电话，一封电子邮件，一句温暖的话，不仅能获取或传达公司经营管理的信息，更能从心灵深处维系和强化总经理与董事会成员之间的真挚情感，增进相互间的信任和理解。而总经理与董事会良好的沟通，必将有助于总经理与董事会齐心协力，共同推动企业向更美好的未来发展。

任何沟通的灵魂和关键都是真诚、客观、友善的沟通态度，和互相尊重、互相学习、互相促进、智慧共享、平等互利、快速顺畅的沟通气氛或平台。总经理作为一个企业的最高行政长官，更应该深入研究管理沟通理论，提高管理沟通水平，倡导企业和个人良好的管理沟通文化理念，在董事会的领导和支持下，创建在经济和文化上均卓越的一流公司。

案例 3-1: 麦戈文的管理沟通艺术

身为信息媒体巨头国际数码集团(IDG)的掌门人，麦戈文很会处理与参股企业经营者的关系。他常常送给自己投资企业的当家人一些别致的礼物：望远镜、水晶锤、罗盘和鼠标。望远镜是鼓励创业者要有长远的眼光和开阔的视野，水晶锤代表坚定果敢、孜孜以求的创业品格，罗盘和鼠标则代表企业在逆境中要勇于否定自己、寻找新的方向。正是这种融洽的关系，使得 IDG 能够与参股企业共同发展，实现双赢。

(三) 如何撤换总经理

在企业创业初期，创业团队合所有者和经营者为一体的

做法,确实可以发挥相当大的作用,但随着企业的发展壮大、市场的开拓,其弊端就暴露出来,直接导致企业经营管理问题比较突出,从而影响了企业的健康发展。美国的一项研究结果表明,在企业成立后的前 20 个月中,由创业家之外的职业经理人担任公司总裁的比例为 10%,到了第 40 个月,这个比例上升为 40%,到了第 80 个月,上升到 80%。董事会认为总经理不胜任的时候,往往也就是不愿意再聘用他的时候。找到合适的人代替这种做法固然简单,实际上还存在更为合理和艺术的作法。

1. 如果希望被替换的总经理仍留在公司发挥专长

发现总经理不适合所在岗位,在这个时候就可以和他谈:“你当总经理可能不太合适。你技术出身,还做技术怎么样?待遇都不变。”这个时候实际被降职的人不会觉得是在凭空撤自己,心里不会太不服气。另外,选谁当总经理,也可征求他的意见。这样,一方面可以使他心里好受点儿,另一方面新履职的总经理也会得到他的支持。

案例 3-2:

某电脑公司是一家科技应用型企业。公司创办时,赵先生担任电脑服务部经理,在电脑应用及智能化工程实施方面的技术水平较高,是该领域的专家,董事会破格聘任他为公司总经理。赵先生上任三个月,工作积极、勤奋,带领员工刻苦钻研技术业务。但他不懂经营和管理,公司经营停滞不前。董事会决定将其撤换掉,但处理方法不当会挫伤赵的工作积极性,并对其他各方面产生负面影响。经过权衡,董事会采取了以下做法:

董事长提出设总经理,由董事长兼任。设两个总经理助

理,拟聘任总经理助理的刘先生负责公司日常的经营管理工作,赵亦任总经理助理并兼技术部经理。这样,对年轻的优秀员工赵采取积极培养的方针,通过传、帮、带,使他既在业务上保持高水平,又在经营管理方面能有所突破。通过一段时间的运作,在适当的时候董事长退出。董事长的意见通过后立即得到了实施,公司的经营状况有了起色,赵先生依然积极勤奋。半年后,董事长退出,刘任总经理,赵任副总经理分管技术,公司运转良好。

2. 如果不希望被替换的总经理继续留在公司

首先,董事会上意见要达成一致,如总经理也是董事,则需要其他董事通过非正式沟通渠道形成共识。通常应在离职沟通前把相关的准备工作做好,宣布后,快刀斩乱麻。特别要避免矛盾激化,总经理滞留,公司出现权力真空,引起员工的浮动。同时董事会也需要在总经理的人选接替上作好考虑。

案例 3-3 :王志东离开新浪

衡量一个 CEO 是否称职,惟一的标准就是看他是否能给投资者带来回报,不能带来回报的 CEO 就不是一个好 CEO。2001 年新浪第一季度报表显示,收入大幅度下降了 30%,预计在下季度还会至少有 10% 的下滑。在这种背景下,2001 年 6 月新浪董事会对外宣布王志东因“个人原因”辞职,同时新浪网将裁员 15%。由于当时其他股东与王志东存在较大分歧,王志东依然滞留新浪,使得新浪内部管理一度出现紊乱。许多人认为,王志东的离职是一场资本与知本的较量,实际上搞企业不是搞政治,权力之争只是表象。无论何时都要清楚一个最基本的游戏规则:衡量企业成败的第一标准就是是否盈利,烧钱的企业即使有再好的概念也是股东无法接受的。

四、如何审定企业经营计划

在成为项目公司股东以后,投资公司将会按照股权比例选派董事、监事,行使相应职权。其中,审定经营计划是一项至关重要的工作。通常在“董事不懂事”的情况下,董事会会比较关注表象上的财务预算信息,但对于处在发展阶段的企业而言,董事会更需要对企业经营计划严格把关。在审定经营计划时应重点关注以下要点:

(一) 关注产品

在经营计划中,应提供所有与企业的产品或服务有关的细节,包括企业所实施的所有调查。这些问题包括:产品正处于什么样的发展阶段?它的独特性体现在哪里?企业分销产品的方法是什么?谁会使用企业的产品,为什么?产品的生产成本是多少,售价是多少?企业发展新的现代化产品的计划是什么?把投资者的注意力拉到企业的产品或服务中来,这样投资者就会和经营者一样对产品有兴趣。

(二) 关注竞争

在经营计划中,应细致分析竞争对手的情况。竞争对手都是谁?他们的产品是如何生产的?竞争对手的产品与本企业的产品相比,有哪些相同点和不同点?竞争对手所采用的营销策略是什么?要明确每个竞争者的销售额、毛利润、收入以及市场份额,然后再讨论本企业相对于每个竞争者所具有

的竞争优势。经营计划应明确顾客偏爱本企业的原因是：本企业的产品质量好、送货迅速、定位适中、价格适当等等；在经营计划中，经营者还应阐明竞争者给公司带来的风险以及本企业所采取的对策。

（三）关注市场

经营计划要提供企业对目标市场的深入分析和理解，要细致分析经济、地理、职业以及心理等因素对消费者选择购买本企业产品这一行为的影响，以及各个因素所起的不同作用。经营计划中还应包括一个主要的营销计划，列出本企业打算开展广告、促销以及公共关系活动的地区，明确每一项活动的预算和收益。另外，经营计划中应简述一下企业的销售战略：企业是使用外面的销售代表还是使用内部职员？企业是使用专卖商、分销商还是特许商？企业将提供何种类型的销售培训？必要时，经营计划还应特别关注一下销售中的细节问题。

（四）表明行动的方针

经营计划中应该明确下列问题：企业如何把产品推向市场？如何设计生产线，如何组装产品？企业生产需要哪些原料？企业拥有哪些生产资源，还需要什么生产资源？生产和设备的成本是多少？企业是买设备还是租设备？同时，适当解释与产品组装、储存以及发送有关的固定成本和可变成本的情况。

当然，董事不必，也不可能对上述事项都面面俱到地过问商讨，主要是结合企业经营要素中的瓶颈问题进行重点关注。

五、如何选派财务总监

为保证经营者的行为符合股东利益最大化,股东会一般会委派财务总监,加强对企业的监管,并促进其运作规范化。由于投资公司多数缺少产业背景,对企业业务及战略的控制能力相对薄弱,对企业经营的干预能力也非常有限。为此,作为控制风险的手段之一,股权投资公司在参股企业的谈判中会要求保留某些特殊权利。由投资公司委派财务总监正是这种特殊权利的表现之一,其主要目的在于控制风险和规范管理。根据财政部、监察部联合下发的《关于试行会计委派制度工作的意见》精神,派驻财务总监也是有制度依据的。

(一) 财务总监的作用

1. 管理作用

目前很多参股企业在基础会计核算和财务管理方面比较薄弱,有的企业还存在不规范运作的情况。投资公司的财务人员受时间和精力限制,管理与监督企业财务工作的效果远不及派驻财务总监明显。投资公司派出的财务人员一般只能审查和提出整改建议,监管力度显然不如财务总监。只有财务总监可以集中精力查找企业出现的问题并及时处理。另一方面,从职能定位上看,财务总监直接参与企业的财务管理合乎其职责。

2. 监督作用

为了维护股东利益,在管理企业财务工作的同时,财务总

监必须对经营管理层的各项经营活动进行监督,并通过建立联签和审批等财务制度对企业的财务运作进行有效的监控,以防止资金运作不当,发生重大浪费和损失。同时,通过审核查询,保证会计报表真实可靠,为董事会进一步决策提供依据。

3. 桥梁作用

股东与参股企业是一种投资与被投资的产权关系,经营者受聘于投资者,投资者靠经营者管理企业。财务总监在投资者与经营者之间架起了一座桥梁,既起到了为投资者监督的作用,又帮助经营者提高了管理水平;既能及时向投资者反馈企业的真实财务情况,又能协助管理者实施有效的企业管理。

(二) 财务总监的素质要求

1. 具有高尚的职业道德

财务总监一般常驻参股企业,同经营班子共同研究并解决企业经营管理中的问题。但作为监督者,财务总监又必须向股东公正客观地反映企业财务状况和经营成果。良好的职业道德成为财务总监能否客观、公正地评价和监督企业并自觉维护股东利益的关键。在实践中,有的财务总监监督力度不够,在其位不谋其政,甚至与管理层一起损害股东利益。2002年美国安然公司丑闻就是一个典型的例子。因此,良好的职业道德是一名财务总监所应当具备的首要条件。

2. 具备扎实的会计、审计、计算机知识,精通财务管理

较高的专业技能是保证财务总监有效工作的基本前提。

财务总监不仅要熟悉全盘账务,还要具备经济、法律、税务、金融等方面的知识,以便更好地把握企业发展的大局,更宏观、全面地判断企业面临的问题。另外,面对不断更新的政策与不断变化的企业经营状况,财务总监还应善于学习,不断更新自己的知识。

(三) 财务总监的工作职责

(1) 对董事会批准的重大经营计划、方案的执行情况进行监督落实;

(2) 检查企业财务会计活动的合法性、真实性和有效性,及时发现违反财务纪律及不规范的财务行为;

(3) 组织实施财务预、决算报表的编制工作,对企业投资、融资及资产债务、重组等活动提出意见和建议,并参与制定企业利润分配方案和弥补亏损方案;

(4) 根据制度规定,与企业总经理联合审批限额范围内的企业经营性支出,融资、投资、固定资产购建支出和担保贷款等事项;

(5) 拟定企业财务管理规定及其他经济管理制度并落实相关规定,监督检查企业财务运作和资金收支情况;

(6) 对财务人员有权提出任免、晋升、调动、奖惩的方案,有权根据工作需要设定财务工作岗位。

(四) 派驻财务总监实践中存在的问题

1. 财务总监并不等同于财务经理或主管会计

部分企业总经理和高层管理人员对财务总监的职务性质

不清楚,认为财务总监是专门搞财务工作的,与一般的会计人员没有不同,甚至认为财务总监和财务经理或主管会计是等同的。因此,在企业重大经营决策、重大经济活动、重大资金使用过程中,没有征求财务总监意见,或直接执行相关决策,致使财务总监无法行使任何实质性的管理与监督,从而降低了财务总监的地位,削弱了财务总监在提高企业经济效益方面的作用。

2. 财务总监与总经理的关系

有些总经理认为股东会派驻财务总监就是监督其工作,“打小报告”。个别经营者甚至有意孤立、排挤财务总监。事实上这种观点过于偏激和狭隘。财务总监固然有监督总经理执行董事会决议的职责,但同时也全面参与到企业管理当中,协同经营班子把企业管好,寓监督于管理之中。当然,对于总经理滥用职权行为和决策失误行为,财务总监有权也必须采取制止措施,并向股东汇报。

3. 财务总监的双重身份与其职责的履行

财务总监具有管理和监督的双重身份,职位的特殊性客观上决定了其与管理层在某些方面冲突的可能性。如果财务总监总是以一名审计师的身份去查账,向董事会做分析汇报,就与真正意义上财务总监的职责相去甚远。财务总监要注意协调,把握工作的大局,与经营班子一起共商企业经营的大计,不能以自己独特的身份强力推行自己的财务管理方案。

4. 财务总监的工作报酬

为了保证财务总监客观公正地参与企业管理,更好地为

股东利益服务,财务总监的个人利益应相对独立于所监管的企业,这样财务总监才能不受利益因素的干扰,更大程度地发挥为股东及企业服务的作用。

六、如何为参股企业提供增值服务

投资公司与参股企业分别处于资本领域与产业领域,由于从业背景不同,投资经理与产业人士的思维方式是有差异的。通常产业人士考虑问题更局限于公司的业务范围内,比如在电力紧缺的情况下,电力公司一般会考虑投资建设新的电厂。而投资经理则不同,他们会对火电、水电、核电的利弊进行比较,如果判断某个区域适合发展火电,那么投资经理会判断上游的采煤业会有发展空间,进而判断矿山机械市场会迎来一段快速成长的周期,于是投资经理很可能会通过行业研究,选择投资了一家矿山机械厂。在当年美国西部络绎不绝的淘金者中,有发财的,也有落魄的;但在淘金路边卖铁锹、卖水和卖牛仔褲的商人,却始终是赚钱的。

通常对项目公司所处的产业领域,产业人士已经有了深入的了解,而投资公司更多应从管理与资本运营的角度为参股企业提供增值服务。而企业领导人应自觉地接受并积极配合股权投资公司所提供的增值服务。

(一) 战略规划的制定

投资公司发挥自身熟悉行业及其发展趋势的特点,帮助企业引入先进的理念,也可以利用自身在行业研究和宏观分析方面的优势,帮助参股企业协助拟定企业中长期发展规划

和上市计划。在条件具备时,促成参股企业在生产和销售上与合作伙伴结成战略联盟,实施并购整合,从而达到资金共享、共同发展的效果。投资者还会利用其网络和渠道帮助参股公司进入新市场、寻找战略伙伴以发挥协同效应、降低成本等方式来提高收益。

(二) 建立合适的管理体系和法律构架

优化股权结构,使企业的股权结构包括如下几个部分:经营者和主要技术骨干的股份、职工的期权股份、投资机构(包括股权投资公司机构)的股份等等,从而为下期融资(退出)创造条件,为今后建立合理的公司法人治理结构奠定基础。

股权投资公司可以通过完善股东会、董事会、总经理负责制、建立监事会和设立财务总监,通过实行岗位责任制、总经理任期目标责任制或引入年薪制、期权制,通过资金运作的规范化、财务核算和财务监督功能的完善等,推进企业管理规范化的进程。这项工作的完成,将为企业今后的发展真正奠定坚实的基础。

通过帮助参股企业调整资产结构,优化企业财务融资结构,促使有关财务指标特别是资产负债率、流动比率、速动比率、利润率、投资回收期等转好,无疑为融资工作带来更有利的条件。通过优化财务融资结构,进而为企业提供资金网络,将有力地推动企业的成长和扩张。

(三) 引入中介机构

金融资本可以发挥自己在资本市场的渠道与网络,有目

的地为参股企业引入会计师事务所、律师事务所以及咨询机构,形成为企业服务的专业网络,一方面有利于企业更加规范地运作,另一方面也是为了保护自己的利益。

由于IPO是企业获得发展所需资金的有效途径,也是股权投资公司实现股权退出的首选渠道,因此,投资公司应该发挥熟悉资本市场的特长,引入证券公司作为企业保荐人,并依照有关规定进行上市前的辅导。一旦时机成熟,股权投资公司就应当推动企业驶上申请上市的轨道。

(四) 物色高层管理人员

有些参股企业地处人才相对稀缺的经济欠发达地区,而投资公司一般地处中心城市,资讯发达,经理人荟萃,投资公司可以利用这方面的优势为企业物色高层管理人员,加强与充实企业经营团队,强化骨干队伍。

(五) 做化解矛盾的“中间人”

金融资本由于其本身没有产业背景,与参股企业经营主业缺少关联性,因此在决策层面的角色相对中性。这样,在董事会与经营者以及股东之间出现矛盾的时候,能够主动地发挥作用,做化解矛盾的“中间人”。

第四章 项目退出实务

企业在投产一个新产品前,应该进行市场调研,明确产品的市场定位,投产后以销定产,使其成为一个新的利润增长点。对于投资公司而言,投入到项目公司的股权就是生产出来的“产品”,因此也应该在投入之前想好如何将所持有的股权“销售”出去。然而现实中很多公司在投资时往往只考虑日后如何经营,却很少设计过有可操作性的兑现投资方案,更少想过如果项目公司经营不善如何收拾亏损残局。作为投资经理人,在实施项目投资之前,就应该考虑如何在适当的时机、以适当的途径,实现投资的顺利退出,即主动的发展战略。

一、建立退出战略

对投资公司来说,投资总是做“加法”容易,做“减法”难。企业通过投资、再投资壮大规模后,往往面临着如何退出已有投资的问题。不少企业正是由于没能在投资的进入与退出之间取得较好的平衡,在市场竞争中陷入被动。退出是股权投资资金得以流动的关键所在,因为股权投资资本是随着参股企业的成长而获得增值的,但如果没有合适的方式退出,这种增值只能是账面上的。只有完成了有效地退出,才能实现将账面上的增值转换为实际的收益增长,套现的资金才能投向

下一个项目公司。所以,投资者在进行投资的时候,一定要在合约里列明退出的有关条款,始终掌握主动权,以便在合适的时机退出,避免退出时由于双方的意见不一致而难以达成协议。

(一) 投资退出的效应

1. 实现投资良性循环

投资项目只有做到有进有退,才能回笼资金或腾出资源,并抓住新的投资机会,顺利进入下一轮投资计划,实现投资的良性循环和增值,进而优化投资结构,控制投资总量。

2. 优化财务状况

退出有利于确保投资公司现金流量的平衡,改善企业财务状况。一方面,以高溢价退出投资项目,可为企业带来可观的特殊收益和现金流;另一方面,退出经营不善及负债高的项目或业务,可让企业有效重组债务,达到止血消肿的目的。

3. 优化资源配置

投资退出作为一种收缩战略,也是企业优化资源配置的重要手段。企业可通过投资退出来盘活那些沉淀、闲置或利用率低下的存量资产,从而完善和调整现有的经营结构,提高资产组合的质量和运用效率,达到优化资源配置的目的。

4. 引进多元投资主体

企业通过减持或降低在投资项目中的股权比例,可以引入专业或策略投资者共同经营投资项目,不仅有利于项目公

司形成多元产权模式,健全项目公司治理结构,而且为项目公司重新设计科学、合理的股权结构提供了可能。

5. 培育核心业务

企业还可以借助投资退出来进行战略调整,集中资源专注发展核心业务和主导产业,提高核心能力。20世纪90年代中期以来,深圳万科集团从房地产以外的广告、药业、文化传播等行业里退出,目的就是要打造中国房地产第一品牌。经过十年苦心经营,已经成为房地产业的龙头企业。

(二) 把握退出时机

企业退出投资大致可分为自然退出、被动退出和主动退出三大类。企业研究投资退出战略的重点,应是主动退出。它是指在投资项目公司存续的情况下,企业基于退出条件、项目盈利能力、战略调整等种种考虑退出所投项目。

就退出条件而言,企业没有不可退出的投资,只有不能满足的要价。企业应当密切关注市场条件和时机的变化,从价值最大化角度出发,以较高溢价退出优质或正常经营项目,实现投资增值,创造特殊收益。项目盈利能力是企业考虑是否投资退出的最直接的因素。除了那些经营不正常或连年出现亏损且扭亏无望的投资项目要积极部署退出外,企业还应对目前虽能维持经营、但项目盈利能力较差的项目主动考虑退出。为此,企业有必要根据投资项目的资金来源及经营地域预先设定盈利标准。可供参考的盈利指标主要有:项目论证阶段预期的投资回报率、企业整体在近几年的平均净资产报酬率、国内外长期债券利率、国内外银行贷款利率、加权盈利

指标等。

从战略调整角度看,企业选择主动退出投资主要基于以下原因:投资项目与企业发展目标、产业导向或核心业务不相符;企业难以取得投资项目的管理控制权和发展主导权;企业内部因资产整合、重组,需要退出相应投资;企业根据目标负债及自身现金流量情况对投资总量进行控制,当投资总量超出上限,或负债率超过目标水平,或财务、现金流量出现困难时,主动退出有关投资;投资项目公司因合并、分立、购并及引入新的合作伙伴等事项使资本规模、股权结构或合作条件发生重大于己不利的变化;投资项目公司因违反有关法律、行政法规造成短期内无法消除的重大影响,等等。

总之,企业应建立和健全对投资项目的监控机制,动态掌握投资项目的进展及经营情况,对投资项目定期进行分析,慎重部署投资退出。

(三) 选择退出途径

投资退出其实也是一种资产经营活动,因此,需要借助资本经营手段来完成。一般来说,企业退出投资往往是在产权的流动中实现的,主要手段不外乎通过转、售、并、停、关,其中以转、售、并最为理想。从资产经营角度看,投资退出主要有以下途径:

1. 公开上市

这是投资退出的最佳途径,具有成本低、高增值的特点。企业应当充分利用证券市场的价值发现功能,推动投资项目公司到境内外证券市场直接或分拆上市。整体出售与公开上市相比,出售可以立即收回现金或可流通证券,既可以立即从

项目公司中完全退出,也可较快取得现金或可流通证券的利润分配。就效应角度而言,整体出售具备收购方对一般兼并收购所要求达到的效果,但整体出售可能存在市盈率偏低的情况,难以取得较高溢价。

2. 改制、重组后退出

将项目公司改制、重组成股份合作制企业、股份公司直至上市公司,通过资产或股权转让、出售退出投资。如协议转让给投资项目公司的其他股东;协议转让或定向配售给战略投资者;通过技术产权交易所进行转让等。

3. 物色收购投资项目的对象

即直接或通过专业性的经纪、中介机构物色对投资项目感兴趣的公司收购、兼并项目公司,实现投资套现。收购、兼并的对象可以是整个投资项目,也可以是部分股权或资产。

4. 托管性租赁

托管经营是指托管经营公司与企业所有者经过协商,通过契约方式,以保全并增值受托资产为前提,对受托企业进行有偿经营。托管将企业经营者从企业要素中分离出来,成为新的独立的利益主体,其实是一种间接退出投资方式。

5. 企业内部合并、转让

这一方式在控股公司或企业集团中运用得十分普遍。企业内部通过协议转让或划拨,对同类业务及投资项目进行专业归并;企业内有上市公司的,可将非上市的业务注入上市公司套现;将难以退出的不良资产从有关下属企业剥离,通过其

他下属企业或由母公司进行消化、盘活。

6. 关闭、破产、清算

清理也是投资退出的一条途径。企业一旦确认项目投资失败或成长太慢,不能获取预期回报,就需要果断退出。当投资项目无法通过其他途径退出且无必要维持时,也应关闭、解散,通过清算退出。

上述有关退出投资的方式并不是相互独立,而是紧密联系的。企业可以综合运用这些方式进行投资退出的部署。

(四) 实现顺利退出

企业如何能够顺利退出? 以下四点建议可供参考:

1. 投资时就考虑退出

企业在项目投资初期,就应高度关注投资权益的流动性和变现能力,提高投资的证券化程度,为日后正常、高效和低成本退出创造条件,降低壁垒。

企业应争取在项目公司合同条款中通过“卖股期权”等灵活安排,就投资退出的时间和方式作出意向性规定。条件成熟的,可争取改制为股份合作制企业、股份公司和上市公司。

2. 客观评估投资价值

投资项目的作价直接决定了投资退出是否成功。资产作价的重要参考和基础是资产评估价值,因此,企业在投资退出时应进行资产评估。资产评估要在综合考虑资产原值、净值、重置成本、获利能力等因素的前提下,选择相应的资产评估方

法,包括收益现值法、重置成本法、现行市价法、清算价格法或其他评估方法。

3. 投资退出的策略安排

如项目整体退出有难度,可分阶段减持或退出;如整体转让有难度,可对业务或资产进行分拆转让;如直接转让、出售有难度,可通过以股换股、以资换股、资产置换、托管、资股转债等方式间接退出,或将部分资产通过资产管理公司进行融资性租赁、抵押后间接退出;力求以现金或票据(如债券)方式回收投资,在这一方式有难度时,也可以根据企业的实际情况以股权、资产、负债或其他方式回收。

4. 财务上做好准备

当以高市盈率退出优质项目时,对企业来说没有什么财务压力。但如果退出经营不善或长期挂账的项目,企业就可能需要计提资产减值准备。此时,企业应充分考虑投资退出对其财务承受能力及现金流量的影响,以在时机选择和策略应对上做出相应部署,同时要事先对可能的损失、清理出来的不实资产及坏账做好财务拨备和核销的准备。

二、公开上市(IPO)

2004年5月,全球最大的会计咨询公司,美国的普华永道公布调查报告提醒投资者,有一个领域不会受到宏观调控的影响,而且会大大获益,这个领域就是IPO市场,也就是我们通常所说新股扩容。普华永道的解释是这样的:在降温措施之下,中国公司可能会发现取得贷款更加困难,它们会把注意力转移到

股市,通过在香港、上海的股市来获取公司发展所需要的资金。

(一) IPO 概述

IPO 是指股权投资者通过被投资公司股份的公开上市,将拥有的私人权益转换成公共股权,在获得市场认可后,转手以实现资本增值。公开上市是股权投资退出的最佳渠道,通过 IPO,投资者可以得到相当好的回报。一般来说,参股公司如果是新建企业,还达不到主板上市的标准,因此会在上市门槛较低的二板市场实现 IPO。许多国家和地区都建立了自己的二板市场,如美国的著名的 NASDAQ 市场,欧洲的 EASDAQ 市场,我国香港地区的创业板市场。

上市在能够为企业募集资金的同时,还能够发挥以下作用:(1)有利于提升企业及其产品、品牌的公众认知;(2)有利于增强企业的公信力,便于后续的跨地区经营和国际经营;(3)有利于公司获得持续的融资能力,为后续产业整合、技术升级提供资本支持;(4)有利于公司进行灵活地融资管理,改善资本结构,降低资本成本;(5)为后续资本与产业经营搭建了运作平台;(6)有利于不断完善公司治理结构,为公司做强做大提供制度保证。

IPO 是股权投资公司和项目公司最向往的退出方式,因为它的投资回报率难以想像。在股权投资的发展史中,IPO 拥有令人骄傲的历史记录,许多项目公司的首次公开股票上市让股权投资公司和项目公司一夜暴富,境外有苹果公司、微软公司、英特尔公司、雅虎公司、美国在线等,境内有携程网、金蝶、蒙牛等。项目公司管理层很欢迎这种退出方式,因为它既表明了金融市场对公司良好的经营业绩的确认,又保持了公司的独立性,

同时还使公司获得了在证券市场上持续筹资的渠道。

当然, IPO 退出也有一定的局限性, 须承担相应的责任。对于股权投资公司而言, 在项目公司 IPO 之前的一二年, 必须做大量的准备工作, 要将公司的经营管理状况、财务状况、发展战略等信息向外公布, 使广大投资者了解公司的真实情况, 以期望得到积极评价, 避免由于信息不对称引起股价被低估。相比于其他退出方式, IPO 的手续比较繁琐, 涉及到法律、会计等诸多复杂问题, 退出费用较高。最重要的是, 当项目公司实现 IPO 后, 股权投资公司并不能立即从项目公司中完全撤出股权资本。项目公司刚上市时, 股权投资公司只能转让极小比例的股份; 只有度过禁售期, 股权投资公司才能在证券市场上将手中的股份全部售出。因此, 股权投资者即使在所投公司成功地 IPO 之后, 还要承担收益不能变现或推迟变现的巨大风险。

中国的中小企业在主板市场上市的难度很大, 具体体现在以下几个方面: 一是上市标准太高, 主板市场对上市公司的股本总额、发起人认购的股本数额、企业经营业绩、无形资产比例都有较高的要求; 二是上市指标太少, 中国股票发行实行“计划控制指标”, 上市指标是一种稀缺资源, 项目公司很难弄到; 三是现有制度规定法人股、国有股不能流通和交易, 只能进行场外协议收购, 与股权投资通过股权转让、获取资本利益的特性相背离。虽有一些项目公司通过“买壳”、“借壳”进了主板市场, 但毕竟是少数。经历了五年的等待, 2004 年 5 月, 深圳中小企业板终于在千呼万唤中推出了。中小企业上市交易又多了一个选择, 股权投资退出也增添了一个渠道。

(二) 主要证券市场上市规则、程序及费用

基于市场定位与经济发展背景的区别, 内地主板市场与

香港地区、新加坡主板市场与创业板市场相比,有诸多不同之处,具体体现在发行、上市、交易、信息披露及保荐人制度等各个方面。

选择上市地点应综合考虑以下因素:(1)按照各交易所遵守的会计准则,调整公司资产和利润,使之符合交易所规定的最低资产或利润要求;(2)发行价格取决于公司获利能力和成长性,但也与投资者的偏好相关;(3)上市时间的长短;(4)上市费用包括交易所费用、维护费及中介费用等,上市地点不同,费用不同;(5)流通性主要影响上市后公司股票交投活跃程度,一般而言创业板或二板的流通性较主板差;(6)再融资的难易将影响公司后续发展资金的供给,境外证券市场再融资较为容易。

境内外上市各有利弊。境外上市的门槛比较低,比较适合规模不大但盈利好或者前景好的民营企业。境外上市的操作周期较短,而在境内上市,二三年的准备周期是很正常的事。企业如果有项目急着上马,急等资金,境外上市不失为好的选择。但是境内上市融资的金额大,定价相对比较高,发行的风险小。如果企业上市的紧迫性不高,更多着眼于解决企业长期的发展融资渠道,可以更多考虑选择境内上市。

以食品类板块为例,我们来比较一下2004年2月两地在股票价值方面的差异。香港食品类上市公司的特点是:(1)整体盈利能力好于内地食品公司,港股净资产收益率高出内地40%;在港上市的内地食品类公司都是行业中的好企业,比如中国粮油国际、青岛啤酒、康师傅控股、哈尔滨啤酒以及联华超市等;(2)市盈率水平较低,远远低于内地的水平;(3)股票价格较低。目前联交所上市的食品饮料公司股价最高的为青岛啤酒(8.9 HKD/股)和联华超市(8.8 HKD/股);(4)受益于内地食品行业的发展,在港食品类上市公司的发展前景看好。

表 4.1 主要证券市场上市规则

	A 股主板	香港地区主板	香港地区创业板	新加坡主板	新加坡创业板
营运时间	<ul style="list-style-type: none"> ● 自设立股份有限公司之日起不少于 3 年 ● 特殊情况可豁免： <ul style="list-style-type: none"> ➤ 国有企业整体改组设立的股份有限公司 ➤ 有限责任公司依法整体变更设立的股份有限公司 ➤ 经国务院批准豁免期限的发行 	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 年以上 ● 符合额外要求可豁免 	<ul style="list-style-type: none"> ● 最少两年的活跃业务纪录 ● 符合额外要求可豁免少于两年； <ul style="list-style-type: none"> ➤ 于 12 个月内总收入、总资产或上市时厘定的市值最少达 5 亿港元 ➤ 上市时由公众持有市值达 1.5 亿港元，由最少 300 名公众股东持有，其中持股量最高的 5 名及 25 名股东分别合共持有不超过公众持股量的 35% 及 50% ➤ 证券的首次公开发售股价最少为 1 港元 	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 年以上 ● 符合额外要求可豁免 	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 年以上 ● 没有营业记录的公司必须证明其募集资金是用于项目或新产品开发，并且必须已进行充分的研究

续表

A 股主板	香港地区主板	香港地区创业板	新加坡主板	新加坡创业板
盈利要求	<ul style="list-style-type: none"> ● 最近3年连续盈利,并向股东支付股利 ● 预期利润率可达同期银行存款利率 	<ul style="list-style-type: none"> ● 3年连续盈利,最近一年盈利须达2 000万港元,前两年盈利合计须达3 000万港元 ● 上市时市值超过40亿港元,可豁免连续3年盈利要求,但需符合额外条件 	<p>仅需符合以下任何一项:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 过去3年的税前利润累计750万新币,3年内每年的税前利润不少于100万新币 ● 过去1或2年的税前利润累计不少于1 000万新币 ● 如无业务记录,上市市值要求有8 000万新币 	<ul style="list-style-type: none"> ● 无要求,但会计师报告不能有重大保留意见,有效期为6个月
最低市值	<ul style="list-style-type: none"> ● 发行后股本总额不少于5 000万元 	<ul style="list-style-type: none"> ● 上市时市值须达2亿港元 	<ul style="list-style-type: none"> ● 8 000万新币或无最低市值要求 	<ul style="list-style-type: none"> ● 无最低市值要求

续表

	A 股主板	香港地区主板	香港地区创业板	新加坡主板	新加坡创业板
发起人 股东或 管理层 股东持 股量	<ul style="list-style-type: none"> ● 认购不少于公司拟发行股本总额 35%，或不少于 3 000 万元 		<ul style="list-style-type: none"> ● 管理层股东及高持股量股东，其持股量不少于已发行股本的 35% 		
最低公 众持股	<ul style="list-style-type: none"> ● 公众持股至少 25% ● 拟发行股本总额超过 4 亿，公众持股不少于 15% ● 持有面值 1 000 元以上的个人股东不少于 1 000 人，个人持股面值总额不少于 1 000 万元 	<ul style="list-style-type: none"> ● 至少发售 5 000 万股，公众持股至少 25% ● 市值超过 100 亿港元，公众持股可降低至 15%—25% 	<ul style="list-style-type: none"> ● 若市值 40 亿港元以下，其上市时之最低公众持股量必须为 25%，或最低市值为 3 000 万港元（以较高者为准） ● 如市值 40 亿港元以上，则其上市时之最低公众持股量必须为 20%，或最低市值为 10 亿港元（以较高者为准） 	<ul style="list-style-type: none"> ● 市值小于 3 亿新币，至少 1 000 名股东持有公司股份的 25% ● 市值介于 3~4 亿新币之间，至少 1 000 名股东持有公司股份的 20% ● 市值介于 4~10 亿新币之间，至少 1 000 名股东持有公司股份的 15% ● 市值高于 10 亿新币，至少 1 000 名股东持有公司股份 12% 	<ul style="list-style-type: none"> ● 至少为 50 万股和发行缴足股本的 15%（以高者为准），由至少 500 个公众股东所持有

续表

	A 股主板	香港地区主板	香港地区创业板	新加坡主板	新加坡创业板
主要股东限制	<ul style="list-style-type: none"> ● 发起人持有股份自公司成立日起 3 年不得转让 ● 董事、监事、经理持有的公司股份,任职期间不得转让 ● 上市公司董事、监事、经理在离职 6 个月后方可出售自己所持有的本公司股份 ● 发行人第一大股东应当承诺:自发行人股票上市之日起 12 个月内,不转让其持有的发行人股份,也不由上市公司回购其持有的股份(所指股份不包括在此期间新增的股份) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 首 6 个月内不得售股 ● 半年后可售股,但仍须维持控股权 	<ul style="list-style-type: none"> ● 由原来的 24 个月减少至 12 个月。若持股比例少于 1%,禁售期则为 6 个月 	<ul style="list-style-type: none"> ● 上市发起人的全部股份在上市后 6 个月内不得出售 ● 在其后 6 个月内,则最少为原持股量的 50% 	<ul style="list-style-type: none"> ● 上市发起人的全部股份在上市后 6 个月内不得出售 ● 在其后 6 个月内,则最少为原持股量的 50%

续表

A 股主板	香港地区主板	香港地区创业板	新加坡主板	新加坡创业板
业务 <ul style="list-style-type: none"> ● 人员、资产、财务独立完整,与控股股东(或实际控制人)及其全资或控股企业不存在同业竞争;关联交易不超过 30% ● 最近 3 年内应当在实际控制人没有发生变更和管理层没有发生重大变化的情况下,持续经营相同的业务 ● 董事会成员中应当至少包括三分之一独立董事,且独立董事中至少包括一名会计专业人士(会计专业人士是指具有高级职称或注册会计师资格的人士) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 管理层和控股方于过去 3 年没有重大改变 ● 管理层及财务运作须与母公司独立 ● 主要股东和管理层不得与公同从事有利益冲突之业务 	<ul style="list-style-type: none"> ● 须主力经营一项而非多项不相干的业务 ● 须载列整体业务目标,并解释如何计划于上市后及其后两个财政年度内达致该等目标 ● 申请人的活跃业务可由申请人本身或其一家或多家附属公司经营。若活跃业务由附属公司经营,申请人必须控制有关附属公司的董事会,并持有有关附属公司不少于 50% 的实际经济权益 	<ul style="list-style-type: none"> ● 须于业务记录期间由基本上相同的管理层管理 ● 营运资金充足,董事和主要股东的所欠全部债务必须结清 ● 董事会必须设有至少 2 名独立非执行董事 ● 如属海外公司,所持业务不在新加坡,2 名独立董事中的 1 名必须在新加坡居住 	<ul style="list-style-type: none"> ● 所从事业务必须具有可行性、良好的发展前景和利润空间 ● 营运资金充足,董事和主要股东的所欠全部债务必须结清 ● 董事会必须设有至少 2 名独立非执行董事 ● 如属海外公司,所持业务不在新加坡,2 名独立董事中的 1 名必须在新加坡居住,且每季开一次会议

续表

	A 股主板	香港地区主板	香港地区创业板	新加坡主板	新加坡创业板
业绩披露	<ul style="list-style-type: none"> ● 财务报表:每季、半年、整年度 ● 年度报告 	<ul style="list-style-type: none"> ● 季报、年报 	<ul style="list-style-type: none"> ● 季度、半年及年度报告。半年及年度报告内需载有实质业务进度与原定业务目标的比较 	<ul style="list-style-type: none"> ● 财务报表:每季、半年、整年度 ● 年度报告 	<ul style="list-style-type: none"> ● 财务报表:每季、半年、整年度 ● 年度报告
上市后的保荐期间	<ul style="list-style-type: none"> ● 持续督导期间(自证券上市之日起计算) ● 首次公开发行股票:证券上市当年剩余时间及其后两个完整会计年度 ● 上市公司发行新股、可转换公司债券:证券上市当年剩余时间及其后一个完整会计年度 	<ul style="list-style-type: none"> ● 上市后无须保荐人 	<ul style="list-style-type: none"> ● 至少于上市时及其后两个完整财政年度 		
其他监管	<ul style="list-style-type: none"> ● 发行前,资产负债率不得高于 70% ● 筹资金额不得超过发行人上年度末经审计的净资产值的两倍 		<ul style="list-style-type: none"> ● 上市后 6 个月内发行新股必须用作收购和可配合公司主营业务的资产;收购金额不得构成主要交易;发行后不得令大股东持股量少于 35% 		

表 4.2 香港地区、新加坡主要证券市场上市程序

	香 港 地 区	新 加 坡
第一阶段	<ul style="list-style-type: none"> ● 计划及准备 ● 委任保荐人及中介机构 	<ul style="list-style-type: none"> ● 计划及准备 ● 委任专业机构进行上市的初步分析 ● 选定上市经理或主理商
第二阶段	<ul style="list-style-type: none"> ● 重组及评估 ● 完成招股书及财务报表 ● 办理政府部门及 CSRC 批文(如需) ● 向香港联交所申请上市 ● 回答联交所提问及聆讯 	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司重组 ● 办理政府部门及 CSRC 批文(如需) ● 与新加坡交易所联系并解决问題 ● 完成招股书编写和财务报表审计 ● 提交上市申请书
第三阶段	<ul style="list-style-type: none"> ● 市场推广及路演 ● 组成承销团 ● 公开招股 	<ul style="list-style-type: none"> ● 提交招股书和补充文件 ● 确定招股方式及路演
第四阶段	<ul style="list-style-type: none"> ● 定价及完成销售 ● 挂牌上市 	<ul style="list-style-type: none"> ● 股票发售 ● 挂牌上市
时间共 35 周,约 9—10 个月		时间共 28 周,约 7—8 个月

表 4.3 香港地区、新加坡主要资本市场融资费用

香 港 地 区		新 加 坡	
● 以下预算基于 1.5 亿港元融资额的假设		● 以下预算基于 3 000 万新加坡元的融资额假设	
● 除承销费外,实际收费需与中介机构商讨		● 除承销费外,实际收费需与中介机构商讨	
保荐人及文件费	180—220 万	主理商	25—35 万
承销费(2.5%—4.0%)	375—600 万	承销费(2.5%—4%)	75—120 万
律师		律师费用	
公司律师	100—150 万	新加坡律师	20—30 万
承销商律师	100—150 万	中国律师	10—15 万
内地律师	60—80 万	会计师	25—35 万
会计师	150—200 万	印刷商	6—10 万
评估师	20—30 万	评估师	3—5 万
公关推销费用	40—60 万	公关费用	5—8 万
印刷商费用	50—80 万	其他(包括上市费/实报实销费用及交通住宿费用等)	10 万
其他(包括上市费/收款银行费/实报实销费用及交通住宿费用等)	50 万		
合计(港币)	1 125—1 620 万	合计(新加坡元)	179—268 万
合人民币约	1 193—1 717 万	合人民币约	860—1 286 万
占集资金额百分比	7.5%—10.8%	占集资金额百分比	6.0%—8.9%

注:内地 A 股除承销费用在 1.5%—3%以外,其他费用不透明且易变动。

值得注意的是香港地区食品类上市公司行业覆盖面小,发展潜力大的行业中龙头公司数量不多。比如乳制品行业是内地食品行业中最具发展潜力的子行业,目前伊利股份、光明乳业和三元股份三家企业已在国内证券市场上市,三鹿和完达山也在证监会审查阶段,还有新希望、维维股份以及新华百货、亚华种业等兼营乳业公司,乳业板块已经形成。而在香港证券市场目前仅有维他奶和蒙牛,乳业公司数量偏少。再比如白酒几乎全部在内地上市,如贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等。香港市场基本没有此类上市公司。

再来看一下内地食品类上市公司的特点:一是行业覆盖面广,具有发展潜力公司在内地上市数量大;二是股票价格不能真实反映公司价值,高业绩、大市值股票的市盈率反而最低;三是行业龙头企业多,板块效应明显;四是具有与香港地区内地绩优公司近似的市盈率,却处在内地高市盈率市场环境,股价更具上涨的空间。

表 4.4 食品类港股与内地股定价与盈利能力比较(2002 年)

	PE	PEG	EV/EBITDA	PB	ROE	股利收益率
食品类内地股	84	5.52	17.73	3.09	3.65	1.29%
食品类港股	15.8	0.44	3.90	2.22	16.25	1.24%

备注:PE 为平均市盈率;PEG 为动态市盈率平均;PB 为市净率;ROE 为净资产收益率;EV 为市值。

表 4.5 中国业务食品股与香港食品类股票平均值比较(2002 年)

	PE	PEG	EV/EBITDA	PB	ROE	EV(亿元)
中国业务公司	21.29	0.59	3.50	5.85	28.65	47.76
香港地区食品股	15.8	0.44	3.90	2.22	16.25	31.8
内地食品股	84	5.52	17.73	3.09	3.65	32.8

**表 4.6 内地 50 倍以下市盈率食品类
股票与香港地区“中国业务公司”比较(2002 年)**

	PE	PEG	EV/EBITDA	PB	ROE	EV(亿元)
内地 50 倍以下 市盈率公司	31.52	4.14	14.89	3.06	10.5	44.36
香港地区中国 业务公司	21.29	0.59	3.50	5.85	28.65	47.76

表 4.7 啤酒类公司市盈率与盈利能力比较(2002 年)

	PE	PEG	EV/EBITDA	PB	ROE	EV(亿元)
燕京啤酒	31.3	1.52	10.17	1.92	6.12	75.821
青岛啤酒	43.9	11.52	10.99	3.17	7.22	11.51
哈尔滨啤酒	28.99	2.33	8.41	4.52	18.96	36.1
青岛啤酒(H 股)	42.48	0.26	8.55	2.97	7.11	101.8
粤海啤酒	28.87	0.24	2.16	1.93	6.87	24.64

注:燕京啤酒、青岛啤酒为内地上市,哈尔滨啤酒、青岛啤酒(H 股)、粤海啤酒为香港地区上市。

(三) 境外上市的途径选择

2003 年,选择赴境外上市的内地企业显著增加。2003 年已成功上市的企业有中国人寿、中国财险、中航科工、首创置业、中国外运及中芯国际等多家“行业巨无霸”。2003 年年底,中国最大的国有保险公司中国人寿保险股份有限公司在美国、中国香港同时上市,募集资金约 35 亿美元,创下了 2003 年度全球资本市场集资额最高记录。其他中等规模的内地企业国际资本市场上也取得了良好的业绩。例如,2003 年 6 月,内地大型连锁超市企业联华超市股份有限公司在香港联

交所主板上市,募集了约 6.68 亿港元;同年 9 月,世界上最大的棉纺生产企业之一魏桥纺织股份有限公司在香港联交所主板挂牌,募集约 24.4 亿港元;此后,北京地区最大的民营连锁超市企业物美商业集团股份有限公司募集了约 5.49 亿港元,创下了该年度香港创业板市场首次公开发售规模的最高纪录。内地企业境外上市的途径主要有以下几种:

1. 内地企业在境外直接公开发行上市

内地企业在境外直接公开发行上市主要是指,内地企业将现有资产存量和业务进行重组,在境内设立股份有限公司,并以 H 股、N 股及 S 股等形式在境外上市。采取这种方式在境外上市,必需同时符合我国证券法律及境外上市地的证券监管要求。中国证监会设置具体要求如表 4.8。

表 4.8 中国证监会对境内企业海外上市的要求

主 板	创 业 板
<ul style="list-style-type: none"> ● 企业应符合上市地的上市要求 ● 资产净值不低于人民币 4 亿元 ● 最近一年的利润不少于人民币 6 000 万元而且具增长潜力 ● 上市所筹集的资金应不少于 5 000 万美元(约 4 亿人民币) ● 有外汇收入来源以支付未来分派的红利 ● 资金用途符合内地目前的政策 ● 企业有良好的管理 	<ul style="list-style-type: none"> ● 上市公司须为省级政府或国家经贸委批准成立的股份有限公司 ● 最近 2 年内没有重大违法违规行为 ● 符合新加坡创业板上市条件 ● 国家科技部认证的高新技术企业优先批准 ● 上市介绍人认为公司具备发行上市可行性

一般来讲,以这种方式申请上市的企业需经过必要的重组,相应的程序也会较为烦琐,申请的时间也可能会较长。但是,正因为需经过这些相对严格的程序,申请企业一旦获准在境外上市,将能够比较容易地获得投资者的信任。

2. 涉及境内权益的境外公司在境外上市

通过这种方式实现境外上市的公司主要包括以下三类：第一类是涉及境内权益的纯境外公司，比如境外企业在境内有投资项目，而包含这家境外企业的集团在境外上市就会涉及到境内权益；第二类主要是一些民营企业出于各种考虑，在香港地区或通常所说的“免税天堂”百慕大或开曼群岛等地注册境外公司，并由其拥有境内企业的股权，而上市主体是境外企业；第三类是带有国资背景在香港地区上市的红筹股公司。

股权投资公司要参股民营企业，通过注册境外在境外上市的操作方法是：境内公司现有股东按照现有股份比例在境外设立离岸公司 A；股权投资人也设立相应的离岸公司 B；A 与 B 共同设立 C 公司，股权比例按照民营企业与股权投资人的协定，C 公司规模与境内公司的规模相当。

采用这种方式在香港地区上市有如下优势：

(1) 由于无需报中国证监会审批，也无须像直接上市的内地企业那样在时隔半年后才能进行增发，企业上市后能够更为容易和迅捷地进行第二次融资及后续融资；

(2) 上市企业可灵活利用包括可转换债券在内的多种金融融资工具进行筹资，这比较适合内地企业在高速发展状态下对资金的持续需求；

(3) 上市企业可自由设计和执行如管理层期权计划等员工激励机制，从而加强公司对员工的吸引力，并获得适合公司发展所需的高级人才；

(4) 由于这种上市方式具有良好的退出机制，企业在上市前及上市后更容易引进策略投资者及合作伙伴；

(5) 在香港地区上市规则规定的 6 至 12 个月禁售期结束

后,控股股东持有的股票可以在市场上进行交易。

特别需要指出的是,自中国证监会宣布不再就这种上市方式出具“无异议函”后,涉及境内权益的境外公司在境外上市的项目只需接受上市地证券交易所的审查,从而大大缩短了上市时间。但是采用这种上市方法也应充分考虑并满足内地法律的要求。

3. 买壳上市

买壳上市是指,非上市公司通过购买一家境外上市公司一定比例的股权来取得上市的地位,然后注入自己的有关业务及资产,实现间接在境外上市的目的。买壳本身可以避开繁杂的上市审批程序,手续也相对简便,因而为不少民营企业所选择。以 NASDAQ 买壳上市为例,上市成本低,时间快,而且欲上市企业采取此途径可以 100% 保证获得上市资格。目前,海外买壳上市已经成为内地企业进入海外资本市场的一种快捷方式。内地企业可以先在 OTCBB 买壳,取得上市资格。当净资产达到 400 万美元,年税后利润超过 75 万美元或市值达 5 000 万美元,股东在 300 人以上,股价达到每股 4 美元的,便可直接升入纳斯达克小资本市场。净资产达到 600 万美元以上,毛利达到 100 万美元以上时公司股票还可直接升入纳斯达克市场。目前,内地公司成功的案例不少于十几家,买壳全过程所需费用在 100 万美元以内,时间在 8 至 10 个月之间。

这种上市方式在挑选安全的壳资源方面也存在一定的风险,并且在买壳之后如欲获得长期稳定的效益,亦并非易事。另外,买壳并不能带来资金,因此如需要融资,也还必须经历发行新股的审批程序。

4. 存托凭证(“DR”)上市

存托凭证是指在一国证券市场流通的,代表外国公司有价证券的可转让凭证。存托凭证上市一般是指,某国的上市公司为使其股票在外国流通,将一定数额的股票,委托某一中间机构(通常为一银行,称为保管银行或受托银行)保管,由保管银行通知外国的存托银行在当地发行代表该股份的存托凭证,然后存托凭证开始在外国证券交易所或柜台市场交易。

存托凭证主要以美国存托凭证(“ADR”)形式存在,主要面向美国投资者发行并在美国证券市场交易。另外还有面向新加坡投资者发行,并在新加坡证券市场交易的存托凭证,即新加坡存托凭证(“SDR”)等等。存托凭证中的美国存托凭证和全球存托凭证(“GDR”)都可以方便跨国界的证券交易,并方便拟上市企业向美国及非美国投资者进行全球性股票发售。迄今为止,内地已有相当多的企业在国外发行了存托凭证,但主要是 ADR。

内地企业在境外上市无疑可以为企业的进一步发展筹集资金,同时可以促进其向现代化企业转变,并在提升公司形象、完善公司治理结构等方面也能起到积极作用。在当前境外上市的热潮下,众多的内地企业正在积极寻求境外上市的机会。尽管有前述的种种优势,拟在境外上市的企业同时也应当清醒地认识到境外上市的复杂性、艰巨性以及可能面临的风险。由于企业本身不具备相关的经验和专业知识,而境外的法律环境又与内地有很大差异,加上境外上市的法律监管更为严格,审批程序也各不相同,企业十分需要获得法律及其他专业人士的协助,以实现其境外上市的目标。

案例 4-1:携程旅行网

(一) 公司历程

中国旅游门户网站携程旅行网由携程计算机技术(上海)有限公司于1999年5月创建,并于当年10月正式开通。像所有的互联网公司一样,携程公司很早便成功地引入了风险资金。1999年9月,IDG公司向携程旅行网投资50万元人民币。那时携程只有一个故事的开头,网站还没有正式推出。投资者的信心往往是判断网络公司能否在未来取得成功的一个良好指标。据说IDG对携程就很看好,并希望将来在携程公司中能够继续追加投资。果然事隔半年,包括Softbank在内的几家大的风险投资又对携程进行了第二轮投资,其中IDG再度注资。

作为一家吸纳海内外创业投资而成立的高科技旅行服务公司,携程很快在北京、上海、广州、深圳和香港设有分公司。2000年7月,为更好地为会员提供服务并拓展经营范围,网站创办人又投资设立了上海携程商务有限公司,共同参与携程旅行网的开发建设。在不到一年的时间内,携程旅行网迅速成长并实现了旅行产品的网上一站式服务,业务范围涵盖酒店、机票、旅行线路的预订及商旅实用信息的查询检索。2000年10月,携程并购了国内规模较大的订房中心——北京现代运通商务旅游服务有限公司,成为了一个大型的商旅服务企业和宾馆分销商。2000年11月携程成为中国最大的宾馆分销商,2001年10月实现盈利,2002年4月建立了全国统一的机票预订服务中心。

(二) 团队、投资者、经营理念

公司的管理团队在管理、信息技术、旅游业和投资等方面拥有丰富的经验。随着公司的日益发展,更多的旅行服务业的高级人才加盟到携程,管理团队在资源、管理、经验上的完美组

合和紧密无缝的合作,保证了公司在各方面迅速稳健地发展。

携程的投资者包括多家海内外知名的创业基金,其中有著名的软银公司(Softbank)、国际数据集团(IDG)、亚洲兰花基金(Orchid)、Carlyle Group等。它们不仅为携程公司提供了充足的启动资本,而且给携程带来了丰富的管理经验和众多的商业合作伙伴。

(三) 收获

2003年12月9日,携程旅游网(Ctrip.com)(NASDAQ:CTRP)在美国纳斯达克初始股上市交易。其初始发行价为18美元,开盘价为24.01美元;截至收盘,该只股票成交量达5 602 472股,股价为33.94美元,较发行价上涨15.94美元,涨幅88.56%;较开盘价上涨9.93美元,涨幅41.36%。携程公司的CEO梁建章以及在携程身上下注的IDG、软银等风险投资机构的投资经理们都应该经历了一个不眠之夜。2004年1月,携程旅行网被评为2003年度中国创业投资最佳退出案例。

案例4-2:金蝶国际

1998年4月,深圳金蝶进行了一次私募,IDG通过其附属公司“广东太平洋”投资1 000万元人民币,获得深圳金蝶12.5%的股权,而此前的金蝶只是一家由个人资本发展起来的小规模软件企业。1999年,IDG通过旗下的风险投资公司IDGVC再次追加1 000万元人民币风险投资,使其在深圳金蝶股权增至25%。利用这笔先后到来的2 000万元人民币,金蝶实现其创始以来首次大规模扩张,建立了全国的营销和服务网络,分支机构由原来的21家迅速增加到37家,代理商数量也增加至360家。

金蝶上市之初,IDG持有上市公司20%的股权,2001年底,IDG依然持有金蝶国际19.3%的股权,共8 846万股。上

市第二年,IDG 开始首次大幅减持,年报显示,至 2003 年初,IDG 持股比例已经低于 10%。而按金蝶 2002 年股价在 1.3 港元至 2 港元间波动的情况,以 1.5 港元/股左右价位估算,IDG 在 2002 年底至少回收了 6 300 万港元。而 IDG 余下的 10%的金蝶国际股票,当年的市值在 6 500 万港元左右。金蝶国际(8133,HK)2003 年实现营业额 3.65 亿元人民币,比上年增长 24.1%,净利润 5 913 万元人民币,增长 45.3%。受一年来业绩带动,金蝶全年股票价格上升了 105%。金蝶的老股东 IDG,再次有计划地从大股东之列大幅隐退,已减持至 4.1%,几乎要全身隐退。估计 2003 年 IDG 套现了约 5%的股权,约为 2 200 万股,以每股 2.5 港元计算,IDG 在 2003 年至少套现了 5 500 万港元。也就是说,IDG 在 5 年之后,从金蝶至少收回了 1.2 亿港元。看起来不是太多,但是相比当年 IDG 在金蝶投放的 2 000 万元,现在的投资回报已经高达 6 倍多。余下的 4.1%估计 IDG 会在 2004 年完全套现,按目前走势,收益亦不会太低。预计 IDG 最终将从金蝶身上收回 2 亿港元左右回报,也就达到 10 倍的投资回报率。

三、拟上市公司如何选择中介机构

(一) 内地中介机构的作用

1. 资产评估机构的作用

(1) 资产清查

资产清查是资产评估工作中非常重要的一个环节,主要是资产评估机构对委托系统的资产、债务情况进行全面清查。这项工作具体可以分两步做:第一步是由委托单位根据确定

的评估基准期,对将被评估的资产进行清查盘点,编制盘点清册,并由单位负责人、盘点人、见证人、制表人盖章;第二步是由评估机构的专业人员进行复查,核实账面资产与实际资产是否相符,经营成果是否真实。

在资产清查审核的基础上,评估人员应对评估基准期前所发行的下列事项作账面价值的调整:①已经税务部门核准折旧变动而未调整的累计折旧额;②应作资本性支出而列为费用支出也未调整的资产价值;③未记入资产账户而在清查时发现的资产。

(2) 评定估算

资产评估机构根据评估目的和价格标准,对清查的资产的各项数字进行评定,并综合各种资料,采用适当的方法,根据被评估的具体对象,对照其账面价值分列进行评定,以确定其评估价值及升值率。

经过评定估算后,资产评估机构认为评估结果是准确无误的,就可提出资产评估报告。

(3) 验资确认

公司收到资产评估机构的资产评估结果报告书之后,应当报其主管部门审查。主管部门审查后,再报国有资产管理部門确认资产评估结果。

2. 注册会计师的作用

(1) 股份公司组建和股票发行审计

主要是:①对公司近两年或成立以来的财务报表进行审查;②对投资者投入公司的股本和公积金进行验证;③对公司实行股份制后未来期间的经济效益预测进行鉴证。

(2) 股票上市审计

它包括股票上市申请审计和股票上市的先期审计。股票

上市申请审计内容有：①对公司股票上市年度财务报表进行审查；②对公司股票上市后一年度的经济效益预测进行鉴证。股票上市后的定期审计主要是指对上市公司年度财务报表及下一年度经济效益的预测进行审查鉴证。

（3）清算审计

清算审计是指公司因某种原因终止时，由注册会计师对清算期间的经济活动和事项的真实性、合理性和合法性进行审查核实，并对审查清算期间的会计凭证及其公正性作出客观评价。

3. 律师的作用

（1）出具法律意见书。公司发行股票需聘请律师就股票发行上市有关的事宜出具法律意见书。这是公开发行、上市股票所必备的法定文件之一。

（2）参与股票发行、上市筹划及前期的股份制改组工作，对改制过程、申报上市整个过程中所有的申报文件进行法律认证。

（3）协助公司制定公司章程。

（4）帮助公司弄清五个在股票发行与上市方面的基本问题：一是实质性条件是否已经得到满足；二是程序性条件是否已经得到满足；三是重大的法律障碍是否已经排除；四是有关信息是否已经充分披露；五是招股说明书材料中有没有虚假的误导性陈述。

4. 承销商的作用

（1）组织主承销商、副承销商、分承销商联合的股票发行承销团。

（2）牵头并负责协调各中介机构按股票发行计划实施各

自的工作。

(3) 协助企业制订股改总体方案及其实施工作计划和步骤,并组织、协调实施。

(4) 制定招股说明书。

(5) 与公司共同签订股票承销方案。

(6) 制定股票发行方案。

(7) 负责推销并包销公司公开发行的股票。

(8) 受公司委托,作为公司上市的推荐人,并拟定向证券交易所提交的上市推荐书。

(9) 协助公司拟定上市公告书。

(10) 制定公司募集资金的可行性研究报告。

(二) 境外中介机构的作用

1. 主承销商的作用

(1) 负责推荐

证券交易所规定新上市的发行公司必须就股票发行事宜委任一位保荐人,其可为该交易所会员、商业银行或获交易所认可的其他类似人士,其主要作用有:为新发行公司筹备上市;签署正式的上市申请书及一切有关文件,并将其提交交易所;处理一切与申请有关的由交易所提出的事宜。

(2) 咨询服务

保证发行公司的上市符合具体证券交易所的上市规则的规定,如发行公司某些条件不符合上市规则的规定,主承销商要提出处理意见;提出选择其他专业人士的意见和建议;对公司的现状进行分析,并根据公司重组的原则和模式,提出最利于提高发行市值的重组方案;对发行公司的会计、税务、公司

形象、未来发展等提出有关发行事宜的定价、于不同地区的上市及上市时间等。上述许多工作还需由主承销商与发行公司协商后具体决定。

(3) 统筹联络

同其他人士一道制定切实可行的上市时间进度表,并分步协调各方实施,如遇不和谐现象,应主动解决有关问题;明确不同时期不同专业人士的职能、工作方向,并协调其实施;如发行公司在不同国家或地区发行股票和上市,主承销商将作为全球协调人来组织承销团协调实施全部发行和上市工作。

(4) 文件制作

协调并主持招股书的制定工作(视法律顾问的分工而定),使之符合主要目标市场的披露要求;领导副主承销商及其他专业人士完成尽职调查;协助准备与发行相关的所有法律文件;与法律顾问协作,保证发行活动符合不同地区的法律和规定;同有关监管部门配合,以获得证券管理部门必要的豁免和其他权益;协调所有发行后的管理工作,监督支出。

(5) 公关推介

为发行公司确立公司形象,以吸引投资者;与发行公司的管理阶层及聘请的公关公司保持密切联系,以商讨估价及提供有关上市事宜各方面的资料,包括市场策略的制定、推介对象的确立、需发布的新闻,并向机构投资者、金融分析家及传播媒介进行推介。

(6) 上市研究

主承销商的研究机构要比较各地该行业内企业的运行情况,列出关键的财务指标,如市盈率等,写出定性与定量结合的分析报告;研究各种因素对发行价格的影响;研究发行市场的股票容量;研究组织全球承销团,以利于增加最大的股票需求。

(7) 包销、分销

包销、分销是承销商的最核心的工作任务。若发行的认购额不足,主承销商要按其负责的股数比例认购股份;组织强有力的承销团,在发行范围内发行股票;通过推介、非正式会议或洽商向机构投资者介绍发行公司;对机构投资者及散户具有分销能力。

(8) 参与“做市”

主动参与“做市”,以提高公司股票在二级市场的流动性;在发行结束后,立即对二级市场的购买和稳定性进行协调,以保持公司股票在二级市场的稳定性。

(9) 跟进服务

发行上市完后与发行公司始终保持良好的关系,并不断帮助发行公司接触新的机构投资者,接触可能的商务伙伴,拓展与其他公司的联系。

2. 公司法律顾问的作用

(1) 在企业改组的准备阶段,向企业股改人员提供在境外上市的有关重组、发行、上市、上市后持续责任等多方面的法律咨询,使企业领导有较清楚的法律观念。

(2) 在公司重组阶段,做好尽职调查工作,着重分析清楚同业竞争与关联交易的表现形式;参与土地等资产的产权界定,摸清对外投资;清理各方经济合同,并做好合同变更;起草并制定公司章程等。

(3) 注册发行公司,并处理有关该注册的法律问题。

(4) 协助主承销商及其法律顾问制定招股书,并就有关问题提出法律意见。

(5) 预备所有董事会及股东大会的记录,预备及协助董

事完成利益声明书、责任书和授权书。

(6) 为公司提供上市时责任和上市后持续责任的法律意见。

3. 主承销商法律顾问的作用

(1) 给主承销商提供重组、发行和上市等有关的多方面的法律意见。

(2) 参与起草招股书,对其中的有关问题的法律责任提供咨询。

(3) 参与编制包销协议。

(4) 同主承销商一起主办境外发行与上市的注册和登记。

(5) 同公司法律顾问共同分析内地法规同境外法规之间的差别,以求使发行与上市的各方面法律意见符合境外要求。

(6) 预备鉴证备忘录,以要求公司、董事、主承销商、会计师、律师、估值师、土地评估师确认及核对招股章程内的所有资料。

4. 会计师的作用

(1) 上市前策略和计划的编制

包括建议筹集资金的方法和投资方法;解释股票市场的运作和监管条例,并配合主承销商同发行公司一道制定一套可行的上市策略;审核上市前的财务报表,主要是上市前两年的财务报表;参与盘点、资产评估、土地评估等事项,核实入股资产的数量;协助发行和发行公司进行公司重组;改进公司的财务管理,分析税收对公司效益的影响。

(2) 推进上市

同主承销商、法律顾问和监管机构合作,协助发行公司处理各种注册及发售股份事宜;出席起草招股书的会议,提供招股书内所有涉及的财务会计方面的数据,其中主要有以下内

容：发行资料概要、公司股本、债务资料、公司以往的营业记录、盈利与营运资金预测、经调整的有形资产净值、会计师报告等。其核心工作是会计师报告和审核盈利预测。如有多种发行上市方式，还需按不同国家或地区的证券监管机构的特殊要求准备材料。

(3) 上市后的后续服务

主要工作是编制年度报告和中期报告；审核并报告有关交易的财务资料；协助发行人发行新股；提供会计政策和技术服务；定期向各股东及监管机构汇报财务状况。

(三) 中介机构的选择程序

1. 公司上市与中介机构

公司上市，必须选择恰当的中介机构。上市中介机构包括会计师、评估师、法律顾问和承销商。会计师负责为企业出具审计报告和对盈利预测发表确认意见；评估师负责资产评估，并出具评估报告；法律顾问负责为企业上市制作必要的法律文件，并向有关机构、部门出具法律意见书；承销商负责股票发行上市。选择一流水准的上市中介机构，从某种程度上说，能为公司成功地发行上市提供保证。因此，选择上市中介机构，必须坚持公正、公平、公开的原则，使每一家上市中介机构均有平等参与的机会。一般情况下，选择顺序应先确定法律顾问，其次是会计师和评估师，最后确定承销团。之所以采取这样的顺序，是因为最先确定企业上市的法律顾问，能使其尽早给企业提供各种专业意见、包括选择会计师、评估师、承销团的意见。其次由于会计师的工作量相对比评估师要大，所以第二应确定会计师，使其尽早进场工作，然后才是评估师。

2. 选择中介机构的程序步骤

(1) 与有意向的中介机构进行接触交流

中介机构对内地的公司上市的消息非常敏感,他们一般会通过信函、传真、电话自动找上门,毛遂自荐或托人介绍,请求企业提供基本情况或来厂参观、接触。公司最好能安排专门人员组织接待,而且无论中介机构大小、资本实力厚薄,均应一视同仁。这样一方面能为公司树立良好的形象;另一方面能为公司积累各个方面的资料;再者,也有利于进行判断和比较,作出正确的选择。因为每一家中介机构都有其各自优势,例如,百富勤融资公司在“中国概念股”发行上市方面具有比较丰富的经验;获多利财务顾问公司在帮助较大规模的公司香港地区上市方面具有传统的经验;美林证券公司在国际资本市场上筹资具有相当的实力,等等。通过与中介机构的接触,可以尽可能多地收集有用的信息和资料,包括中介机构本身和国际资本市场的资料,有关上市的法律、法规以及成功上市的范例等等。

在接触交流过程中,应注意做到向每一家中介机构提供等量的有关企业本身的资料、信息,从而体现公平、公正的原则,为日后中介机构的进入创造一个平等竞争的机会。

(2) 组织专家小组,确定各种中介机构的选择标准

中介机构的确定,是一个需全面考虑和慎重抉择的过程。企业仅通过短暂的接触交流就达到对某家中介机构的全面客观地了解和认识,并作出选择,显然是不可能的,而且这对其他中介机构也不公平。因此,聘请有关专门从事企业股份制改制的咨询和管理人士组成专家小组,为公司决策出谋划策是一个有效的办法,特别是在公司选择承销商、会计师、法律顾问、评估师等中介机构时,专家小组的意见是公司作出决定

的重要依据。

在公司筹备上市时选择中介机构的过程中,以选择主承销商最为重要,因为主承销商在公司发行上市的过程中将起总协调的作用。通过主承销商来协调公司会计师、法律顾问、评估师等各中介机构的工作,能保证公司有条不紊地完成各项工作,最终使公司成功上市。

通常,选择中介机构的标准需包括以下几项:①资本实力和声誉;②专业人员素质;③专业经验和业绩;④研究能力;⑤组织和协调能力;⑥服务质量,包括售后服务;⑦销售网络和承销能力;⑧同等条件下,价格优先。

(3) 在确认资格的前提下,有选择地发出招标书

根据习惯上做法,公司所选择的中介机构应该具有从事证券业的资格,所选择的主承销商、副主承销商以及分销商应该是证券交易所的会员。公司如果只发行内地上市的股票,那么所选择的承销商应是上海证券交易所或深圳证券交易所的会员单位。如果公司发行在香港地区创业板上市的股票,那么所选择的承销商应该具有香港联交所的会员资格。之所以需要对中介机构的资格进行确认,是因为这样能保证企业所聘请的中介机构具有一定的专业水平。

通常应该在对每一家中介机构的资格确认完成,剔除不符合上述选择标准的中介机构后,再作进一步选择。因为公司可能面临几十家中介机构,若向每一家都发出招标书,将使中标的概率下降,又为公司日后的选择增加不必要的工作量。因此,先缩小范围是一种较为明智的做法,应选择一部分公司较为满意的中介机构,向其发招标书。

(4) 邀请招标对象现场考察,与工作小组人员面对面会谈

在向中介机构发出招标书的同时,邀请其到公司作现场考察,一般而言,被邀请的中介机构都会欣然接受。因为,无论公司还是中介机构,都希望对对方作更深入和广泛的了解。从中介机构角度来考察,越熟悉公司对以后工作越有利;从企业角度来考察,对中介机构的认识越全面,则为日后选择所做的准备越充分,决策也就越合理。

公司派出的工作小组应该由专门的相对固定的人员组成,负责面对面地与每一家中介机构会谈。通过与每一家中介机构的接触,公司形成一个系统的对比的认识,以利于对各个招标对象及其所报的建议书进行比较、分析时保持平等客观的立场。

在公司与中介机构的面对面会谈中,被邀请的前来会谈和考察的中介机构人士一般都有可能将参与公司以后的上市工作,公司与他们的交流也是日后合作的前奏。来参加会谈和现场考察的人士的专业水准,从某种角度上看,将对公司发行上市的成功直接产生影响。同时,中介机构人士的专业素质可以从他们身上最直观地觉察出来。因为几乎没有一家中介机构不在建议书中称自己的专业水准是一流的。但是事实上,不同的中介机构之间的专业水准是有差别的,或高或低,所以,公司一定要注重对中介机构来访人士素质的观察,甚至可以明确要求参加会议的人士都是负责项目的主要成员,以利于公司做出正确的判断。

(5) 专家小组与拟上市公司一起对中介机构报来的建议书或方案进行评定

对于中介机构报来的建议书或方案,一般先由公司有关人员对各家建议书或方案进行分析和比较。分析和比较由两部分组成:一是各家证券商自身的基本情况,二是证券商对公

司发行上市的建议。将这两部分的分析、比较写成书面报告，提供给公司决策层和专家小组，作为他们的决策依据。

(6) 确定中介机构

公司在通过对专家小组就有关中介机构的情况咨询，结合自己掌握的各种资料信息(包括中介机构提供的和公司自己收集到的)，经全面考虑后，应最先确定主承销商，因为它是承销团的核心。然后，再确定副主承销商和分销商以及其他中介机构。

(四) 内地中介机构的选择

1. 选择会计师事务所、资产评估中心、土地评估中心等 选择这些机构时应注意：

**(1) 该单位是否具有财政部、中国证监会认定的从事
证券业务的资产评估、财务审计、经营效益预测等资格**

会计师事务所无论是承担资产评估工作，还是承担财务审计和经营效益预测工作，都必须具备从事证券业务的资格。此外，从事国有资产评估的单位，必须具有国有资产评估资格，从事土地使用权评估的单位，必须具有土地使用权评估资格。因此，聘请评估单位，不仅要注意该单位是否具有证券从业资格，还要考察单位是否具有国有资产评估和土地使用权评估方面的资格。

**(2) 拟聘中介机构是否具有较好的业绩，特别是有关
本企业所涉及行业和财产特性方面的工作业绩**

这种业绩所积累的经验是中介机构顺利完成所承担工作的保证。

(3) 中介机构拟派人员的素质和数量，特别注意是否派

有经验丰富、具有签字权的注册会计师直接参加本公司的工作

较大数量的高素质的会计人员和具有丰富经验和有签字权的注册会计师参加工作,是快捷高质地完成工作的保证。

(4) 所需费用是否较低,或是否合理

较低、较合理的收费是降低改制发行成本的必要条件。

2. 选择律师事务所

选择律师事务所时应注意的问题是:

(1) 该律师事务所是否具有司法部、中国证监会认定的从事证券业务律师事务的资格

没有证券从业资格的律师事务所无权承办公开发行股票的股份有限公司的事务,不能出具有效的法律意见书等文件。

(2) 该律师事务所是否具有 3 名以上的具备证券从业资格的律师

虽然律师事务所在确认证券从业资格时,必须有 3 名以上从事证券业务资格的律师,但因律师的流动性较大,有些律师事务所在取得证券从业资格后,不一定能保持 3 名以上的从事证券业务资格的律师。如该律师事务所具有证券从业资格的律师数量不够,就不能保证其所出具的法律意见书等文件能有两名属于本律师事务所的具有证券从业资格的律师的签字,这样就可能给上市工作带来麻烦,影响工作进度。

(3) 该律师事务所是否具有较丰富的从事公开发行股票业务的股份有限公司业务的经验

公司改制、公开发行股票,有许多极其复杂的问题要处理,律师要知道这些问题应如何处理及如何处理才能符合法律要求,否则,就不能出具有效的法律意见书。

(4) 费用是否合理

要在比较各律师事务所能力的同时,比较它们的费用,并选择费用较低或适当者,以降低成本。

3. 选择证券公司

选择证券公司应考虑以下问题:

(1) 该证券公司必须是中国证监会批准的综合类证券经营机构。

(2) 该证券公司必须是内地交易所的会员单位。

(3) 该证券公司必须按期向中国证监会交纳监管年费。如没有,将会在工作中遇到麻烦。

(4) 该证券公司在承办证券发行、自营业务中无违法犯罪行为。如有,将对其工作的顺利进行产生影响。

(5) 该证券公司的既往业绩良好。较多和较好的业绩能够证实其实力。

(6) 该证券公司的既往工作态度认真负责。一些证券公司在承揽生意的时候,说得天花乱坠,但一旦成为承销商后,就对费用、工作量等提出异议,工作责任心显著下降。因此,选择工作态度较好、信誉高的证券公司是非常重要的。

(7) 该证券公司拟派人员的数量和质量有保证。有些证券公司业绩较好,规模较大,但能派出的承担本企业任务的人员数量较少,经验欠缺,这会给上市工作带来困难。

(8) 该证券公司发行能力较强。在市场条件较好时,发行能力并不重要,但在市场条件不好时,发行能力对保证发行成功将起重要作用。一个发行能力较强的证券公司应具有广泛的、系统的发行网络。

(9) 该证券公司的社会信誉较好。公司股票由信誉较好的证券公司承销,投资人信任,发行容易成功,发行价格也能

较高。

(10) 该证券公司经济实力强大。股票发行市场是经常变化的,如果遇到发行不顺利的情况,证券公司应有足够的经济实力认购无人购买的股票,保证发行的成功。

(五) 境外中介机构的选择

1. 主承销商的选择

在境外募集资金或境外上市,公司的股票需要承销商来推销。承销商一般分为四个层次:主承销商兼上市保荐人、副主承销商、承销商和分承销商。主承销商是公司股票的发行和上市的保荐人,又是公司股份制改组的财务顾问,通常是由一家证券公司或商业银行(或投资银行)来担任。如果公司向全球发行股票,这时主承销商一般亦为发行股票的全球协调人。公司主承销商负责总体筹备工作,负责协调发行公司、证券管理机构、证券交易所及其他专业人士之间的工作。

选择主承销商时一般可考虑以下因素:

(1) 财政信贷能力

这主要是指证券公司的股本大小、财政实力和变现能力,是否有其他有信誉的机构的支持;其过去承担主承销商时在财政信贷方面的记录情况如何,等等。

(2) 工作小组和专业资格

主承销商必须是获得国际认可的承销机构。公司在选择主承销商时还应考虑其属下人员的资格及敬业精神;拟派往企业承担该工作的小组的主要领导和成员的情况如何,是否具备优良资格及丰富经验。

(3) 实绩分析

应分析证券公司以前在境外的业务情况,有无重大不良行为;在本行业企业的工作业绩如何;在内地的业务情况开展得如何。

(4) 分销能力和国际实力

一般的大型证券公司都建立了各地区的代表机构,在纽约、伦敦、东京及香港地区等发展成熟的证券交易所取得了会员资格及买卖许可证,能够提供环球性全面服务,满足投资者的需求,分销能力较强。

(5) 研究能力

应注意拟聘证券公司对全球的股票市场的分析研究能力如何;它对本公司所属行业的分析研究能力如何;它对公司重组的分析研究能力如何;它对不同地区上市方式选择的判断如何;等等。

(6) 公司重组建议书的质量

拟聘证券公司一般会结合本公司的实际情况,根据境外上市的法律、条例的规定对本公司的上市重组进行全面细致地分析,一次、两次甚至数次地写出其建议书。公司领导必须详细研读、比较所有的建议书。

(7) 费用

各证券公司收取费用的标准并不是固定的,比如香港地区、美国和日本发行股票的费用就各不相同。费用是企业选择主承销商时需考虑的因素之一,但一般来说并非重要因素。

(8) 有内地从业的经验

这主要包括两层含义,一是指证券公司在内地从事境外上市中介工作的实际经验;二是指证券公司对内地了解的深度,其代表处在内地的其他业务水平等。

(9) 诚意

公司在选择证券公司时应考虑,它是否真正能踏实、高效地完成任务;其接触的主动性和频繁度如何;其对公司上市发行价、二级市场的认识等如何;与公司人员的合作关系如何,等等。

(10) 语言能力

即应考虑证券公司从业人员的汉语水平如何,英语、日语水平如何。

以上是选择主承销商要考虑的基本因素。当然,不同的公司有不同的情况,在选择主承销商时也会有不同的侧重点,这就需要公司根据自身需要来制定选择的标准,确定相应的选择因素。

2. 法律顾问的选择

公司拟在为境外上市而进行操作的过程中,一般最少会有两类法律顾问参与其改组工作:一类是公司的法律顾问,另一类是主承销商的法律顾问。这两类法律顾问根据上市方式和发行渠道的不同,一般又包括至少两位法律顾问,一位是内地的法律顾问,另一位是境外法律顾问。

主承销商的法律顾问一般由主承销商自行选聘,其费用一般亦由承销商支付。而公司选聘境外法律顾问的主要方法和需考虑的因素类似于选择主承销商的方法和需考虑的因素,一般要考虑其资历、专业资格、实绩分析、研究能力、建议书质量、在内地的从业经验、费用、语言能力、诚意及其他因素,这里不再赘述。

3. 会计师的选择

(1) 选择会计师需考虑的主要因素有:专业资格、境内外的实绩、在内地从事境外上市业务的情况、工作小组的人员构成情况、费用和诚意等。

(2) 如果条件成熟,公司可以在上市前一至三年内聘请会计师作为企业的顾问,这样使之了解公司的运营情况,为顺利改制打下基础。

(3) 从目前的情况来看,已于境外上市和正在做境外上市准备工作的内地企业均聘请了从事证券业的六大会计师事务所,它们是毕马威会计师行、德勤会计师行、安达信会计师行、永道会计师事务所、普华国际会计公司和黄陈方会计师行。

4. 其他中介机构的选择

(1) 物业估值师

物业估值师的评估范围一般是公司重组时划入公司的固定资产和建筑工程,房地产权(包括自置或租用的房地产权)、船只、矿场、铁路等,这些均需估值。企业在选择估值师时一定要注意该估值师的经验和声誉。

(2) 收款银行

收款银行的主要工作是股票申请认购期间向投资者提供认股书及申请表格,将认购的支票和银行本票过户,并将款项存入有关的银行账户,最终将认购买股票的款项和存款利息拨给发行股票的公司。在挑选收款银行时,一方面要考虑收款银行的收费、存款利率,另一方面也应考虑收款银行可以用作接受投资者申请表格的分支机构数目、分布地点及处理申请表格和支票过户的能力。

(3) 存股银行

如在美国以 ADR 形式发行股票,还需聘请存股银行(又叫托管银行、存托银行)。纽约银行是最佳的存股银行。当一家外国公司进行一次部分以存股形式出售于美国或国际市场的新股发售时,该公司就将股票解往存股银行在当地的托管

银行。然后,存股银行向承销团的各承销成员公司发出存股证。并以这些存股证为基础,从而形成一个发行、转手或取消存股证的有规划的交易市场。

(4) 股票过户登记处

所聘请的股票过户登记处,其主要工作是与收款银行相联系的,并编制所有有效申请的名单,协助主承销商及发行股票的公司分配股票给投资者,编制最后的股东名单,处理和寄发股票,负责登记股票过户事宜。

(5) 公关公司

聘请专业的和经验丰富的公关公司,可帮助公司于上市前在适当的时候通过报纸、杂志、电视或其他传播媒介向公众介绍有关公司的历史及一般业务资料。公关公司也可为公司安排公布上市的记者招待会及向股票分析员介绍企业业务的招待会等准备工作,具体的准备包括制作幻灯片、投摄公司录像和企业简介等。

四、股权转让

(一) 股权转让的利弊分析

转让是股权资本退出最常用的方式,由此投资公司可以快速地将股权资本从参股公司撤离,以实现资本增值。股权转让是企业产权交易的一种主要方式,一般根据转让的对象可以细分为三种情况:

1. 企业回购

项目公司发展相当阶段,如果项目公司其他股东希望

能由自己控制这个企业,股权投资公司也愿意见好就收,于是股权投资公司将股份卖给其他股东,实现资金的成功退出。

2. 一般转让

项目公司发展成长期后期,要想继续发展就需增加大额的追加投资,而股权投资公司已不愿或不能再往里投资。这时,股权投资公司可将股份转卖给其他企业,完成退出。

3. 二次转让

项目公司发展在一定阶段后,如果股权投资基金存续期到期,或出于某种原因须使收益变现,或项目公司与股权投资公司合作关系破裂,股权投资公司将所持股份转手给另一家企业,将股权资本退出。此时由于项目公司的业绩未能得到金融市场的认可,或股权投资公司不愿意受到 IPO 的种种约束,股权投资公司可采取转让的方式退出。

在股权资本退出时,投资公司考虑到收购方会因此而产生协同效应、扩大市场份额,或进入新的市场,就会要求收购方支付收购溢价,由此获得较高的回报率。与 IPO 相比,股权投资公司转让权益时面对的谈判对手并非是整个市场,而是少数的几个买家,费用低廉,手续简便。同时,这种方式可以立即回收现金,将股权资本从项目公司中完全退出,大大降低剩余风险。由于转让方式的股权售出对象、方式和时机都有较大的灵活性,适用于各种规模、各种性质的项目公司,因此,股权投资公司较乐意采用这一方式。但项目公司并不欢迎这种方式,一方面因为买方太少,经常导致企业价值被低估,收益率与 IPO 相比明显偏低,只有它的 1/4—1/5;另一方面,企业被收购后就不易保持独立性,企业管理层有可能失去对项

目公司的控制权。

多年来受传统计划经济的影响,中国的产权交易市场不发达,产权交易成本过高,同时在产权交易形式上以非证券化的实物型产权交易为主,再加上产权交易监管滞后,统一的产权交易市场难以形成,使跨行业跨地区的产权交易难以实现。这些都严重限制了企业自由地转移股权。

中国当前的公司法缺乏关于股权投资公司的相应规定,依据公司法设立股权投资只能按一般公司的设立方式运行,而其中有关限制发起人持有股份进行转让的规定以及对回购本公司股票的限制必然导致对股权投资的退出形成障碍。同时,中国目前对一些高科技企业实行了优惠的税收政策,如在前三年内免除所得税,后两年里所交纳所得税减半。但对于很多高科技企业而言,在最初建立的几年里,没有利润来源或获取利润很少,因此,这一政策无形中大大减小了项目公司的诱人之处。另外,由于优惠政策是对项目公司设定的,而不是针对愿意购买它的大公司、大企业,这使大公司、大企业没有足够的动力去收购项目公司,导致了项目公司转让这一套现渠道难以扩展。

需要说明的是,中小企业在发展进程中需要不断募集资金,新股东往往从自身的利益出发,要求原股东继续持有项目公司股份,有时甚至会要求原股东同步增资,因此,在发展阶段,投资方通过股权转让实现退出的可能性比较小。

(二) 股权转让的操作流程

股权转让的工作量是比较大的,为了维护自身权益,规避风险,在每个环节上企业都应该严谨从事。在转让的条款的设计上,应聘请法律等专业人员介入。其流程详见表 4.9。

表 4.9 股权转让操作流程

分 类	内 容
股 权 转 让 程 序	<ol style="list-style-type: none"> 1. 召开公司股东大会,研究股权出售和收购股权的可行性,分析出售和收购股权的目的是否符合公司的战略发展,并对收购方的经济实力经营能力进行分析,严格按照公司法的规定程序进行操作 2. 出让和受让双方进行实质性的协商和谈判 3. 出让方(国有、集体)企业向上级主管部门提出股权转让申请,并经上级主管部门批准 4. 评估、验资。出让的股权属于国有企业或国有独资有限公司的,需到国有资产办进行立项、确认,然后再到资产评估事务所进行评估。其他类型企业可直接到会计事务所对变更后的资本进行验资 5. 出让方召开职工大会或股东大会。集体企业性质的企业需召开职工大会或职工代表大会,按《工会法》的规定形成职代会决议。有限公司性质的需召开股东(部分)大会,并形成股东大会决议 6. 股权变动的公司需召开股东大会,并形成决议 7. 出让方和受让方签定股权转让合同 8. 由产权交易中心审理合同及附件,并办理交割手续 9. 到各有关部门办理变更、登记手续
股 权 转 让 需 提 供 资 料	<ol style="list-style-type: none"> 1. 出让方企业股权转让申请书及主管部门批复 2. 股权转让合同书 3. 出让方企业职工代表大会或股东(董事会)决议 4. 股权变动的公司股东(董事会)决议 5. 原公司章程 6. 验资报告或评估报告 7. 出让方、受让方及股权变动公司营业执照副本复印件、身份证复印件 8. 授权委托书(转让双方)
转 让 法 律 文 件	<ol style="list-style-type: none"> 1. 股东会决议的必须内容 2. 股东名册的必须内容 3. 出资证明书的必须内容 4. 工商变更登记的法律规定 5. 工商变更登记的法定手续 6. 股权转让协议书

续表

分类	内 容
协议的文本内容	1. 前言中对公司股本法律状态的概括 2. 转让与受让股权的比例 3. 股权转让款的价格与支付 4. 股权转让后的股权比例状态 5. 交接手续 6. 债权债务状况的声明与承担 7. 工商变更手续的约定 8. 生效条款

(三) 外资青睐什么样的企业

目前内地众多细分行业的龙头企业都在寻求与国际跨国公司的合作。如何有效利用自身资源吸引外资资金,实现“高价而沽”,是今后内地企业面临的抉择之一。对此,并购专家们普遍认为,联盟能够形成的最重要一条就是合作双方需要具备相当的实力,简而言之就是门当户对。如果实力差异很大,则必然造成一方吞并另外一方的结局。

外资青睐的公司第一是行业里的龙头企业,或者是有核心能力或者资源的公司。如青岛啤酒、四川长虹、深圳万科、上海医药、南方航空、第一百货等;第二是拥有较完善的本土营销网络或进入许可相对宽松的公司,从上市公司看,如上海医药、中国石化、上海梅林等;第三是稀缺资源类公司,如红星发展(碳酸钡)、益鑫泰(蓖麻)等;第四是目前已经与外资建立合资或战略合作关系的上市公司。由于内地市场在完全开放之前有三至五年的过渡期,外资涉足内地市场的程度必然是逐步加深的,与内地企业的合资与合作往往是外资并购的序

曲,因此,那些已经与外资建立了合资关系的企业、或有良好战略合作关系的上市公司很容易成为收购目标,这样的企业有熊猫电子、东方通信、海南航空、轮胎橡胶等。

案例 4-3:康师傅转让饮品股权

2004 年 1 月康师傅控股有限公司(以下简称康师傅)高价出售部分业务股权,这对很多企业来说应该是一个好消息。专家认为,过去几年里零零星星发生的外资对中资企业的高溢价股权收购,将从 2004 年开始变得流行,对不少企业来说,康师傅所做的划算买卖会是一个好的借鉴案例。

(一) 企业简介

1. 关于康师傅

康师傅 2002 年销售额达到 11 亿美元,主要从事方便面、糕点食品及饮料的研发、生产及销售。其饮料部门由遍布全国的 13 家生产基地组成,2002 年收入达 3.58 亿美元。其销售网络覆盖全国逾 400 个主要城市及 700 个乡镇,包括一支由逾 3 500 名销售人员组成的专业营销团队。康师傅在香港联交所上市,目前市值约 13 亿美元。

2. 关于朝日

朝日以啤酒、饮料产业为主,它积极向亚洲、北美及欧洲拓展国际事业,2001 年开始,则以中国为亚洲市场发展中心。本次参与康师傅的经营,是在向中国已有的 5 家啤酒公司出资、参加经营的基础上,进一步强化在中国饮料事业上投资,这也是朝日国际事业部门扩大事业基础的另一大发展。朝日在东京证交所上市,目前市值约 47 亿美元。

3. 关于伊藤忠

伊藤忠在 80 多个国家设有办事处,其业务涉及多个行业。在该公司中期经营计划中,在中国的投资活动是以生活

消费相关领域为中心。此次结盟前,伊藤忠与康师傅的母公司顶新国际集团已缔结了全面战略合作,目前已经在便利店、餐饮方面进行合作。伊藤忠在东京证交所上市,目前市值约52亿美元。

(二) 股权转让

2004年1月5日,康师傅控股有限公司(0322, HK)表示,由朝日啤酒株式会社及伊藤忠商事株式会社分别持有80%和20%股权的A-Ichina Breweries将以现金收购即将注册成立的康师傅饮品控股公司50%股权。康师傅饮料事业的企业价值作价为9.5亿美元,朝日和伊藤忠各持7.6亿美元和1.9亿美元收购即将注册成立的康师傅饮品公司50%的股权。

在香港投资者眼里,康师傅并非一个被看好的高价股。但是康师傅在注重发现未来市场价值的投资者眼里,却被高估,尤其是康师傅旗下的包括13个饮料生产基地及销售网点的饮料事业群,更是他们关注的对象。饮品业务是康师傅第二大收入来源。根据康师傅2003年第三季度报告,其饮品业务净利润较2002年同期有较大程度下滑。这次康师傅以超过20倍的市盈率出售饮品业务,证券界一致认为非常有利。康师傅2004年1月5日股价水涨船高,最高达到2.675港元,收盘于2.325港元。康师傅有关人士认为,康师傅的品牌价值令这一交易呈现出好看的势头。经过专业商标公司的评估,康师傅的无形资产已经达到3.46亿美元。康师傅将把此次交易的收益继续投资于康师傅集团的核心业务——方便面业务上,以进一步加强其在中国市场上的领导地位,同时,所得款项还将用于发展其他投资及偿还集团借款。

中国超高速增长的市场蕴藏着无限的商机,但朝日更看重康师傅饮料的13个生产基地、400多个主要销售城市

和 700 多个乡镇、约 3 500 名销售人员,还有人人皆知的品牌。康师傅是中国家喻户晓的品牌,康师傅曾被评为“中国食品工业 20 大著名品牌”;伊藤忠有全世界最成熟的贸易平台;朝日除了生产啤酒外,还具备对东方饮料研发和生产能力。朝日希望可以借助康师傅的品牌和网络迅速进入中国主流的饮料市场。此次强强结盟带来三方优势互补的最大化,将强化康师傅品牌饮料在中国市场的领导地位。合作三方表示,合作充分得益于内地迅速增长的市场需求及不断增长的家庭收入所带来的巨大商机。新公司在进一步提升现有产品及竞争力的同时,还将研制开发运动型、能量功能型及咖啡型饮料等新产品。

五、破 产 清 算

当公司经营状况不好并难以扭转时,进行破产清算可能是最好的减少损失的方法。清算是一种很痛苦的退出方式,它意味着股东的权益以及投资经理人曾经为之付出的努力都付诸东流了。对于投资经理人而言,没有谁从主观上愿意接受参股企业清算的现实,都更希望它能够再运营下去,奇迹会出现,企业会走出困境。但股权投资公司在确定项目公司没有发展前途后一定要作出果断的决策,抽身而出。与其让一无前途的项目占据大量资金,还不如将资金退出投入新的股权投资项目,进入下一个循环。如果行动迟缓,往往会使沉淀在参股公司里的成本加大,给股权投资公司带来更大的损失。

案例 4-4:B 公司的破产

王先生 1998 年从朋友处借 200 万元创办了 B 公司,担任董事长兼总经理。企业开办后一直利用实验室进行小规模生产。B 公司 2000 年从一家风险投资公司(A 公司)融资 300

万元。2001 年企业建厂投产,发现由于技术不成熟,无法规模化生产。此时 A 公司才发现王某已经挪用 A 公司的股权投资资金归还个人的欠款,并且在设备采购中有大量关联交易存在。面对 B 公司资金枯竭的现状,投资经理提出对 B 公司清盘破产,同时诉诸法律。但 A 公司经营者继续听信王先生的“解释”,前后又三次借款给 B 公司共计 300 万元,希望企业能够起死回生,但很快这些借款又被“烧掉”,企业经营状况没有起色。此时 A 公司才申请破产清算,最终前后 500 万元的投资几乎颗粒无收。

项目公司进行清算存在三个条件:

(1) 项目公司在计划经营期内的经营状况与预计目标相差较大,或发展方向背离了业务计划及投资协议中约定的目标,股东决定放弃项目公司;

(2) 项目公司无法偿还到期债务,同时又无法得到新的融资;

(3) 由于项目公司经营状况太差,或是由于资本市场不景气,无法以合理的价格转让,且项目公司其他股东无法或不愿进行股票回购。

项目公司清算是股权投资公司和项目公司最不愿意看到的结果,这种情况的发生也就宣告了股权投资的彻底失败。

在法院宣告企业破产后,中介服务机构接受清算组的委托,按照法律程序和专门方法,对企业资产、负债进行审计和评估。具体要做的工作如下:

1. 审查企业提供的破产基准日资产负债表及相关会计资料

资产负债表不仅是企业申请立项评估的上报资料,而且

是评估工作中的基础资料。评估基准日的资产负债表反映了企业评估前的整体资产状况。为了保证评估基准日的资产、负债真实、准确、完整,应对以下环节重点审计:

(1) 往来账款

重点审计债权、债务的真实性,搞清是否存在坏账,包括债务人是否已经死亡或者破产;抑或法院已经判决终止执行,无力偿还或不可能再偿还的款项;除上述情况以外,债务人较长时期内未履行其偿债义务(大多3年以上),估计无法收回或收回可能性很小的款项。其他应收款和预付账款,关键是要搞清是否有费用挂账。对于应付账款和其他应付款,则应重点关注是否有红字明细余额,这些借方余额是否是秘密亏损,是否有费用性挂账。

(2) 存货

重点关注各存货项目的潜亏及残、次、冷、背、腐蚀及毁损存货的明细,并通过对成本核算方法的分析和检查,判断存货成本是否有人为“肿胀”现象。

(3) 固定资产和在建工程

重点关注折旧的计提是否正确,是否有少提或漏提现象。在建工程项目是否有费用性支出挂账,固定资产项目是否有已经交付使用但依然没有结转的现象。

(4) 其他与损益有关的资产类项目,包括待摊费用、待处理财产损失、递延资产等

大多数破产企业都有历史原因形成的待摊费用、待处理财产损失,包括待处理流动资产净损失、待处理固定资产净损失及递延资产,由于这些项目不存在变现价值,不能给企业带来未来经济利益,应将其转入损益。

由于存在以上种种情况,企业破产日申报的资产负债表

中有些项目属不能变现的“虚拟资产”,有些债权债务属性不清,不能全面真实地反映企业资产负债状况,势必使评估的质量受到影响。为确保评估质量,应通过审计,并编制审计调整后的资产负债表。

2. 按照《中华人民共和国企业破产法》第三十五条规定:人民法院受理破产案件前6个月至破产宣告之日的期间内,破产企业的下列行为无效:

- (1) 隐匿、私分或无偿转让财产;
- (2) 非正常压价出售财产;
- (3) 对原来没有财产担保的债务提供财产担保;
- (4) 对未到期的债务提前清偿;
- (5) 放弃自己的债权等。

因此,对破产企业资产的清查及账册审计,应全面核查此期间经济业务变动事项中是否存在以上情况,以确保破产企业资产安全及债权人的权益。

3. 国有企业必须严格按照《国有资产评估管理办法》规定的程序和方法,对企业破产基准日资产进行全面清查、核实、登记、造册、评定估算,具体工作如下:

(1) 以审计调整后的资产负债表为基础,进行全面的资产清查盘点,核实破产企业资产的盈亏、毁损及待报废情况。

(2) 对仓库里的借条顶库物资,按其名称、规格型号、数量、金额及经办人分类列表、入账。

(3) 收集房地产证件及抵押担保合同证明等。了解是否已作抵押及抵押时间、抵押物名称、抵押权人等;填列财产抵押担保情况统计表,按抵押时间的先后确定抵押担保是否有

效,为法院提供事实依据。同时按照《破产法》第二十八条的规定:已作为担保物的财产不属于破产财产;担保物的价款超过其所担保债务数额的,超过部分属于破产财产,将抵押担保资产予以剔除,不作评估,但应将抵押担保资产中超过抵押担保债务数额的部分列入评估资产范围。

(4) 针对不同企业的破产财产,设计各类评估明细表、汇总表,作好评估前期准备工作。在评估工作中,对产品、半成品的评估难度尤其大,由于企业破产后不能配套组装,其价值难以确定。对此应综合分析,按材料物资属性计价并确定其清算价值。

(5) 由于破产清算涉及国家、企业、职工、债权人等多方面的利益,因此破产企业资产状况的审计、评估是整个破产项目的一项重要工作。只有依法按程序操作,才能出具客观、公正的评估报告,防止资产的流失,维护债权人利益,为清算中编制破产财产分配方案打下坚实基础,保证破产财产按法定程序进行分配。

第五章 案例分析：A 公司股权投资项目

这并不是一个成功的案例，但有时教训往往比经验更加宝贵……

三家不同背景的投资公司都看好了主业为化学原料药的 A 公司，2001 年 2 月，它们组合投资了 1 500 万元，期待着 A 公司在二板市场上市。但是在随后的一年时间里，太多意想不到的事情发生了，所幸市场出现转机，企业开始盈利。2003 年这家净资产 3 000 万元的企业年利润达到 1 000 万元，但三家投资公司却只能无奈地以 10% 的溢价退出。显然对该投资公司而言，在投资 A 公司前后所发生的事情的确有太多的经验教训需要总结。在险象环生的资本市场，能够全身而退还算是幸运的，因为有更多的投资公司投入的钞票最终打了水漂，甚至连声音都听不到……

一、项目概况

(一) 目标公司背景

A 公司成立于 1999 年底，注册资本 1 789 万元，主营医药中间体。该公司为国内大规模工业化生产高纯度结晶 D-核

糖的首家企业,当时已经投资形成 200 吨/年高纯度结晶 D-核糖的生产能力,市场前景较为广阔。该公司总资产 5 000 万元,净资产 2 000 万元,2000 年完成利润 135 万元。其主要产品 D-核糖全部出口,L-谷氨酰胺也供不应求,不能充分满足市场需求,因此 A 公司拟通过增资扩股吸纳 1 500 万元资金,用于进行扩产改造和市场拓展。

(二) 产品情况

D-核糖主要用于治疗心肌局部缺血以及提高运动员的耐久力。根据国际有关专家预测,未来数年内,D-核糖作为保健品在全球可能形成高达 7 000 吨左右的消费市场。核糖的另外重要作用是作为生产抗肿瘤、抗艾滋病等核苷类药物的前体。

谷氨酰胺的药物用途和保健用途都是极为广泛的。简单说来,该产品的药物用途主要是:用做抗溃疡药、增加脑神经机能药、增强机体免疫类药、减肥药、治疗糖尿病类药等;该产品的保健用途主要是用于:运动员的保健用品、维持成人健康的饮料等。由于其广泛的市场应用,市场需求量至少在 5 000 吨以上,而且在不断扩大。

司他夫定、齐多夫定为利用 D-核糖为原料生产的抗艾滋病药物。在 1999 年全球最畅销的 150 个处方药中,齐多夫定和司他夫定分别排名第 51 位和 62 位。国际上流行的“鸡尾酒”疗法,由三种主要药物构成,司他夫定、齐多夫定为其中两种。这两种药物在公司已经通过小试,形成工业化生产为时不远,可望为公司未来创造巨额利润。

(三) 募股意向

B公司持有A公司股份1500万元,占股比例83.84%,为公司绝对控股股东。B公司在历年发展过程中,生产规模不断扩大,背上了沉重的债务包袱,严重缺乏流动资金。为此,B公司决定转让A公司部分股权。同时,A公司通过增资补充流动资金,以保证实现主导产品的高速发展。按计划,A公司将在增资完成后,于2001年进行股份制改造,并争取于适当时机在内地呼之欲出的二板市场上市。

此次增资扩股,以未来A公司可能达到的盈利情况为基础,以能够满足上市条件为计算依据,拟新募集资金1500—2000万元。将公司注册资本扩大到3000万元。

(四) 盈利预测

根据盈利预期,2001--2003年利润合计约5000万元,且2003年利润超过2000万元,基本达到内地主板上市要求,为以后实施IPO提供了选择空间(见表5.1)。

表 5.1 盈利预测基本数据(单位:万元)

	2001 年	2002 年	2003 年	备注
销售收入	4 161	8 335	13 870	
利润总额	834	1 873	4 463	
税后利润	558.82	1 255.41	2 990.40	33%税率

(五) 股权结构

如表 5.2 所示。

表 5.2 公司拟定增资后大致的股权结构图

序 号	股东名单	出资额(万元)	比 例
1	B 公司	1 000	33.3%
2	C 公司	600	20%
3	D 公司	500	16.7%
4	E 公司	300	10%
5	F 公司	300	10%
6	其他投资人	300	10%
	总股本	3 000	100%

(六) 经营者

M 先生,高级工程师,公司董事长兼总经理。M 先生长期从事医药化工行业生产管理及产品开发工作,该公司产品均由其主持开发,且擅长项目选题、设备配置,有较丰富的医药化工生产理论知识和实践经验。

二、前期项目分析

新股东在调研阶段多次与 A 公司进行接触,A 公司也向新股东提供了部分资料。与此同时,新股东通过网络查询、文献检索等方式对该项目的有关内容进行了初步分析。当时对该项目有以下几点判断:

(一) 项目优势

1. 原经营者具有深厚的从业经验;
2. 技术上达到“国际先进水平”;
3. 产品结构较好;

4. 符合国家政策导向;
5. 已有意向产品订单;
6. 各投资方优势互补;
7. 投资额度符合新股东资金实力;
8. 企业从概念上也可以得到进一步的提升;
9. 融资主要用于固定资产投资及流动资金。

(二) 存在问题

1. 行业风险

A公司主要产品 D-核糖自上市以来经历了价格大幅下降的过程,从最高峰的 180 美元/千克降低到 2001 年的 45—50 美元/千克,已经进入合理利润区间。如未来行业竞争加剧,仍存在价格下跌的风险,从而削弱 A 公司的盈利能力。

2. 财务风险

B公司(A的母公司)资产关系混乱,资产负债率偏高(为 70%)。为此,在本次增资扩股过程中,应注意其资产界定。

3. 技术保密

A公司目前没有申请过相关的专利,技术人员的收入偏低,如果发生技术骨干流失,会造成损失。为此,应建立期股期权的激励机制。

4. 关联交易风险

由于 A 公司的生产运营对控股公司即 B 公司有依赖,独立运转能力弱,在增资后独立运营也存在一定的风险。

5. 管理团队

M 先生年龄偏大(65 岁),从其整个管理团队而言,需要充实进具有现代企业经营理念的管理人才。

6. 上市风险

公司虽然属于国家鼓励发展的行业,市场前景也很广阔,但是否能够保证按预定的时间表发行上市,除了业绩要求外,还要做大量细致的工作。更重要的是,上市还要受到国家政策、资本市场具体情况等多方面影响,进度与结果难以准确预测。因此,A 公司存在上市成功与否的风险。

三、大事纪要

表 5.3 列示了该项目从接洽到退出的两年时间内的几个标志性事件,从中不难发现项目进程中的一波三折。

表 5.3 投资 A 公司项目的进程

时 间	进 程
2001 年 2 月	接触该项目
2001 年 4 月	签署框架协议
2001 年 5 月	鉴于 A 公司资金链紧张,陷入停产的边缘,新股东在尚未与原股东就资产事宜达成共识的情况下,对 A 公司实施股权投资,同时聘用具有证券从业背景的新股东 D 公司老板 Z 先生担任 A 公司总经理
2001 年 6 月	各方股东对资产问题出现重大分歧,此后新老股东分别聘请会计师事务所对 A 公司进行审计评估,但仍未能达成一致,股东矛盾显现并逐步激化。同时暴露出原来测算的资金需求量与实际需求存在 1 000 万元的缺口。新聘任总经理由于缺乏业务背景,管理上未能抓住重点,工作被动

续表

时 间	进 程
2001 年 8 月	证券二级市场狂跌, 总经理 Z 先生违规挪用公司 200 万资金用于弥补个人在股市上的亏空。同时总经理以治病为名离岗达两个月之久
2001 年 10 月	违规使用资金事件暴露, 董事会决定对 A 公司实施应急管理, 成立应急管理小组, 取消了总经理对企业的实际控制权; 要求 D 公司在 2001 年 12 月份以前将违规挪用的资金归还到账
2002 年 1 月	技术改造项目完成, 生产能力提高 4 倍, 成本降低 47%, 企业开始实现盈利; 同时新老股东签署协议, 由 B 公司的控股股东 G 公司全权托管经营 A 公司
2003 年 1 月	鉴于对 A 公司已经失去实际控制能力, C/D/E 三家公司溢价 10% 将股权转让给 B 公司的控股股东, 完成股权退出。B 公司的控股股东在 A 公司增资转股前后从股权变更到业务经营一直发挥着实际主导作用, 最终也成为最大的受益者

四、总 结

(一) 经验总结

1. 产品市场定位准确

A 公司新建的谷氨酰胺扩产项目以及批量生产的一些高附加值的医药中间体的确有较大的市场需求, 产品大规模投放市场后, 很快形成新的利润增长点, 为 A 公司实现盈利奠定了基础。也正是由于 A 公司具备了年盈利 1 000 万元的能力, 对 A 公司已失去实际控制能力的新股东才能够得以全身而退。

2. 发现问题后马上控制企业

2001年10月,董事长发现A公司出现“违规使用资金”、“总经理离岗”等问题后,马上召集股东大会,对企业实施应急管理。此间选派有业务背景的经理人入主A公司,迅速稳定管理秩序,狠抓在建项目和降本增效,使得产品生产能力提高4倍,生产成本下降47%,从而有效地提高了市场竞争力。

(二) 教训总结

1. 先出资,后审计评估

在各方尚未就资产问题达成明确一致前,投资公司考虑到项目急需资金,出于诚信,先支付了增资转股资金。尽管在框架协议中制定了一些保护条款,但是毕竟不是最终的资产变更协议。在随后进行的评估审计过程中,投资公司未能及时跟进监控,导致事后各执一词,互不相让;实际上增资转股之时,A公司因资金问题已经陷入停产的边缘,当时如果在谈判中强硬一些,完全能够迫使对方在资产问题上让步,同时能以更低的价格拿到相应的股权。

2. 经营班子聘用失当

A公司是一家化工原料药的制造企业,因此,在经营班子的组建上要注意知识、能力、经验上的互补与配合。项目论证阶段,新老股东沉浸于对公司二板市场上市的憧憬之中,选用了具有证券从业背景的D公司老板担任总经理,没有聘请有医药制造企业经营管理经验的职业经理人入主公司。总经理掌控企业后,又聘用了同样没有业务背景的朋友L先生辅助开展工作,且两人均为“空降部队”,年轻气盛,对当地的文化

缺少认知,与股东及员工的沟通都不够顺畅。这一切使得企业在增资以后对原有的管理与业务问题未能得到有效解决,新的问题又不断出现。

3. 新老股东间的合作缺乏诚信

从股权结构上分析,老股东 B 公司具有化学原料药的产业背景与资源,C 公司为具有当地政府背景的投资公司,拥有一定的人脉资源,D 公司具有多年证券从业经验,E 公司具有多年石化产品国际贸易经验。几家股东可以说是优势互补,如果能够诚信合作,资源共享,A 公司的确有很好的发展潜力。但在合作过程中确实有很多值得反思的地方。

首先,老股东 B 公司在经营上对 A 公司具有重大影响,而四家新股东片面就把 B 公司视为“谈判对手”,忽视了 B 公司以后仍是不可或缺的合作伙伴,大家在共同合作以及 A 公司发展规划方面的交流甚少。而且在谈判过程中,新股东的风格强势,使得新老股东之间出现隔阂。

其次,由于新老股东之间在资产和销售利益划分方面存在分歧,老股东 B 公司没有按照承诺将实际控制的销售资源转给公司,使得 A 公司的销售工作从零开始。老股东与 A 公司非但没有形成资源互补,反而陷入了互相猜疑、掣肘的窘境。

再次,在发现一系列问题后,新股东之间沟通不够充分,“轮番上阵”,单兵作战,决策较为被动,对于出现的问题缺乏有效对策。2001 年 10 月发现了“违规使用资金”、“总经理离岗”等问题。“违规使用资金”影响了股东间的信任,直接导致 D 公司与其他新股东的利益点也出现分歧。“总经理离岗”也导致企业内部出现权力真空,工作出现混乱。

4. 股东管理缺位

公司运行前期,股东未能对企业的运营实施有效的监控。新股东虽然在 A 公司派驻了财务总监、副总经理等高管人员,但上述人员均为兼职,工作中明显缺位,未能有效履行职责;董事长 M 先生对违规使用资金事项事前知晓,但却给予配合默许。

5. 市场起伏

公司产品以出口欧美为主,但 2001 年发生的美国“9.11 事件”对市场造成了相当程度上的打击,从而使原本薄弱的销售工作雪上加霜。

上述教训中有“天灾”,但更多的是“人祸”。投资是投“人”,投资公司需要了解合作方的背景,考虑股东之间的诚信合作,需更重视对经营者的考察。A 公司是一家处于发展阶段的中型企业。这个案例未能取得圆满的结果诚然有操作过程中犯了一些低级错误等方面的原因,如先出资再评估审计,但是本质上的问题还是出在诚信方面,包括股东之间的诚信和经营者对股东的诚信。

第六章 制度、表格与协议范例

任何一家投资公司的资源都是有限的,需要最大限度地整合资源,提高管理实效。因此,构建规范高效运作的管理体系就成为投资公司稳步发展的制度保障。本章精选投资公司常用的管理制度和表格范本,以期为投资企业建立管理体系提供参考。

一、商业计划书格式

网站上的商业计划书范本很多,很多都存在着内容臃肿繁琐的问题。要知道投资经理人判定一个项目的好坏并不取决于商业计划书的字数多少。商业计划书更不是学术论文,要面面俱到。部分融资企业由于缺少经验,往往会陷入这个误区。这里提供一个较为简洁实用的模板(见表 6.1)。

表 6.1 商业计划书提纲

章 节	内 容
一、项目摘要	(2—3 页)
二、公司情况	1. 公司历史
	2. 股权结构
	3. 公司现状
	4. 商业模式
	5. 其他情况

续表

章 节	内 容
三、产品和服务	<ol style="list-style-type: none"> 1. 产品描述 2. 工艺技术 3. 产品研发
四、市场分析	<ol style="list-style-type: none"> 1. 市场组成 2. 目标市场 3. 行业分析 4. 竞争分析
五、管理团队	<ol style="list-style-type: none"> 1. 主要经营者简历 2. 组织结构 3. 激励方案
六、项目进度	<ol style="list-style-type: none"> 1. 经营目标 2. 执行进度 3. 资金使用计划
七、财务分析	<ol style="list-style-type: none"> 1. 财务历史数据(前 3—5 年) 2. 财务预计(后 3—5 年) 3. 资产负债情况
八、风险分析	<ol style="list-style-type: none"> 1. 资源(原材料/供应商)风险 2. 市场不确定性风险 3. 研发风险 4. 生产不确定性风险 5. 成本控制风险 6. 竞争风险 7. 政策风险 8. 财务风险(应收账款/坏账) 9. 管理风险(含人事/人员流动/关键雇员依赖)
九、附录	<ol style="list-style-type: none"> 1. 营业执照影本 2. 工艺流程图 3. 主要产品目录 4. 主要客户名单 5. 主要供货商及经销商名单

二、保密协议(范本)

甲方:

乙方:×××投资有限公司

鉴于甲、乙双方具有开展业务合作的意向,双方为此目的正着手进行了解,因在此过程中将涉及有关资料的保密事宜,特签订此协议。

本协议所称的保密资料是指由甲方向乙方提供的任何资料。该资料包括有关甲方的公司情况、商业计划、开发计划、技术数据及图表、产品信息、信件、传真及其他以书面或电子方式载录的资料。但不包括以下资料:(1)非因乙方的原因公开的资料;(2)甲、乙方一致认为属于非保密的资料。

保密资料为甲方所有,乙方在未经甲方授权的情况下不得以任何形式将保密资料泄露给第三方。

在本协议签署后直至双方合作结束或双方决定不进行或终止合作后的一年内,乙方仅将保密资料用于有关本次合作所需用途,保证除因本次合作而必须接触到保密资料的乙方人员外,不向任何其他人员披露保密资料,并对其知晓的保密资料承担保密责任。

本协议受中国法律约束,一式两份,甲乙各执一份。

甲方代表:

乙方代表:

年 月 日

年 月 日

三、投资框架协议(范例)

甲方:A公司(一家投资基金)

地址:×××× Road, Hongkong

乙方: B 公司 (Incorporated in B. V. I.)

地址:×××× British Virgin Islands

丙方: C 公司 (Incorporated in B. V. I.)

地址:×××× British Virgin Islands

甲方与乙方、丙方经过友好协商,就增资 B 公司并共同推动 B 公司作为主体尽快实现海外上市(以下简称:本项目)的框架、步骤及相关原则性事项达成如下框架协议:

一、本项目的先期工作

各方同意,开展本框架协议所述的各项工作应建立在下述先期工作已得到全部完成且相应的完成结果为各方所共同认可的前提之上:

1. C 公司持有 B 公司 100% 的股份;

2. B 公司已在××年××月××日之前收购了 D 公司(该公司目前的注册地址为:××省××市××园区××路)100% 的股权,收购了 E 公司(该公司目前的注册地址为:××省××市××区××路)100% 的股权, D 公司以及 E 公司均相应变更成为注册在中国境内的外商独资企业;

3. B 公司以及 D 公司已在××年××月××日之前通过符合中华人民共和国法律法规规定的内部重组方式,使 F 公司(现为 D 公司的股东之一)的主要经营性资产集中于变更为外商独资企业的 D 公司资产范围内, B 公司同时应促成 F 公司及其管理层作出承诺,不再从事与 D 公司相同或相似的竞争性业务,今后也无从事该等业务的计划;并且, D 公司以及 E 公司应成为进入 B 公司合并报表范围的子公司;

4. 截至××年××月××日止,拟进入 B 公司合并报表

之 E 公司资产扣除拟进入 B 公司合并报表之 E 公司负债的余额加上 D 公司的净资产合计已达到人民币 6 000 万元(以经审计数据为准)并且该部分资产的年盈利能力已达到人民币 2 500 万元(以经审计数据为准),并具备可预见的适合资本市场融资要求的持续性的增长能力。

二、关于总体方案的框架性步骤

各方同意,开展本项目的总体方案将基本分为以下三个步骤依次执行,具体实施步骤按本框架协议三至五条确定:

1. A 公司或由 A 公司指定的投资人对 B 公司进行增资, B 公司以所接受的增资资金中的一部分用于对 D 公司及/或 E 公司进行增资;

2. 各方共同推进 B 公司尽快通过买壳上市的办法在海外资本市场上市成功,并促成 B 公司在条件符合的前提下争取进行进一步的再融资;

3. 各方致力于建立长期友好的战略合作关系,并共同努力,促进 B 公司及下属企业主营业务的持续发展。有关主要工作的时间安排详见附件:《工作时间初步安排》(以下简称:时间表)。

三、关于 A 公司或 A 公司指定的投资人对 B 公司的增资以及 B 公司对 D 公司及/或 E 公司的增资

1. A 公司承诺将对 B 公司进行增资或由 A 公司指定的投资人对 B 公司进行增资, B 公司应接受增资。增资以 B 公司增发新股的方式进行。

2. 进行本条第 1 款所述的增资工作的具体安排为: B 公司按时间表的时间安排向 A 公司或 A 公司指定的投资人增发新股,在 A 公司或 A 公司指定的投资人认购了 B 公司所增发的新股后, C 公司以及 A 公司或 A 公司指定投资人持有 B

公司的股份比例如下：

股东名称	股份比例
C 公司	60%
A 公司或 A 公司指定投资人	40%

A 公司或 A 公司指定投资人按本款上述之约定认购 B 公司所增发之全部股份的认购价格为折合人民币 3 200 万元的等额美元(按 A 公司或 A 公司指定的投资人支付该款项前一日中国官方公布的人民币对美元的中间价计算)。

3. A 公司或 A 公司指定的投资人应按时间表的时间安排将上款所述应缴款项通过银行转账方式全额汇入 B 公司的账户。各方同意,该等应缴款项中的 2 000 万元将用于对 D 公司及/或 E 公司进行增资,其余 1 200 万元将用于支付 B 公司收购 D 公司和 E 公司之收购款的余额部分。

4. 在 A 公司或 A 公司指定的投资人完成本条上述的增资事项后,B 公司应按时间表的约定以单一股东的身份对 D 公司及/或 E 公司进行增资。B 公司应负责办理外商独资企业增资手续。

5. 本条上述第 1、第 2 款所述的增资事项全部完成后,B 公司的董事会应进行改组,C 公司和 A 公司或 A 公司指定的投资人按照持有 B 公司的股权比例向 B 公司委派董事,同时,D 公司及 E 公司的董事会也应按照上述比例由 C 公司和 A 公司或 A 公司指定的投资人分别委派。B、D 公司和 E 公司的公司章程也应作出修改。

四、关于共同推进 B 公司尽快在海外资本市场买壳上市和再融资

1. 各方同意,将全力支持和推动 B 公司为主体,通过买

壳上市的办法在海外资本市场完成上市,并争取在××年内完成;

2. B公司合并净利润在三年内需具备平均不低于20%的持续性的增长能力,其中净利润的增长率应高于应收账款和库存的增长率。各方同意,如在三年内无法达到上述持续性的增长能力,则乙、丙两方或由乙丙两方指定的投资人将回购A公司在B公司的40%股权,回购价格为下列两者中较高者,该价格将扣除A公司增资至股份回购期间B公司的分红:

(1) 离回购日最近的半年度或年度审计报告中B公司的净资产;

(2) A公司本次对B公司的增资总额加上A公司增资到股份回购期间以每年15%计算的利息(未满一年按一年计算)。

3. 有关上述海外买壳上市的具体策划将由A公司具体负责,B公司和C公司予以协助和配合,但涉及该计划的重大决策事项包括海外资本市场的确定,壳公司的选择,中介机构的选聘以及计划的实施等,将在A公司提出建议的基础上,由各方共同讨论并通过;

4. 各方同意,涉及上述买壳上市的前期费用将由A公司垫付,在上市成功后由B公司承担。如果上市计划在签定本协议后两年内未能实施,则由各方协商分摊;

5. 各方同意在本协议正式签署后,即组织专门的联合工作小组立即着手准备买壳上市有关的工作;

6. 各方同意在B公司为主体的海外上市目标实现后,将共同努力,促成B公司在符合上市国家或地区资本市场当时的规定条件、市场环境和监管要求的前提下,规划并实施进一

步的再融资,各方承诺将为此予以积极的协调和配合。

7. 各方同意 B 公司上市后,各方将积极协助 A 公司实现退出,包括在 IPO 后允许其出售不超过发行后总股本 10% 的股份。

五、关于各方建立战略合作关系,促进 B 公司主营业务的持续发展

1. 各方将致力于建立相互间长期友好的战略合作关系,充分运用各自自身的资源和网络优势,促进 B 公司及下属企业主营业务的持续发展;

2. A 公司或 A 公司指定的投资人将为 B 公司以及 D 公司与 E 公司战略定位与执行、机制创新、收购兼并、产业整合等方面提供系统性的支持和服务,不断协助挖掘和提升企业价值。

六、各方同意,各方将按本框架协议约定依次签订相关具体的法律文件,该等具体法律文件的内容应不违反本框架协议所述之条款的原则。如根据实际情况或适用于本项目的不同法律管辖区域的法律规定,任何一方或多方拟签署的具体法律文件内容与本框架协议所述之条款的原则将存在矛盾,则签署方应当事先征得本框架协议项下所有其他各方的书面同意,在得到本框架协议项下所有其他各方的书面同意的情况下,如生效的具体法律文件与本框架协议的约定有矛盾之处则应以具体法律文件的约定为准。

七、本框架协议签署后,有关各方应为促成上述工作的开展和正式协议的签署互相提供人员、信息、资料等一切必要的便利和协助。各方将共同组成由各自高层牵头的工作小组,负责具体工作的进行。

八、各方同意遵守下述保密义务:

1. 在没有得到其他各方的一致同意之前,其不会向任何人披露本框架协议所述交易内容或本框架协议任何当事人的意向;

2. 其将严格保密其他当事人提供的其事先并不掌握,并且不为公众所知的信息(以下简称:保密信息),并承诺只将保密信息用于本框架协议所述之交易的目的;

3. 其应以对待自己的机密信息一样的谨慎态度对待其他当事人披露的保密信息,并应尽其所能防止任何第三方以不法手段盗取或获取保密信息,或以任何方式复制保密信息;

4. 其将仅向有关的员工及专业顾问透露保密信息,并告知该等员工及专业顾问其在此已承诺的各项保密义务,且促使他们亦全面履行这些保密义务。

如依各方以及各方股东所在地法律法规规定及政府部门要求而披露前款所述交易内容、意向及保密信息,则可不受前款约定的约束。

九、有关时间表将作为本框架协议附件,各方承诺将努力按该时间安排完成各自工作。

十、本框架协议适用中华人民共和国香港特别行政区法律。各方应履行本框架协议所产生的一切争议通过友好协商解决,协商不成则提交香港法院解决。

十一、本框架协议一式三份,各方各执一份。

框架协议签署页(略)

四、产业战略规划提纲格式

(一) 摘要

(二) 行业基本概念

- (三) PEST 分析(政策、经济、社会、科技)/行业分析
- (四) 市场分析/产品分析/客户分析/竞争者分析
- (五) 赢利模式分析/行业成功关键要素
- (六) 产业定位及战略目标
- (七) 产业发展战略组合
- (八) 战略目标进展里程碑
- (九) 战略布局
- (十) 风险与控制
- (十一) 总结

五、行业研究报告提纲格式

- (一) 中国××行业发展现状分析
- (二) 世界××市场发展现状分析
- (三) 中国××行业进出口状况分析
- (四) 中国××行业主要细分市场分析
- (五) 中国××行业市场需求分析
- (六) 中国××行业营销策略分析
- (七) 中国××行业竞争格局分析
- (八) 中国××行业主要企业分析
- (九) 中国××行业发展趋势分析预测
- (十) 中国××行业投资方向分析

六、项目调研提纲(范本)

(一) 企业基本情况、发展历史及结构

1. 成立日期/注册地点/注册资本/经营范围;

2. 股权结构/下属公司/大的收购及出售资产事件。

(二) 人力资源

1. 组织结构(明确到部门科室,标明相关负责人姓名);

2. 董事长及高级管理人员的简历(年龄/学历/分管业务/工作经历);

3. 员工情况(员工数量/学历结构/招聘及培训情况/平均薪资等)。

(三) 市场营销

1. 主要产品及服务(标明各产品名称规格系列/品牌/各产品近三年销售额/各产品近三年毛利);

2. 市场结构(标明各个产品的市场定位/消费群体/销售区域);

3. 主要客户(销售渠道与流程/销售合同样本/销售商名称/地址/联系方式)。

(四) 企业资源及生产流程管理

1. 生产管理(厂区面积/员工数量/主要产品品种、工艺及设计生产能力/2003年实际生产情况/水电煤气配套情况)。制药企业请表示产品功能/新药类别信息;

2. 研究及开发(研发负责人简历/人员情况/仪器设备/在研项目);

3. 主要供应商(采购策略/采购渠道/名称/地址/联系方式)。

(五) 经营业绩

1. 最近三年年度财务报表(如有请提供历年审计意见);

2. 最近三年年度经营业绩、营业额及毛利分析;

3. 最近三年年度经营及管理费用分析;

4. 最近三年非经常项目及异常项目分析。

(六) 公司财务情况

1. 最近三年的资产负债表分析；
2. 资产投保情况分析；
3. 最近三年的财务预算及执行情况；
4. 无形资产(专利/商标/其他知识产权)；
5. 债权(债权基本情况明细/债权有无担保及担保情况/债权期限/债权是否提起诉讼)；
6. 债务(债务基本情况明细/债务有无担保及担保情况/债务抵押、质押情况/债务期限/债务是否提起诉讼)；
7. 公司的不动产、重要动产及无形资产(土地权属/房产权属/车辆清单/专利权及专有技术)抵押担保情况。

(七) 盈利预测

1. 未来两年利润预测(含预测假设前提/预测数据基础/当年预算的执行情况)；
2. 未来两年的现金流量预测(融资额度/资金信贷额度/贷款需要/借款条款)。

(八) 公司涉诉事件

1. 作为原告诉讼事件/作为被告诉讼事件；
2. 公司股东、董事及主要管理者是否有违规情况；
3. 公司有无重大违法经营情况。

(九) 公司经营发展目标

1. 国内行业现状及发展前景(原料供应/市场规模与成长速率/价格走势)；
2. 公司在国内行业中的地位及影响(主要竞争对手情况/生产能力排名/销售额排名/市场占有率)；
3. 公司现存主要问题(如经营团队/资金需求/市场开拓/应收账款项/工艺技术等)；

4. 公司三年发展规划(总体目标/市场占有率/产销规模/市场拓展/新产品开发)。

七、项目投资管理规定(范例)

第一章 总则

第一条 为了规范、加强公司项目投资管理,降低投资风险,提高投资效益,运用科学的管理程序规范投资行为,根据国家有关法律、法规和政策的规定,特制定本办法。

第二条 公司按《公司法》组建全资、控股或参股的有限责任公司、股份制公司,或以其他方式投资的企业,均适用本办法。

第三条 项目公司:本文中指由我公司使用委托资金投资参股或控股的、接受投资的企业。

第四条 本办法由董事会批准实施,本公司对本办法有实施权和最终解释权。

第二章 项目投资的原则、范围

第五条 投资项目必须符合国家产业政策和发展规划的要求,促进产业结构的调整、主导产业的成长以及经济结构的优化。

第六条 本公司项目投资的重点范围是:重点发展精细化工、流通领域、精品酒店及其他相关产业领域。

第七条 投资项目应当市场前景良好,预期经济效益较好,具有较好的成长性。

第八条 投资项目产品的生产有配套生产开发环境,所需能源和原材料等能得到保证,符合保护生态环境的要求,有环境保护部门审查同意的文件。

第九条 项目公司以成长期和上市前重组项目为主,具体的投资比例由董事会决定。

第十条 公司投资的地域范围应以长江三角洲和珠江三角洲为主。

第十一条 项目公司必须为具有法人资格的经济实体。

第十二条 项目公司必须拥有一支结构合理、相互支持、具有高度前瞻的团队;主要负责人应具有较强的领导能力、品行良好,有强烈的事业心和敬业精神。

第十三条 项目公司应当具备经济、技术实施实力和抗风险能力,并具有良好的资信记录,资产运营效率较高,无重大经济、法律纠纷。

第三章 项目投资形式

第十四条 公司的投资形式以股权投资为主,按照《公司法》要求,以合资、合作方式建立规范化的有限责任公司、股份有限公司,公司以出资额为限对被投资企业承担有限经济责任。

第十五条 公司可以通过收购、兼并及改组等形式,对具有良好成长性的企业进行投资;对同一个项目可以采用股权、债转股等多种形式进行复合投资。

第四章 项目的来源、受理与评审

第十六条 投资项目的来源包括:直接联系挖掘的项目公司以及其他投资机构、投资银行及其他金融机构、政府机构、中介机构等推荐的项目。

第十七条 公司应与国内外金融机构等单位建立长期的信息交流合作制度,并通过参加国内外的博览会、研讨会和订阅相关分析报告了解重点投资领域项目的发展动态。

第十八条 公司将设定资料保存的专职人员。项目经理

对于所受理的项目应要求项目公司提供真实、完备的《商业计划书》。《商业计划书》的具体内容要求见附件。

第十九条 项目的论证实行项目经理制。

第二十条 项目经理在受理项目后,应按照投资决策程序(见附件)进行流转操作。对于不符合投资条件的项目公司应及时通知项目公司。

第二十一条 项目的评审实行三级评审制,即项目组初审、投资咨询委员会评审和管理委员会/董事会评审。评审实行投票表决制。

第二十二条 投资咨询委员会应由 3—5 人奇数组成,其中 1/3 为技术、产品专家,1/3 为法律、市场专家,1/3 为金融、财务专家。

第五章 项目的决策

第二十三条 管理委员会/董事会拥有项目投资的最终决策权。

第二十四条 项目经理应向董事会提交可行性论证报告和项目咨询委员会的评审意见供董事会决策参考。

第二十五条 管理委员会/董事会对于投资金额在 500 万元以下(含 500 万元)的项目,由管理委员会成员中代表不低于 2/3 的股份通过方可进行投资;投资金额在 1 000 万元以下(含 1 000 万元)的项目,由管理委员会成员全体通过方可进行投资。对投资金额超过限额的项目将召开委托方董事会或由委托方董事以书面形式表决。

新托管基金的决策权限,根据双方签订的托管协议来确定。

第六章 项目的谈判与签约

第二十六条 对有投资意向的项目,可根据项目进程

由项目经理、副总裁、总裁与项目公司进行商务谈判。根据项目商务谈判的需要可以要求律师、会计师、券商等共同参与。

第二十七条 我方根据商务谈判结果拟定合约的重要条款,正式合同文本、合资公司章程及其他相关文件由项目经理协助律师完成。

第二十八条 商务谈判中应考虑主张以下权利,以维护公司利益:

1. 视所投资金占项目公司的股份的大小,确定我公司参加董事会或监事会的席位。

2. 项目公司必须建立完善的约束、激励机制,对于主要的业务骨干、管理骨干实行期权、期股制度。

3. 项目公司的会计师事务所优先由我公司指定。

4. 我公司对公司的现金投入将根据各阶段投资目标分段投入;并有权根据公司经营情况决定是否继续下一阶段投资。

5. 我公司有优先向第三方投资者转让所持股份的权利。

6. 我公司在按照合约规定减少所持股份时,如无第三方投资者,项目公司在有能力的条件下须购买甲方所减持的股份。

7. 我公司有权在3—5年左右自行决定退出时间,退出时将对项目公司进行评估。

8. 在我公司认为项目公司发生重大变故,或我公司认为的其他重大事项时,有权提出并决定对项目公司进行清算。此决定权不受我公司所持股份数量的限制。

9. 在项目公司有多家股东的前提下,未经我公司同意,项目公司的原主要发起人不得放弃股东地位。

第二十九条 合约文本中除对通常的合作方式及期限、双方权利义务、管理形式等常规性条款作出严密的规定以外，还需对技术可靠性、资产安全性、担保或反担保约束、经营管理的法律责任、退出方式等等作出明确的规定。

第三十条 合约的最终文本，由公司法定代表人或其书面授权代表与项目公司正式签署后生效。

第三十一条 合约签订完成以后，项目经理应将所有资料整理后将原件移交资料保管人员归档。

第七章 项目出资方式

第三十二条 出资可以采用实物资产、现金、无形资产等方式。

第三十三条 有形资产的评估，原则上参照《国有资产评估管理办法》执行；无形资产的评估，原则上参照国家科学技术部和国家工商行政管理局共同颁布的《关于以高新技术成果出资入股若干问题的规定》、《〈关于以高新技术成果出资入股若干问题的规定〉实施办法》及其他政策、法规执行。

第三十四条 对于某些入股比例难以确定的高新技术成果项目，可以采取双方在投资合约中约定的形式，如技术投入方不以技术折价入股，而是以该项技术投入后增收的效益中按一定比例分成利润。

第三十五条 评估应由双方认可的权威中介机构进行。

第三十六条 出资应根据项目公司的时机发展及其对资金的需求采取增资等各种方式分阶段投入。

第八章 项目的管理

第三十七条 项目的管理实行高管领导的项目小组负责制，项目小组应视项目情况，由有行业和资产背景的项目

经理组成。项目小组对该项目的保值、增值、变现负有最终责任。

第三十八条 项目的日常管理：应对项目公司的人员、财务、生产经营等各个方面进行调查分析，并提交书面报告。

第三十九条 项目公司的阶段目标管理：应根据投资合同中明确的阶段目标进行考核，提交目标完成情况的书面报告，并对公司下一阶段的工作提出建议。

第四十条 公司应通过派员参加董事会或监事会以及派出经营管理人员等形式参与项目公司的重大决策，并对其项目进度完成情况进行监管。

第四十一条 董事、监事或高级管理人员原则上由项目小组成员出任。在主要管理人员上我公司应有特别表决权，尤其是总经理的任免决定权。

第四十二条 公司应建立定期巡查制度，定期到项目公司走访，与项目公司交谈。原则上是按月走访。

第四十三条 项目公司需在每月结束后 10 天内提交财务报表、报表附注、财务情况说明书等资料。在每个会计年度结束后的 1 个月内提交经会计师事务所审计的财务报告。项目管理小组需对以上资料作出分析。

第四十四条 项目公司必须建立内审制度。内审的组织由我公司负责进行，内审的费用由项目公司承当。

第九章 项目的退出

第四十五条 项目的退出时机：项目投资后，应定期对项目的经营状况、发展潜力、投资效益、潜在风险等作出科学合理的评估，并根据投资合约的规定或根据项目发展的实际情况，选择合适的退出时机。

第四十六条 项目退出方式：

在项目公司发展有一定规模,时机成熟时,通过收购、兼并、重组等方式帮助其股票上市流通,利用抛售其升值股票而收回投资。

通过内地上市公司的壳资源,将成熟的技术或项目公司转让给有实力的上市公司。

利用内地的产权交易市场,通过优质资产的拍卖以转让股权或置换股权的方式退出。

按照事先订立的契约规定,由合作伙伴回购股权退出,或由其他股东在约定时间内回购全部或部分股权并支付红利而退出。

第四十七条 定期的项目评估制度和严密的投资合同是项目中途退出和最终清盘处理的主要依据。在项目公司出现以下重大情况时,应果断地采取重组、中途撤出、强制清盘以及其他有效应对措施等:

1. 合作方严重违反国家法律、法规及双方合同规定;
2. 经营目标发生重大偏离,出现重大经营失误;
3. 主要管理人员、领导出现重大变动;
4. 资本结构发生重大改变,如发生巨额负债等;
5. 企业发生资产重组;
6. 企业发生再投资;
7. 企业为他人提供担保;
8. 项目技术可靠性不足,生产工艺不够成熟,经反复努力仍不能达到要求;
9. 产品因政策、市场、技术等因素变化,使得其市场前景不够明朗,难以有较大发展潜力;
10. 其他重大事项。

第四十八条 项目的中途撤出或清盘处理应组建专门的

清算小组,按照国家有关的法律、法规和投资双方签署的合同文本进行工作。

第四十九条 项目小组应提出对投资项目的退出、撤出、清盘的建议方案,报董事会/管理委员会决策。

第十章 项目的风险补偿机制

第五十条 项目投资必须按国家有关规定建立严格的风险补偿金制度,从每年成功营运企业的利润分成中提取5%转入风险补偿金;如有按政策返回的公司所得税,则全额转入风险补偿金。

第五十一条 风险补偿金实行专户管理,不再参与新项目的投资,只用于保值、增值的专项资金营运。

第五十二条 风险补偿金用于核销经规范程序审定的投资项目损失。核销审批权限如下:

1. 单项投资损失200万元人民币以下,由董事会2/3以上成员同意后审批核销;
2. 单项投资损失超过200万元人民币以上的,董事会全体成员同意后审批核销。

第十一章 附则

第五十三条 本办法经公司总裁办公会批准后执行。

八、项目投资操作细则(范例)

为了规范、加强公司项目投资管理,降低投资风险,提高投资效益,运用科学的管理程序规范投资行为,特制定本项目投资操作细则。

(一) 总则

公司对项目实行投资经理负责制。对于高管人员直接负

贵的项目,则由其直接行使投资经理的职责和权利。

(二) 项目公司候选

1. 项目公司候选的条件

(1) 符合公司确定的主要投资区域。

a. 长江三角洲;b. 珠江三角洲;c. 其他区域

(2) 符合公司现阶段的主要投资领域

a. 精细化工、食品、医药等相关产业领域

b. 流通领域

c. 酒店、休闲

(3) 项目公司应当进入成长期或扩张期间。

(4) 所处行业应有 10% 以上的年度增长潜力。

(5) 项目公司已经进入盈利阶段。

(6) 公司已经实现稳定经营一年以上的时间。

(7) 预期年度业绩增长在 15% 以上。

(8) 参股 2—3 年可望实现 IPO 或股权转让。

2. 候选项目公司的跟踪

(1) 候选项目公司的跟踪由投资经理负责。

(2) 候选项目公司的跟踪应建立档案,档案建立时先到资料管理员处登记备案,获取项目编号。项目档案由投资经理负责编制,项目投资暂缓、否决后,将档案移交给资料管理员。

(3) 实施投资的项目档案内容应包括:

a. 项目公司的概况(商业计划书、项目初审表);

b. 立项建议书;

c. 行业研究报告;

d. 尽职调查报告(含附件);

e. 项目公司的业务进展状况;

f. 相关协议合同文本;

g. 与项目公司各有关方面的联系情况。

(4) 未实施投资的项目需根据项目阶段归档相关资料。

(三) 项目公司受理

1. 项目公司受理由投资经理组织。

(1) 投资经理负责对项目公司的初步核实,填写项目初审表,提出是否立项意见;

(2) 总经理办公会负责立项审核;

(3) 总经理批准立项。

2. 投资经理接受项目公司的《商业计划书》,提出所需材料清单并做好会谈纪要。

3. 必要时投资经理指导项目公司编制《商业计划书》。

4. 投资经理对项目公司所提供的资料初步核实并分析,对初步判有投资价值的项目出具《立项建议书》,分管副总经理负责进行《立项建议书》进行指导和初审。

5. 总经理办公会负责对《立项建议书》进行评议审核。

(1) 审核结果可以立项,报总经理批准后进行考查验证。

(2) 审核结果不予立项,由投资经理通报项目公司,并做好归档登记以便跟踪。

6. 在初步核实及评议过程中,如需项目公司补充财务、技术、营销等资料,由投资经理负责索取。

(四) 项目公司考查验证

1. 项目公司考查验证由投资经理负责。

2. 投资经理进行尽职调查并开展专家、客户咨询,形成《尽职调查报告》。

3. 尽职调查成果。

(1) 企业基本情况、人员素质;

(2) 产品市场情况;

- (3) 业务特点;
- (4) 未来发展前景;
- (5) 风险评估;
- (6) 退出初步方案业务。

4. 咨询、评估。

(1) 投资经理组织技术评估、市场评估并组织专家咨询,对技术、市场作出评估;

(2) 投资经理、行政财务部组织财务评估,并开展银行、会计师事务所咨询,对项目公司财务状况作出评估。

5. 咨询、评估成果。

(1) 业务评估应包括业务发展方向、从事业务拓展的人力资源状况、技术服务与支持、产品更新换代周期、研究开发与竞争对手的比较、已拥有或准备申请的专利等。

(2) 市场评估应包括产品销路与服务需求、竞争对手的规模及占有的市场份额、营销能力与手段等。

(3) 财务评估应包括历史财务报表分析、未来财务预测、财务会计组织、管理与控制、投资资金与风险、利润等。

6. 投资经理、行政财务部设计投资方案及退出方案,并与项目公司磋商。

7. 投资经理对上述评估予以综合,形成《投资分析报告》。

(五) 公司决策

1. 总经理办公会对《投资分析报告》进行质疑、评审,形成会议纪要。

(1) 质疑、评审结果确认投资可行,则由投资经理负责形成《投资可行性报告》;

(2) 质疑、评审结果认为需补充完善有关资料由投资经理负责完成;

(3) 质疑、评审结果确定不予投资的,则由投资经理通报项目公司,并将各项资料予以归档,以便跟踪。

2. 副总经理审批《投资可行性报告》。

3. 总经理主持项目评审会议,对《投资可行性报告》进行听证、质询,并形成会议纪要。

4. 投资经理根据会议纪要,修正《投资可行性报告》,并提交总经理最终审定。

5. 总经理根据决策权限,作出投资决定。

(1) 项目评议会议同意投资,则根据投资批准权限,由总经理或董事会批准投资决定;

(2) 项目评议会议不同意投资,则由投资经理通报项目公司,并将各项资料予以归档,以便跟踪。

7. 总经理或董事会批准投资决定后,由投资经理负责组织商务谈判并协助拟定相关投资协议。如最终未能达成投资协议,则由投资经理通报项目公司,并将各项资料予以归档,以便跟踪。

8. 商务谈判及协议合同的拟定,需征得法律顾问参与、指导。

9. 协议合同由分管副总经理审定,总经理批准。

10. 由投资经理负责办理投资批准、登记手续,并将各项资料予以归档。

(六) 实施

本细则自发布之日起开始实施,总经理办公会负责解释。

×××投资有限公司

××××年××月××日

九、项目小组管理规定(范例)

项目投资与管理是整个股权投资运作过程中最为关键的环节。项目投资不仅要慎重选好项目,更重要的是对所投资的项目进行有效监督和事前、事中和事后管理,这既是规避风险的一个重要手段,也是公司生存发展的基础。为此,公司特制定以下暂行办法以进一步加强项目管理。

(一) 建立项目管理小组,全方位实施项目管理

1. 每个项目在正式立项后即设立项目小组,项目小组行使该项目全过程协调与管理职能;

2. 每个项目小组设组长一名,项目小组的管理实施组长负责制,原则上项目小组由有行业和资产管理背景的项目经理人组成;

3. 项目小组组长对总裁及分管副总裁负责,组长应积极与有关部门进行沟通协作。在工作中要始终保持团结协作态度,全力推进项目管理工作;

4. 自资金投入至变现退出,项目小组对项目实行从谈判、投资、管理、收益全过程的动态管理。项目小组要认真履行以下职责:

(1) 定期走访项目公司,深入调查研究,为企业提供咨询与服务;

(2) 认真监督项目公司的经营状况,努力维护公司的投资权益;

(3) 注重事前、事中和事后管理,及时发现问题,并及时反馈有关信息;

(4) 每个项目管理小组每月必须完成一篇项目动态进展

情况报告；

(5) 每个项目管理小组每半年必须完成一篇项目分析报告；

(6) 积极主动寻找潜在投资方，努力寻找资金变现和企业进一步发展的途径；

(7) 研究项目公司相关行业的发展状况，每年度完成一份行业分析报告。

(二) 进一步加强对项目管理成本的核算

1. 投资项目成本核算组织机构

(1) 投资项目的成本核算以各项目小组为了实施该项目所发生的费用为核算对象；

(2) 投资项目的分管副总裁为项目成本核算的主体，负责全面落实、控制项目的运行成本；

(3) 委托财务部结合日常财务工作，负责项目成本核算的具体工作；

(4) 财务部经理负责对各项目目标成本的确认、实施等工作进行监督，定期向公司总裁书面报告各项目的实施成本执行情况。

2. 项目成本核算程序

(1) 根据公司项目成本核算办法中有关项目成本控制范围，由项目的分管副总裁提出该项目的实施成本计划、控制及其监督执行方案，报经公司总经理核准；

(2) 经公司总裁核准的项目成本计划、控制及其监督执行方案送集团公司财务部备查；

(3) 项目需发生的各类业务支出，届时由项目小组提出需求意见，经分管副总经理核准、签发后，可在财务部填制有关暂借款凭证后暂借有关款项，或凭有关原始凭证在财务部核销；项目分管副总裁关于业务需要的款项支出计划由集团

公司财务部经理核实,并监督执行,同时将副总裁的款项计划报公司总裁备案:

(4) 财务部经理逐月对项目的实际用款进行监督,并通报项目小组,如项目因特殊原因需增加运作成本时,项目小组需事先向集团公司财务部经理作专题报告,经其核实后,报总经理核准;

(5) 财务部为各项目单独开列账页,并逐月书面告示目标成本执行情况;

(6) 财务部经理负责监督执行。

3. 项目目标成本的确定

项目目标总成本原则上需控制在总投资额的百分之一以内,在此基础上,各项目的目标成本根据项目各自的投资额、我公司对项目管理的深度,以及项目所在地区等多种因素核定的系数进行确定。项目成本确定后原则上分三年逐年控制执行。

(三) 实施项目变现奖的奖励办法

为鼓励项目小组工作积极性,公司发放项目变现奖将与项目管理小组工作业绩挂钩。

1. 奖励额度:项目变现后扣除项目成本后利润的 15%;

2. 奖励额度的确定:根据公司对项目管理小组工作业绩的考评结果确定对项目管理小组的奖励额度;

3. 奖励安排:由项目小组组长向分管副总裁后提出分配方案,再报经总裁办公会议审议后实施。

(四) 本暂行办法自××××年××月××日起正式实施

×××投资有限公司

××××年××月××日

十、激励计划(范例)

为构造××公司长期稳定发展的核心竞争力,激励公司专业人员和管理者在股权投资项目中的优异表现,公司自2004年×月×日起实行本股权投资激励计划。

(一) 股权投资激励计划的执行条件和时间截止点

同时符合以下条件的股权投资项目可执行激励计划,发放项目奖金:(1)在投资后的2到3年内成功退出(股权转让或IPO);(2)退出时的年平均资本增值在10%以上;(3)公司将每年的12月31日定为审核该年度内符合激励条件的投资项目的截止点,并在次年的1月份发放上一年度项目奖金。其中以股权转让形式退出的项目应在时间截止点前资金到账,以IPO形式退出的项目应在时间截止点前资金到账或以当日的净资产值为考查依据。

(二) 股权投资激励计划的参与者

以下人员是股权投资激励计划的参与者,可享受相应的项目奖金:投资项目组的负责人,投资项目组的组员,公司投资决策委员会成员,公司其他相关人员(其他项目组成员、后勤管理人员等)。

(三) 股权投资激励计划的项目奖金计算和分配

项目奖金总额与项目退出时的年平均资本增值、项目利润有如下的对应关系:

年平均资本增值	10%—15%	15%—20%	>20%
项目奖金总额	10%的项目利润	15%的项目利润	20%的项目利润

其中,项目利润 = 项目收入(股权转让的到账资金总额 / IPO 项目退出的到账资金总额 / IPO 项目尚未退出时项目奖金计算日的净资产额) - 资金成本 - 项目成本(含外部人员或中介机构的项目介绍费、外部专家费、项目直接成本等)。

项目奖金总额作如下分配:(1)20%为预提部分,作为风险基金、其他项目组人员奖金和后勤管理人员奖金等,具体的分配方案由公司总裁决定。(2)70%为项目组负责人和项目组组员的项目奖金,具体的分配方案由项目组负责人建议,并提交公司总裁批准。其中,项目组负责人可得该奖金的70%或以上。(3)10%为公司投资决策委员会成员奖金,具体的分配方案由公司总裁决定。

(四) 特殊情况的处理

在项目进行过程中发生人员离职,该离职人员一律不享受项目激励时的项目奖金。

项目进行过程中发生人员新增、人员调出或人员职责改变,按照“项目投资:项目管理:项目退出 = X:X:X”的原则分配有关奖金。

××投资有限公司

××××年××月××日

附表一:项目初审表(范本)

项目初审表

项目名称			
项目来源	联系人及电话		
初审时间	初审人员		
项目简介			
项目指标	<p>产业领域</p> <p>○ 化工、食品、医药</p> <p>○ 医院、流通领域</p> <p>○ 其他</p> <p>公司阶段</p> <p>○ 种子期 ○ 启动期</p> <p>○ 发展期 ○ 扩张期</p> <p>○ 成熟期</p> <p>年度盈利状况</p> <p>○ 1 000 万以上</p> <p>○ 500—1 000 万</p> <p>○ 0—500 万</p> <p>○ 亏损阶段</p> <p>行业地位(国内区域市场)</p> <p>○ 行业前三位</p> <p>○ 行业前 10 位</p> <p>○ 一般 ○ 不确定</p>	<p>行业成长性</p> <p>○ 10% 以上</p> <p>○ 5%—10%</p> <p>○ 0—5% ○ 行业萎缩</p> <p>行业壁垒</p> <p>○ 较大 ○ 一般</p> <p>○ 较小</p> <p>经营团队</p> <p>○ 理想</p> <p>○ 欠理想,有优势</p> <p>○ 一般 ○ 不理想</p> <p>○ 不确定</p> <p>预期投资回报</p> <p>○ 较好 ○ 一般</p> <p>○ 较差</p> <p>合作条件</p> <p>○ 很有利 ○ 一般</p> <p>○ 无利</p>	
投资经理意见	<input type="checkbox"/> 建议立项 <input type="checkbox"/> 建议追踪 <input type="checkbox"/> 建议暂缓 <input type="checkbox"/> 建议否决		
总裁意见			
备 注			

附表三：项目投资审批表(范本)

项目投资审批表

项目公司名称	
项目简介	可择要说明：行业、产品、市场、管理团队、竞争优势、项目风险
投资方及股份结构	
公司价值评估	
预期回报时间(年)	
预期回报倍数	
计划退出途径	
投资经理	
分管副总意见 签 署	年 月 日
财务部门意见 签 署	年 月 日
律师意见 签 署	年 月 日
总裁意见	年 月 日
董事会意见	年 月 日
附 件	

附表四：项目公司经营状况信息表(范本)

项目公司经营状况信息表(按月度填写)

项目名称		投资额	
投资经理		填写日期	
进展情况	<ul style="list-style-type: none"> ● 营运情况： ● 资产情况： ● 现存在问题 		
项目小组完成工作			
下阶段工作建议			
分管副总意见			
总裁意见			
备注			

(附 录)

1. 《企业国有产权转让暂行办法》 (国资委、财政部)

第一章 总 则

第一条 为规范企业国有产权转让行为,加强企业国有产权交易的监督管理,促进企业国有资产的合理流动、国有经济布局 and 结构的战略性调整,防止企业国有资产流失,根据《企业国有资产监督管理暂行条例》和国家有关法律、行政法规的规定,制定本办法。

第二条 国有资产监督管理机构、持有国有资本的企业(以下统称转让方)将所持有的企业国有产权有偿转让给境内外法人、自然人或者其他组织(以下统称受让方)的活动适用本办法。

金融类企业国有产权转让和上市公司的国有股权转让,按照国家有关规定执行。

本办法所称企业国有产权,是指国家对企业以各种形式投入形成的权益、国有及国有控股企业各种投资所形成的应享有的权益,以及依法认定为国家所有的其他权益。

第三条 企业国有产权转让应当遵守国家法律、行政法规和政策规定,有利于国有经济布局 and 结构的战略性调整,促进国有资本优化配置,坚持公开、公平、公正的原则,保护国家和其他各方合法权益。

第四条 企业国有产权转让应当在依法设立的产权交易机构中公开进行,不受地区、行业、出资或者隶属关系的限制。国家法律、行政法规另有规定的,从其规定。

第五条 企业国有产权转让可以采取拍卖、招投标、协议转让以及国家法律、行政法规规定的其他方式进行。

第六条 转让的企业国有产权权属应当清晰。权属关系不明确或者存在权属纠纷的企业国有产权不得转让。被设置为担保物权的企业国有产权转让,应当符合《中华人民共和国担保法》的有关规定。

第七条 国有资产监督管理机构负责企业国有产权转让的监督管理工作。

第二章 企业国有产权转让的监督管理

第八条 国有资产监督管理机构对企业国有产权转让履行下列监管职责:

(一) 按照国家有关法律、行政法规的规定,制定企业国有产权交易监管制度和办法;

(二) 决定或者批准所出资企业国有产权转让事项,研究、审议重大产权转让事项并报本级人民政府批准;

(三) 选择确定从事企业国有产权交易活动的产权交易机构;

(四) 负责企业国有产权交易情况的监督检查工作;

(五) 负责企业国有产权转让信息的收集、汇总、分析和上报工作;

(六) 履行本级政府赋予的其他监管职责。

本办法所称所出资企业是指国务院、省、自治区、直辖市人民政府,设区的市、自治州级人民政府授权国有资产监督管理机构履行出资人职责的企业。

第九条 所出资企业对企业国有产权转让履行下列职责:

(一) 按照国家有关规定,制定所属企业的国有产权转让管理办法,并报国有资产监督管理机构备案;

(二) 研究企业国有产权转让行为是否有利于提高企业的核心竞争力,促进企业的持续发展,维护社会的稳定;

(三) 研究、审议重要子企业的重大国有产权转让事项,决定其他子企业的国有产权转让事项;

(四) 向国有资产监督管理机构报告有关国有产权转让情况。

第十条 企业国有产权转让可按下列基本条件选择产权交易机构:

(一) 遵守国家有关法律、行政法规、规章以及企业国有产权交易的政策规定;

(二) 履行产权交易机构的职责,严格审查企业国有产权交易主体的资格和条件;

(三) 按照国家有关规定公开披露产权交易信息,并能够定期向国有资产监督管理机构报告企业国有产权交易情况;

(四) 具备相应的交易场所、信息发布渠道和专业人员,能够满足企业国有产权交易活动的需要;

(五) 产权交易操作规范,连续 3 年没有将企业国有产权拆细后连续交易行为以及其他违法、违规记录。

第三章 企业国有产权转让的程序

第十一条 企业国有产权转让应当做好可行性研究,按照内部决策程序进行审议,并形成书面决议。

国有独资企业的产权转让,应当由总经理办公会议审议。国有独资公司的产权转让,应当由董事会审议;没有设立董事会的,由总经理办公会议审议。涉及职工合法权益的,应当听取转让标的企业职工代表大会的意见,对职工安置等事项应当经职工代表大会讨论通过。

第十二条 按照本办法规定的批准程序,企业国有产权转让事项经批准或者决定后,转让方应当组织转让标的企业按照有关规定开展清产核资,根据清产核资结果编制资产负债表和资产移交清册,并委托会计师事务所实施全面审计(包

括按照国家有关规定对转让标的企业法定代表人的离任审计)。资产损失的认定与核销,应当按照国家有关规定办理。

转让所出资企业国有产权导致转让方不再拥有控股地位的,由同级国有资产监督管理机构组织进行清产核资,并委托社会中介机构开展相关业务。

社会中介机构应当依法独立、公正地执行业务。企业和个人不得干预社会中介机构的正常执业行为。

第十三条 在清产核资和审计的基础上,转让方应当委托具有相关资质的资产评估机构依照国家有关规定进行资产评估。评估报告经核准或者备案后,作为确定企业国有产权转让价格的参考依据。

在产权交易过程中,当交易价格低于评估结果的90%时,应当暂停交易,在获得相关产权转让批准机构同意后方可继续进行。

第十四条 转让方应当将产权转让公告委托产权交易机构刊登在省级以上公开发行的经济或者金融类报刊和产权交易机构的网站上,公开披露有关企业国有产权转让信息,广泛征集受让方。产权转让公告期为20个工作日。

转让方披露的企业国有产权转让信息应当包括下列内容:

- (一) 转让标的基本情况;
- (二) 转让标的企业的产权构成情况;
- (三) 产权转让行为的内部决策及批准情况;
- (四) 转让标的企业近期经审计的主要财务指标数据;
- (五) 转让标的企业资产评估核准或者备案情况;
- (六) 受让方应当具备的基本条件;
- (七) 其他需披露的事项。

第十五条 在征集受让方时,转让方可以对受让方的资质、商业信誉、经营情况、财务状况、管理能力、资产规模等提出必要的受让条件。

受让方一般应当具备下列条件:

- (一) 具有良好的财务状况和支付能力;
- (二) 具有良好的商业信用;
- (三) 受让方为自然人的,应当具有完全民事行为能力;
- (四) 国家法律、行政法规规定的其他条件。

第十六条 受让方为外国及中国香港特别行政区、澳门特别行政区、台湾地区的法人、自然人或者其他组织的,受让企业国有产权应当符合国务院公布的《指导外商投资方向规定》及其他有关规定。

第十七条 经公开征集产生两个以上受让方时,转让方应当与产权交易机构协商,根据转让标的的具体情况采取拍卖或者招投标方式组织实施产权交易。

采取拍卖方式转让企业国有产权的,应当按照《中华人民共和国拍卖法》及有关规定组织实施。采取招投标方式转让企业国有产权的,应当按照国家有关规定组织实施。企业国有产权转让成交后,转让方与受让方应当签订产权转让合同,并应当取得产权交易机构出具的产权交易凭证。

第十八条 经公开征集只产生一个受让方或者按照有关规定经国有资产监督管理机构批准的,可以采取协议转让的方式。

采取协议转让方式的,转让方应当与受让方进行充分协商,依法妥善处理转让中所涉及的相关事项后,草签产权转让合同,并按照本办法第十一条规定的程序进行审议。

第十九条 企业国有产权转让合同应当包括下列主要内容:

- (一) 转让与受让双方的名称与住所;
- (二) 转让标的企业国有产权的基本情况;
- (三) 转让标的企业涉及的职工安置方案;
- (四) 转让标的企业涉及的债权、债务处理方案;
- (五) 转让方式、转让价格、价款支付时间和方式及付款条件;
- (六) 产权交割事项;
- (七) 转让涉及的有关税费负担;
- (八) 合同争议的解决方式;
- (九) 合同各方的违约责任;
- (十) 合同变更和解除的条件;
- (十一) 转让和受让双方认为必要的其他条款。

转让企业国有产权导致转让方不再拥有控股地位的,在签订产权转让合同时,转让方应当与受让方协商提出企业重组方案,包括在同等条件下对转让标的企业职工的优先安置方案。

第二十条 企业国有产权转让的全部价款,受让方应当按照产权转让合同的约定支付。

转让价款原则上应当一次付清。如金额较大、一次付清确有困难的,可以采取分期付款的方式。采取分期付款方式的,受让方首期付款不得低于总价款的30%,并在合同生效之日起5个工作日内支付;其余款项应当提供合法的担保,并应当按同期银行贷款利率向转让方支付延期付款期间利息,付款期限不得超过1年。

第二十一条 转让企业国有产权涉及国有划拨土地使用权转让和由国家出资形成的探矿权、采矿权转让的,应当按照国家有关规定另行办理相关手续。

第二十二条 转让企业国有产权导致转让方不再拥有控股地位的,应当按照有关政策规定处理好与职工的劳动关系,解决转让标的企业拖欠职工的工资、欠缴的各项社会保险费以及其他有关费用,并做好企业职工各项社会保险关系的接续工作。

第二十三条 转让企业国有产权取得的净收益,按照国家有关规定处理。

第二十四条 企业国有产权转让成交后,转让和受让双方应当凭产权交易机构出具的产权交易凭证,按照国家有关规定及时办理相关产权登记手续。

第四章 企业国有产权转让的批准程序

第二十五条 国有资产监督管理机构决定所出资企业的国有产权转让。其中,转让企业国有产权致使国家不再拥有控股地位的,应当报本级人民政府批准。

第二十六条 所出资企业决定其子企业的国有产权转让。其中,重要子企业的重大国有产权转让事项,应当报同级国有资产监督管理机构会签财政部门后批准。其中,涉及政府社会公共管理审批事项的,需预先报经政府有关部门审批。

第二十七条 转让企业国有产权涉及上市公司国有股性质变化或者实际控制权转移的,应当同时遵守国家法律、行政法规和相关监管部门的规定。

对非上市股份有限公司国有股权转让管理,国家另有规定的,从其规定。

第二十八条 决定或者批准企业国有产权转让行为,应当审查下列书面文件:

- (一) 转让企业国有产权的有关决议文件;
- (二) 企业国有产权转让方案;
- (三) 转让方和转让标的企业国有资产产权登记证;
- (四) 律师事务所出具的法律意见书;
- (五) 受让方应当具备的基本条件;
- (六) 批准机构要求的其他文件。

第二十九条 企业国有产权转让方案一般应当载明下列内容:

- (一) 转让标的企业国有产权的基本情况;
- (二) 企业国有产权转让行为的有关论证情况;
- (三) 转让标的企业涉及的、经企业所在地劳动保障行政部门审核的职工安置方案;
- (四) 转让标的企业涉及的债权、债务包括拖欠职工债务的处理方案;
- (五) 企业国有产权转让收益处置方案;
- (六) 企业国有产权转让公告的主要内容。

转让企业国有产权导致转让方不再拥有控股地位的,应当附送经债权金融机构书面同意的相关债权债务协议、职工代表大会审议职工安置方案的决议等。

第三十条 对于国民经济关键行业、领域中对受让方有特殊要求的,企业实施资产重组中将企业国有产权转让给所属控股企业的国有产权转让,经省级以上国有资产监督管理机构批准后,可以采取协议转让方式转让国有产权。

第三十一条 企业国有产权转让事项经批准或者决定后,如转让和受让双方调整产权转让比例或者企业国有产权转让方案有重大变化的,应当按照规定程序重新报批。

第五章 法律责任

第三十二条 在企业国有产权转让过程中,转让方、转让标的企业和受让方有下列行为之一的,国有资产监督管理机构或者企业国有产权转让相关批准机构应当要求转让方终止产权转让活动,必要时应当依法向人民法院提起诉讼,确认转让行为无效。

- (一) 未按本办法有关规定在产权交易机构中进行交易的;
- (二) 转让方、转让标的企业不履行相应的内部决策程序、批准程序或者超越权限、擅自转让企业国有产权的;
- (三) 转让方、转让标的企业故意隐匿应当纳入评估范围的资产,或者向中介机构提供虚假会计资料,导致审计、评估结果失真,以及未经审计、评估,造成国有资产流失的;
- (四) 转让方与受让方串通,低价转让国有产权,造成国有资产流失的;
- (五) 转让方、转让标的企业未按规定妥善安置职工、接续社会保险关系、处理拖欠职工各项债务以及未补缴欠缴的各项社会保险费,侵害职工合法权益的;
- (六) 转让方未按规定落实转让标的企业的债权债务,非法转移债权或者逃避债务清偿责任的;以企业国有产权作为担保的,转让该国有产权时,未经担保权人同意的。
- (七) 受让方采取欺诈、隐瞒等手段影响转让方的选择以及产权转让合同签订的;
- (八) 受让方在产权转让竞价、拍卖中,恶意串通压低价格,造成国有资产流

失的。

对以上行为中转让方、转让标的企业负有直接责任的主管人员和其他直接责任人员,由国有资产监督管理机构或者相关企业按照人事管理权限给予警告,情节严重的,给予纪律处分,造成国有资产损失的,应当负赔偿责任;由于受让方的责任造成国有资产流失的,受让方应当依法赔偿转让方的经济损失;构成犯罪的,依法移送司法机关追究刑事责任。

第三十三条 社会中介机构在企业国有产权转让的审计、评估和法律服务中违规执业的,由国有资产监督管理机构将有关情况通报其行业主管机关,建议给予相应处罚;情节严重的,可要求企业不得再委托其进行企业国有产权转让的相关业务。

第三十四条 产权交易机构在企业国有产权交易中弄虚作假或者玩忽职守,损害国家利益或者交易双方合法权益的,依法追究直接责任人员的责任,国有资产监督管理机构将不再选择其从事企业国有产权交易的相关业务。

第三十五条 企业国有产权转让批准机构及其有关人员违反本办法,擅自批准或者在批准中以权谋私,造成国有资产流失的,由有关部门按照干部管理权限,给予纪律处分;构成犯罪的,依法移送司法机关追究刑事责任。

第六章 附 则

第三十六条 境外企业国有产权转让管理办法另行制定。

第三十七条 政企尚未分开的单位以及其他单位所持有的企业国有产权转让,由主管财政部门批准,具体比照本办法执行。

第三十八条 本办法由国务院国有资产监督管理委员会负责解释;涉及有关部门的,由国资委商有关部门解释。

第三十九条 本办法自二〇〇四年二月一日起施行。

2. 《关于企业股权投资业务若干所得税问题的通知》(国家税务总局)

各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局、地方税务局:

为适应企业改革的需要,鼓励和促进有正常经营需要的企业投资活动的健康发展,规范 and 加强对企业投资的资产增值转移等应税行为的管理,根据《中华人民共和国企业所得税暂行条例》及其实施细则的精神,现将企业股权投资中涉及所得税问题明确如下:

一、企业股权投资所得的所得税处理

(一) 企业的股权投资所得是指企业通过股权投资从被投资企业所得税后累计未分配利润和累计盈余公积金中分配取得股息性质的投资收益。凡投资方企业适用的所得税税率高于被投资企业适用的所得税税率的,除国家税收法规规定的定期减税、免税优惠以外,其取得的投资所得应按规定还原为税前收益后,并入投资企业的应纳税所得额,依法补缴企业所得税。

(二) 被投资企业分配给投资方企业的全部货币性资产和非货币性资产(包括被投资企业为投资方企业支付的与本身经营无关的任何费用),应全部视为被投资企业对方投资企业的分配支付额。

货币性资产是指企业持有的现金及将以固定或可确定金额的货币收取的资

产,包括现金、应收账款、应收票据和债券等。非货币资产是指企业持有的货币性资产以外的资产,包括存货、固定资产、无形资产、股权投资等。

被投资企业向投资方分配非货币性资产,在所得税处理上应视为以公允价值销售有关非货币性资产和分配两项经济业务,并按规定计算财产转让所得或损失。

(三)除另有规定者外,不论企业会计账务中对投资采取何种方法核算,被投资企业会计账务上实际作利润分配处理(包括以盈余公积和未分配利润转增资本)时,投资方企业应确认投资所得的实现。

(四)企业从被投资企业分配取得的非货币性资产,除股票外,均应按有关资产的公允价值确定投资所得。企业取得的股票,按股票票面价值确定投资所得。

二、企业股权投资转让所得和损失的所得税处理

(一)企业股权投资转让所得或损失是指企业因收回、转让或清算处置股权投资的收入减除股权投资成本后的余额。企业股权投资转让所得应并入企业的应纳税所得,依法缴纳企业所得税。

被投资企业对外投资方的分配支付额,如果超过被投资企业的累计未分配利润和累计盈余公积金而低于投资方的投资成本的,视为投资回收,应冲减投资成本;超过投资成本的部分,视为投资方企业的股权转让所得,应并入企业的应纳税所得,依法缴纳企业所得税。

(二)被投资企业发生的经营亏损,由被投资企业按规定结转弥补;投资方企业不得调整减低其投资成本,也不得确认投资损失。

(三)企业因收回、转让或清算处置股权投资而发生的股权投资损失,可以在税前扣除,但每一纳税年度扣除的股权投资损失,不得超过当年实现的股权收益和投资转让所得,超过部分可无限期向以后纳税年度结转扣除。

三、企业以部分非货币性资产投资的所得税处理

(一)企业以经营活动的部分非货币性资产对外投资,包括股份公司的法人股东以其经营活动的部分非货币性资产向股份公司配购股票,应在投资交易发生时,将其分解为按公允价值销售有关非货币性资产和投资两项经济业务进行所得税处理,并按规定计算确认资产转让所得或损失。

(二)上述资产转让所得如数额较大,在一个纳税年度确认实现缴纳企业所得税确有困难的,报经税务机关批准,可作为递延所得,在投资交易发生当期及随后不超过5个纳税年度内平均摊转到各年度的应纳税所得中。

(三)被投资企业接受的上述非货币资产,可按经评估确认的价值确定有关资产的成本。

四、企业整体资产转让的所得税处理

(一)企业整体资产转让是指,一家企业(以下简称转让企业)不需要解散而将其经营活动的全部(包括所有资产和负债)或其独立核算的分支机构转让给另一家企业(以下简称接受企业),以换取代表接受企业资本的股权(包括股份或股票等),包括股份公司的法人股东以其经营活动的全部或其独立核算的分支机构向股份公司配购股票。企业整体资产转让原则上应在交易发生时,将其分解为按公允价值销售全部资产和进行投资两项经济业务进行所得税处理,并按规定计算确认资产转让所得或损失。

(二)如果企业整体资产转让交易的接受企业支付的交换额中,除接受企业股权以外的现金、有价证券、其他资产(以下简称“非股权支付额”)不高于所支付

的股权的票面价值(或股本的账面价值)20%的,经税务机关审核确认,转让企业可暂不计算确认资产转让所得或损失。转让企业和接受企业不在同一省(自治区、直辖市)的,须报国家税务总局审核确认。

转让企业取得接受企业的股权的成本,应以其原持有的资产的账面净值为基础确定。不得以经评估确认的价值为基础确定。

接受企业接受转让企业的资产的成本,须以其在转让企业原账面净值为基础结转确定,不得按经评估确认的价值调整。

五、企业整体资产置换的所得税处理

(一) 企业整体资产置换是指,一家企业以其经营活动的全部或其独立核算的分支机构与另一家企业的经营活动的全部或其独立核算的分支机构进行整体交换,资产置换双方企业都不解散。企业整体资产置换原则上应在交易发生时,将其分解为按公允价值销售全部资产和按公允价值购买另一方全部资产的经济业务进行所得税处理,并按规定计算确认资产转让所得或损失。

(二) 如果整体资产置换交易中,作为资产置换交易补价(双方全部资产公允价值的差额)的货币性资产占换入总资产公允价值不高于25%的,经税务机关审核确认,资产置换双方企业均不确认资产转让的所得或损失。不在同一省(自治区、直辖市)的企业之间进行的整体资产置换,须报国家税务总局审核确认。

(三) 按本条第(二)款规定进行所得税处理的企业整体资产置换交易,交易双方换入资产的成本应以换出资产原账面净值为基础确定。具体方法是按换入各项资产的公允价值占换入全部资产公允价值总额的比例,对换出资产的原账面净值总额进行分配,据以确定各项换入资产的成本。企业整体资产置换交易中支付补价的一方,应以换出资产原账面净值与支付的补价之和为基础,确定换入资产的成本。企业整体资产置换交易中收到补价的一方,应以换出资产的账面净值扣除补价,作为换入资产成本确定的基础。

六、本通知所称公允价值是指独立企业之间按照公平交易原则和经营常规自愿进行资产交换和债务清偿的金额。

七、此前规定与本通知规定不一致的,按本通知规定执行。

2000年6月21日

3. 《2001年企业会计准则——投资》(财政部)

引言

1. 本准则规范投资的会计核算和相关信息的披露。

投资会计核算主要解决的问题是投资的计价,以及投资损益的确认。投资的计价包括投资成本的确定和投资账面价值的调整。

2. 本准则不涉及:

- (1) 外币投资的折算;
- (2) 证券经营业务;
- (3) 合并会计报表;
- (4) 企业合并。

定义

3. 本准则使用的下列术语,其定义为:

(1) 投资,指企业为通过分配来增加财富,或为谋求其他利益,而将资产让渡给其他单位所获得的另一项资产。

(2) 短期投资,指能够随时变现并且持有时间不准备超过一年的投资。

(3) 长期投资,指短期投资以外的投资。

(4) 成本法,指投资按投资成本计价的方法。

(5) 权益法,指投资最初以投资成本计价,以后根据投资企业享有被投资单位所有者权益份额的变动对投资的账面价值进行调整的方法。

(6) 债券投资溢价或折价,指债券初始投资成本扣除相关费用及应收利息后的金额与债券面值之间的差额。

投资的分类

4. 投资分为短期投资和长期投资。

长期投资分为长期债权投资和长期股权投资。长期债权投资又可分为债券投资和其他债权投资。

5. 长期股权投资依据对被投资单位产生的影响,分为以下四种类型:

(1) 控制,是指有权决定一个企业的财务和经营政策,并能据以从该企业的经营活动中获取利益。

(2) 共同控制,是指按合同约定对某项经济活动所共有的控制。

(3) 重大影响,是指对一个企业的财务和经营政策有参与决策的权力,但并不决定这些政策。

(4) 无控制、无共同控制且无重大影响。

初始投资成本的确定

6. 投资在取得时应以初始投资成本计价。

7. 初始投资成本是指取得投资时实际支付的全部价款,包括税金、手续费等相关费用。但实际支付的价款中包含的已宣告但尚未领取的现金股利,或已到付息期但尚未领取的债券利息,就作为应收项目单独核算。

债券初始投资成本扣除相关费用及应收利息,与债券面值之间的差额,应作为债券投资溢价或折价。

以放弃非货币性资产而取得的长期股权投资,其初始投资成本应按《企业会计准则——非货币性交易》的规定确定。

以债务重组而取得的投资,其初始投资成本应按《企业会计准则——债务重组》的规定确定。

8. 长期股权投资采用权益法核算时,投资企业的初始投资成本与应享有被投资单位所有者权益份额之间的差额,作为股权投资差额,按一定期限平均摊销,计入损益。

股权投资差额的摊销期限,合同规定了投资期限的,按投资期限摊销;合同没有规定投资期限的,初始投资成本超过应享有被投资单位所有者权益份额之间的差额,按不超过10年的期限摊销;初始投资成本低于应享有被投资单位所有者权益份额之间的差额,按不低于10年的期限摊销。

投资账面价值的调整

短期投资

9. 短期投资的现金股利或利息,应于实际收到时,冲减投资的账面价值,但收到的、已记入应收项目的现金股利或利息除外。

10. 持有的短期投资,在期末或者至少在年度终了时应以成本与市价孰低计

价,并将市价低于成本的金额确认为当期投资损失。

已确认跌价损失的短期投资的价值又得以恢复,应在原已确认的投资损失的金额内转回。

长期债权投资

11. 债券投资溢价或折价,在债券购入后至到期前的期间内于确认相关债券利息收入时摊销。摊销方法可以采用直线法,也可以采用实际利率法。

债券投资应按期计算应收利息。计算的债券投资利息收入,经调整债券投资溢价或折价摊销额后的金额,确认为当期投资收益。

12. 债券初始投资成本中包含的相关费用,如金额较大的,可以于债券购入后至到期前的期间内在确认相关债券利息收入时摊销,计入损益;如金额较小的,也可以于购入债券时一次摊销,计入损益。

13. 其他债权投资按期计算的应收利息,确认为当期投资收益。

14. 对一次还本付息的债权投资,应计未收利息应于确认时增加投资的账面价值;对分期付息的债权投资,应计未收利息应于确认时作为应收项目单独核算,不增加投资的账面价值。

长期股权投资

15. 长期股权投资应根据不同情况,分别采用成本法或权益法核算。

16. 投资企业对被投资单位无控制、无共同控制且无重大影响的,长期股权投资应采用成本法核算。

17. 采用成本法时,除追加或收回投资外,长期股权投资的账面价值一般应保持不变。被投资单位宣告分派的利润或现金股利,确认为当期投资收益。投资企业确认投资收益,仅限于所获得的被投资单位在接受投资后产生的累积净利润的分配额,所获得的被投资单位宣告分派的利润或现金股利超过上述数额的部分,作为初始投资成本的收回,冲减投资的账面价值。

18. 投资企业对被投资单位具有控制、共同控制或重大影响的,长期股权投资应采用权益法核算。

19. 采用权益法时,投资企业应在取得股权投资后,按应享有或应分担的被投资单位当年实现的净利润或发生的净亏损的份额(法规或公司章程规定不属于投资企业的净利润除外),调整投资的账面价值,并确认为当期投资损益。投资企业按被投资单位宣告分派的利润或现金股利计算应分得的部分,相应减少投资的账面价值。

投资企业确认被投资单位发生的净亏损,以投资账面价值减记至零为限;如果被投资单位以后各期实现净利润,投资企业应在计算的收益分享额超过未确认的亏损分担额以后,按超过未确认的亏损分担额的金额,恢复投资的账面价值。

在按被投资单位净损益计算调整投资的账面价值和确认投资损益时,应以取得被投资单位股权后发生的净损益为基础。

被投资单位除净损益以外的所有者权益的其他变动,也应根据具体情况调整投资的账面价值。

20. 投资企业因追加投资等原因对长期股权投资的核算从成本法改为权益法,应自实际取得对被投资单位控制、共同控制或对被投资单位实施重大影响时,按股权投资的账面价值作为新的投资成本,新的投资成本与应享有被投资单位所有者权益份额的差额,作为股权投资差额,并按第8条的规定处理。

21. 投资企业因减少投资等原因对被投资单位不再具有控制、共同控制和重

大影响时,应中止采用权益法。

22. 投资企业依第 21 条规定中止采用权益法的,应在中止采用权益法时按投资的账面价值作为新的投资成本。其后,被投资单位宣告分派利润或现金股利时,属于已记入投资账面价值的部分,作为新的投资成本的收回,冲减新的投资成本。

长期投资减值

23. 企业应当定期对长期投资的账面价值逐项进行检查,至少于每年年末检查一次。如果由于市价持续下跌或被投资单位经营状况变化等原因导致其可收回金额低于投资的账面价值,应将可收回金额低于长期投资账面价值的差额,确认为当期投资损失。

本准则所称的可收回金额,是指企业资产的出售净价与预期从该资产的持有和投资到期处置中形成的预计未来现金流量的现值两者之中的较高者。其中,出售净价是指资产的出售价格减去所发生的资产处置费用后的余额。

已确认损失的长期投资的价值又得以恢复,应在原已确认的投资损失的数额内转回。

投资的划转

24. 短期投资划转为长期投资时,应按成本与市价孰低结转。

拟处置的长期投资不调整至短期投资,待处置长期投资时按第 25 条的规定处理。

投资的处置

25. 处置投资时,投资的账面价值与实际取得价款的差额,确认为当期投资损益。

披露

26. 企业应在财务报告中披露下列与投资有关的事项:

- (1) 当期发生的投资净损益,其中重大的投资净损益项目应单独披露;
- (2) 短期投资、长期债权投资和长期股权投资的期末余额,其中长期股权投资中属于对子公司、合营企业、联营企业投资的部分,应单独披露;
- (3) 当年提取的投资损失准备;
- (4) 投资的计价方法;
- (5) 短期投资的期末市价;
- (6) 投资总额占净资产的比例;
- (7) 采用权益法时,投资企业与被投资单位会计政策的重大差异;
- (8) 投资变现及投资收益汇回的重大限制。

衔接办法

27. 对于本准则施行之日以前发生的投资业务,其会计处理方法与本准则规定的方法不同的,不予追溯调整。对于本准则施行之日以前发生、但在施行之日仍然持有的投资,自本准则施行之日起应按本准则的规定处理。

附则

28. 本准则自 2001 年 1 月 1 日起施行。

主要参考书目

1. 崔凯:《企业创新行为研究》,华东师范大学 2002 届博士论文。
2. 崔凯:《风险投资与科技人员创业》,《科学学与科技管理学》2001 年 1 月。
3. 马克思·M·哈贝等:《并购整合》,机械工业出版社 2003 年 10 月版。
4. 陈琦伟、冯文伟:《创业资本概论》,东北财经大学出版社 2002 年 8 月版。
5. 盛立军:《风险投资:操作、机制与策略》,上海远东出版社 2000 年 3 月版。
6. 弗兰克·C·埃文斯等:《并购价值评估》,机械工业出版社 2003 年 10 月版。
7. 谢德高:《巴菲特投资策略全书》,九州出版社 2001 年 9 月版。
8. 《李嘉诚投资战略》
http://dailynews.dayoo.com/content/2003-04/01/content_1009523.htm
9. 《MBO 与国资变局》
<http://finance.tom.com/Archive/1001/1002/2003/6/17-43702.html>
10. 《私募股权融资的介绍》<http://www.cesl.com.cn/zxbd/1125.htm>
11. 《怎样写好商业计划书》<http://www.vcc.com.cn/academic/cytz/zyxh.htm>
12. 《如何阅读财务报表》<http://ez-online.hb.cninfo.net/zqjy/zqzs/szjq7.html>
13. 《公司并购法律业务中的律师尽职调查》
<http://www.ssun.com.cn/news/quanwen.asp?titleid=71>
14. 《风险投资与企业增值服务》<http://www.gtvc.com/knowledge/knowh.htm>
15. 《风险投资项目评估决策》http://sp.fudan.edu.cn/finance/finance_m7.html
16. 《风险投资公司如何派财务总监》<http://cfo.icxo.com/htmlnews/2004/04/26/196785.htm>
17. 钟朋荣:《由中国企业看资本经营》,《中国经营报》2002 年 5 月 10 日。
18. 《企业改制的程序》<http://www.cfacn.com/tzyhe5.htm>
19. 《企业改制重组模式分析》<http://www.lawwal.net/gs/gs0-21.htm>
20. 《IDG 在中国投资的发展过程》http://sp.fudan.edu.cn/finance/finance_a2.html
21. 《IDG 的口味和下一步投向》<http://www.zero2ipo.com.cn/2004/2/13/N200421313138.html>
22. 《纳斯达克中国家庭添丁携程网明天上市》<http://www.pconline.com.cn/news/nw/0312/251951.html>
23. 《梁建章—携程网 CEO》<http://www.eastmanagers.com/asp/news/showpic-news.asp?num=281>

24. 《MBO 与国资变局》
<http://finance.tom.com/Archive/1001/1002/2003/6/17-43630.html>
25. 《牛根生:草原财富传说的缔造者》
<http://business.sohu.com/2004/06/27/85/article220738527.shtml>
26. 范业燕:《谈企业投资过程中的避税》,《工业技术经济》2002 年 1 月。
27. 聂志红:《企业并购价值定性评估》,《经济管理·新管理》2002 年 10 月。
28. 王树文:《企业持续成长中的主要矛盾及其解决》,《经济管理》2003 年 11 月。

（后 记

投资经理是一个很有意思的职业，恐怕没有哪个职业能够有投资经理的经历这样丰富。面对不同的行业和企业，面对包括职业经理人、政府官员、专家学者在内的沟通对象，面对资金、业务、战略规划等方方面面的问题……经常出差，工作很辛苦，但能够体会不同的地域文化，结交许多朋友，也乐在其中。很多人都想从事投资工作，但是由于该职业对知识结构、从业经验有多种要求，最终只有很少的人能够进入这个圈子。其实培养一名投资经理的成本要远远高于培养一名工程师、一名销售经理的投入。

笔者从业七年时间，跑了大半个中国，看过数以百计的项目。此间有幸领略到商界精英的睿智犀利；也感受过莘莘学子的创业激情。于是，有了把自己从业的所见所闻、所想所得写成一本书的冲动。工作之余，忙里偷闲，用四个月的时间完成了书稿，也算是对自己职业道路的一个阶段性总结。

在投资公司里供职，周围有很多经济学背景的同事，他们的视角与方法对于理工科出身的自己很有启迪。这几年来自己在从事投资业务的同时，也有幸兼任过三家企业的高级管理人员，这些微观的管理实践对于提升自己对企业的认知有很大帮助。在几年工作中，结识了很多各行各业的朋友，大家开诚交流，互通有无，对我帮助很大，在此要对他们表示衷心

的感谢。

私募股权投资的内容非常广博,十几万字所能描绘的只是一些轮廓性的东西,很多内容仍有待于做深入的探讨。在编写过程中,我力求做到表述的清晰,但由于时间和水平所限,仍有很多不妥之处,本人诚恳欢迎读者指正,以便修正。

崔 凯

2004年9月于上海