

# 如何看待创业者与风险投资的关系

任汝娟 李思霖

(中南大学商学院 长沙 410083 桂林电子科技大学商学院 广西桂林 541004)

**【摘要】** 风险投资从20世纪80年代进入中国到现在已走过近三十年的历程,它在支持创新型企业与技术经济的发展方面发挥了不可替代的作用,许多中小型高新技术企业在风险资金的支持下茁壮成长并成为行业中的佼佼者。但是近年来风险投资与企业创始人之间的矛盾越来越突出,反而对企业发展产生了阻碍。本文通过案例分析考察风险投资与企业创始人之间矛盾的根源,并对改善二者之间关系提出了若干建议。

**【关键词】** 风险投资 创业企业 矛盾与合作

## 一、研究背景

现代风险投资于20世纪50年代在美国形成。数千家风险投资公司卓有成效地资助并推动了美国电子领域的技术进步,并孵化出微软、雅虎、思科、谷歌、苹果等一大批知名企业,极大地促进了美国经济的发展。1998年以前,中国的风险投资水平很低。1998年之后,中国的风险投资开始迈向快速发展的轨道。2009年随着创业板的推出,风险投资在我国资本市场再次活跃起来。

以创业板为例,根据清科研究中心的数据显示,截止到2012年10月底,即创业板三周年之际,总共有355家企业在创业板上市,其中有205家在上市之前获得过风险投资机构或私募股权机构的支持,占比57.7%。在205家VC/PE支持的企业合计融资214.19亿美元,占创业板上市融资总额的62.2%,平均每家公司VC/PE支持企业融资1.04亿美元。开板三年来,成功登陆深圳创业板的205家VC/PE支持企业在IPO时为风险投资机构提供了468笔交易,平均账面回报约为8.51倍。

风险投资在创新型企业的成长过程中扮演重要角色。风险投资机构为企业提供资金甚至管理经验,并参与企业的经营管理,以期在企业发展到一定阶段之后通过IPO、股份出售、回购等获取投资回报。

风险投资机构在推进企业上市融资过程中发挥的作用不言而喻。上市企业的发展又能活跃区域经济,为更多处于成长期的企业提供示范效应,也为风险投资机构提供更多潜在的投资目标,形成一个良性的循环系统。

国内外不乏创业者与风险投资机构合作取得巨大成功的案例,如谷歌、苹果等。但是也有一些遭遇惨败的,企业创始人被风险投资机构“逼宫”,上市之后企业财务业绩明显下滑,经营管理不善,与上市招股说明书堂皇的陈述相差甚远。究其原因,主要是企业创始人与风险投资机构之间的矛盾没有处理妥当。创始人没有找到真正适合本企业的风险投资,对风险投

资行业缺乏足够的认识,风险投资也没有站在合伙人的角度为企业长远发展提供有力的服务。

## 二、案例反思:俏江南与鼎辉创投的对赌

2011年中旬开始发酵的俏江南上市事件、2012年俏江南董事长张兰更改国籍事件引发业界关于创始人与风险投资之间关系的大讨论。俏江南是国内最知名的中高端连锁餐饮企业,由张兰创始于2000年。2008年,俏江南在多家PE的竞争中选择鼎辉创投,获得鼎辉约2亿元人民币的投资。2013年1月初,俏江南通过港交所聆讯。随着2013年的临近,俏江南也没法再继续等待,因为根据与鼎辉创投签的对赌协议——如果因为非鼎晖方的原因,造成俏江南无法在2012年底上市,或者俏江南的实际控制人变更,鼎晖有权退出。鼎晖可以将股权转让给张兰或张兰认同的第三方,或者通过法定程序减少注册资本以及减少股东数。张兰曾想清退鼎晖的投资,但双方没有谈成。2011年A股上市无望,俏江南只好转战H股,2012年张兰更改国籍也是为了上市。张兰在接受媒体采访时曾公开坦言:“引进鼎晖是俏江南最大的失误,毫无意义。鼎晖什么也没给我们带来,那么少的钱稀释了那么多股份。”张兰此言一出,即被指责“没有契约精神”。因为协议如果不是出于非自愿,那么契约中的条款都受法律约束,无论出现何种情况,都要负起自身应承担的责任。

对赌协议对于创始人有时是苛刻的。换个角度来说,假如俏江南能够在2012年底正常上市,双方的预期得到实现,利益冲突也许就能避免,但是所谓对赌,可能共赢,也有可能两败俱伤或者一方付出惨重的代价,作为对赌的参与者,应该能够接受各种情形并负起责任,敢于愿赌服输。

鼎辉投资是国内最大的投资基金,多年来令人瞩目的投资业绩和良好的投资回报奠定其在领域中的地位,其管理团队更是拥有丰富股权投资和资本运作经验,有些还具有成功创业的经历。而鼎辉创投是鼎辉投资旗下的一只基金,以创业

型企业为主要投资对象。此次投资俏江南,鼎辉方面给出俏江南的估值接近20亿元,而俏江南2011年的净利润为1亿多元,可见,鼎辉创投给予一家传统企业超过25倍的市盈率!双方度过一段蜜月期之后开始出现分歧,直到现在矛盾不断升级。

除了俏江南,创始人与风险投资者之间的博弈出现裂痕比较著名的例子还有2012年的雷士照明与软银赛富、2010年的国美电器与贝恩资本。而成功的经典例子则是蒙牛乳业与摩根斯坦利等国际机构、阿里巴巴与日本软银、小肥羊与英国3i私募基金以及普凯投资基金等的双边共赢。同时,国外的谷歌、苹果、facebook等也是在风险资金的支持下得以做大做强,并成为世界著名公司的。在国美电器和雷士照明的例子中,大部分网友一边倒地支持创始人,这也许是出于某种“情愫”,但是却违背资本市场的规则。

那么,什么是风险投资?作为创始人,应该如何对待风险投资?你能与风险投资合伙人取得共赢吗?你创建的公司对投资者来说就像对自己一样重要吗?这些都是创始人应该思考的问题。

创始人也许倾注了毕生的心血,对企业有着厚重的感情,在心理层面上很难接受失去公司的控制权,更接受不了公司破产。尤其是在中国这样的关系型社会,很多创始人都希望把公司做成家族企业,牢牢掌握公司的控制权,视公司如生命,却忽略企业长远发展所需要的因素。创始人视自己创立的企业为独一无二的宝藏,但对风险投资公司来说,其所投资的企业只不过是无数宝藏中的一颗。所以,不要期望风险投资者能够像创始人本身一样对企业拥有那份独一无二的感情。从纯经济人角度看,风险投资者既贪婪又无情,因为追逐利差、获取投资回报是他们唯一的目标。因此,创业者要成功引入风险资金,了解风险投资行业包括风险投资行业的概况、风险投资的要求和目标、风险投资的运作及行业规则,甚至特定风险投资机构的偏好等是很必要的。

### 三、创业者与风险投资者之间的矛盾

1. 矛盾的根源。大部分的风险投资者认为,投资者与创业者的关系是合伙人的关系,而许多创业者也表明希望投资者能参与,前提是保证公司的控制权和所有权。但是与风险投资者建立合伙关系通常都意味着股权的稀释以及产生控制权分配的矛盾。然而对于一家寻求资金并打算上市的中小企业来说,也实在没有其他更好的办法,因为除了风险资金,创业者还希望从风险投资者那里获取其他非资金要素。

如果企业寻求风险投资的过程被拒绝,很可能是这家企业的业务不符合该风险投资基金的整体战略,因为在一个风险投资基金的投资组合中,一般是以公司所处的发展阶段和所处的行业来划分。有些风险投资机构还对投资额以及企业发展阶段有限制。比如,有些只投资处于初创期的企业或者在每家企业的投资一般限定在一定的资金额度内。

除此之外,还可能是企业的管理团队不能吸引风险投资者的眼球。通常情况下,大部分的风险投资者在选择被投资企

业时最为看重的一点是该企业的管理团队是否足够强大,企业的创始人是否有吸引他们的特质。要寻找合适的投资者,减少日后合作中的冲突,了解风险投资者的理念同样也是必不可少的。

因此,在创业者与潜在的风险投资者见面以前,应该首先弄清楚风险投资行业的生态系统是怎样的,各风险投资公司又是如何融入这个生态系统的。仅仅知道公司是否符合他们的投资标准是不够的,还要知道他们主要投资于哪一阶段哪个领域的企业、他们要求在退出时获得多少投资回报以及他们最看重什么。这可以帮助创业者节省很多的时间和精力,帮助他们增加筹资成功的可能性。

2. 双方的博弈。在与风险投资者打交道的过程中,创业者们在面对自信满满的投资者时总觉得他们似乎表现得高人一等或根本不把创业者放在眼里。就像1999年日本软银总裁孙正义约见马云时直截了当地问马云需要多少钱,而马云的回答却是不需要钱,孙正义反问道:“不缺钱,你来找我干什么?”马云的回答却是:“又不是我要找你,是人家叫我来见你的。”从这一经典对话来看,孙正义略带“傲慢”的反问被马云的直率挡回去。马云在后来说,VC永远是舅舅,与风险投资者谈判从第一天起就要理直气壮,腰板挺直,眼睛里面是尊重。然而,很多创业者们却懊恼他们没能平等地与这些风险投资者坐在同一张谈判桌上。创业者们始终感到自己是“门外汉”,还常常感受到风险投资者的威胁。

从风险投资者手中筹集资金的过程有时候好像存心设计得让创业者们感到自己很渺小,一不小心就会让创业者们觉得掉入了陷阱并觉得自己处于劣势。如果投资者和创业者是合伙人的关系,那么在谈判时就应该平等的关系。正如马云所言:“创业者和风险投资商是平等的,VC问你100个问题的时候你也要问他99个。”所以跟VC的交流沟通非常重要。风险投资者可以筛选被投资企业,创业者们也可以筛选与之合作的风险投资者,直到找到合适的风险投资者为止。如果创建者建立的是一家具有发展前景极具吸引力的企业的话,那么,这个时候,作为创业者很重要的一点就是让风险投资者明白企业要做的是做什么,以及除了风险资金还要从风险投资者那里获得哪些东西。一旦风险投资者理解企业在做什么,他们会以极快的速度分析企业的经营模式,甚至积极参与企业的战略、战术、机构设置等决策活动。这样可以减少日后企业创始人与风险投资者之间的矛盾。

3. 让步还是自以为是。一家企业从种子阶段起一直到上市或兼并为止,往往要经历几轮融资。随着每一轮融资的推进,公司不断成长,也越来越成功。但是,创始人所拥有的股份占总股份的比率却越来越小。比放弃股份更重要的是创业者还得放弃一些对企业的管理控制权。作为公司创始人的创业者可能不一定是一个称职的高速发展实体的CEO。风险投资者坚持要高质量的管理,会向企业的董事会委派董事,那么,创业者是否愿意退居一边,出让CEO的职位呢?

创业者在自身估值方面也难免出现失误。在与风险投资者进行对赌时,高估企业未来的发展能力和经营业绩,或者高估自身的管理水平,或者对市场行业及宏观经济缺乏清醒的认识,导致在对赌协议中处于被动。

#### 四、创业者与风险投资者之间的合作

在企业的成长过程中,风险投资者除了提供资金,同时提供关于如何发展公司、如何建立一套分销系统、如何管理团队等方面的知识。有些风险投资基金的管理团队曾经成功地创建过公司或者在公司治理方面积累了丰富的经验。他们了解一个公司从建立到上市或者被收购的运作特征。

风险投资者可以帮助企业与其他风险投资、行业专家、潜在客户以及其他在技术上和管理人才招聘上可能有协同效应的创业企业的联系。对于没有多少经验的创业团队来说,风险投资者还可以帮助他们在其不熟悉的领域获得一些培训或寻找合理的资源来解决问题。他们希望创业者能够成功,并愿意竭尽全力协助创业者得到企业所需要的东西。因为,这最终会给他们带来好处。尽管他们有时候看起来冷酷无情、贪得无厌,但是寻求企业的发展同样是他们的目标。因为只有这样,他们才能保证获得理想的投资回报。而创业者要做的就是编制好一份创业计划书或者对自身一手创建起来的企业有非常清楚的认识,做个合理的估值和目标预测。同时,寻找优秀人才组成核心管理团队,尽可能地披露管理人员的信息以吸引风险投资者。

在信息不对称问题上,创业者比风险投资者掌握更多关于企业的信息,了解企业的发展目标、人力资源、核心技术、财务能力等问题,但对于企业应如何进一步发展却并不一定比风险投资者清楚。双方加强沟通交流,减少信息不对称,建立互信关系,是合作成功的关键之一。马云曾经说过,之所以选择日本软银,是因为孙正义知道阿里巴巴要做什么。而孙正义之所以投资阿里巴巴,是因为他了解马云是一个极富领导能力和性格魅力的管理者,阿里巴巴需要一个坚定信念的管理团队。因此,从1999年第一次注资,历经网络泡沫年代的2001~2003年,软银也没有离开过阿里巴巴,一直坚持到2007年阿里巴巴上市,软银获得71倍的回报率。

#### 五、结论与建议

虽然我国的风险投资行业目前还存在一些不规范之处,但是随着资本市场不断完善以及我国经济的快速发展,能够投资于技术型创业企业的资金比以往任何时候都要多,加上政府对创新型中小企业发展和风险投资行业的政策支持,以及风险投资行业的法律法规逐步完善和规范。创业板的推出给中小型高新技术企业提供资本融资的平台,也给风险投资的退出指明路径,在一定程度上促进了创新型经济的发展,缺乏资金的创业者则应努力抓住这一契机。

1. 对创业者的建议。筹集资金对创业者来说是一项艰难的工作,在寻找投资过程中,许多创业者不了解成功地寻找资本所需的时间。有些过于急躁,不知道筹集资金所花的时间比

预期的长得多。在这个过程中,不仅要准备一份好的创业计划书,组织一个强有力的团队,而且要周密地考虑风险投资者在投资地理重点、投资企业的平均规模、投资理念、投资企业的发展阶段、投资目标、其他被投资企业的情况等方面有些什么偏好。一份好的计划书能让投资者理解企业要做的是做什么,而对风险投资者的分析则让创业者明白将从风险投资者那里获得哪些资源。除了资金,还要考虑是否希望从风险投资者那里获得更广阔的人脉关系、经营管理技术、拓宽海外市场的知识以及下一步的风险投资网络等问题。

风险投资者会对被投资企业做尽职调查和谨慎全面的分析,创业者也要对风险投资者有一定了解才能在这场博弈中取得共赢。对于创始人来说,必须记住的一点是,不要期待公司对于风险投资者来说如同对自己一样重要,获取投资回报是风险投资者最终的目标,既要把他们当成合作伙伴,又要认清对方客观存在的功利心理。

2. 对风险投资者的建议。对风险投资者来说,找到一家具有发展前景的能够带来高额回报的企业固然重要,但是如果这种投资只是一种目光短浅的投资与管理,在仓促地推动企业上市并大赚一笔之后,企业的发展经营情况都与其没有任何联系,那么,风险投资者就变成赤裸裸的财富“掠夺者”,而不是大众所期待的促进企业成长以及创新型经济发展的推手。风险投资机构拥有智慧超群、经验丰富的管理团队,享受国家给予的各项优惠政策,除了遵守资本市场的规则,还应该担当起肩负的使命,因为风险投资一开始在中国出现就赋予了特有的目标:促进创新型经济以及区域经济发展。政府部门建立了首家风险投资机构——中国新技术创业投资公司,现在许多风险投资机构也与当地政府部门有着千丝万缕的联系,风险投资机构应不忘最初的使命,给予创业者最有力的支持与帮助,以合作共赢为重心。

3. 对政府相关部门的建议。尽管我国资本市场正在逐步规范化,但是法律法规的欠缺使得整个市场运营存在漏洞。年轻的风险投资行业在政府部门的支持下取得巨大发展,但是创业板上市公司的表现欠佳却让很多学者把此情况与风险投资联系在一起,有人认为风险投资者为通过IPO获取投资回报而过早把企业推动上市。

相关政府部门不仅要加强对上市准入的管理,而且还要加强对风险投资行业的管理。除此之外,充分披露上市公司引入的风险投资的详细情况以及企业管理人员的详细情况,以便于广大投资者对其进行更合理的估值。

#### 主要参考文献

1. 吕炜. 风险投资的经济考察:制度、原理及中国化应用的研究. 北京:经济科学出版社,2001
2. 成思危. 积极稳妥地推进我国的风险投资事业. 管理世界,1999;1
3. 王声涛,曾勇. 阶段融资、再谈判与风险投资企业控制权的配置. 系统工程学报,2011;3