

新时代·管理新思维

# 企业融资 II :

## 股权债权+并购重组+IPO上市

廖连中 著

清华大学出版社  
北 京

## 内 容 简 介

本书立足于作者在融资领域的多年实践经验，通过系统性、可操作的理论及技巧，并辅以具体的案例进行分析说明，帮助创业者达到轻松实现融资的目的。本书详细介绍了企业上市前的股权设计、合伙人选择、并购重组的基本流程等相关知识，为创业者融资铺垫好道路。同时，本书对企业上市之前的机构安排及制度设计，企业上市的三种方式、上市流程及上市需要了解的红线和被否原因等都做了详细的讲解，以帮助创业者成功通往 IPO 之路。另外，本书对企业上市后的治理工作也有所涉及，帮助创业者在公司上市后依然可以稳定公司的发展。

本书既适用于创业融资者、中小企业家及企业管理人员，又适用于高校金融相关专业师生及对企业融资感兴趣的其他人员。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

### 图书在版编目(CIP)数据

企业融资. II, 股权债权+并购重组+IPO上市 / 廖连中著. —北京: 清华大学出版社, 2020.1  
(新时代·管理新思维)

ISBN 978-7-302-53468-6

I. ①企… II. ①廖… III. ①企业融资 IV. ①F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 179485 号

责任编辑: 刘 洋

封面设计: 徐 超

版式设计: 方加青

责任校对: 宋玉莲

责任印制: 杨 艳

出版发行: 清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址: 北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编: 100084

社 总 机: 010-62770175 邮 购: 010-62786544

投稿与读者服务: 010-62776969, [c-service@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:c-service@tup.tsinghua.edu.cn)

质 量 反 馈: 010-62772015, [zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn)

印 装 者: 三河市吉祥印务有限公司

经 销: 全国新华书店

开 本: 170mm×240mm 印 张: 18.5 字 数: 289 千字

版 次: 2020 年 1 月第 1 版 印 次: 2020 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 69.00 元

---

产品编号: 083227-01



# 前言

对于大多数企业来说，要快速发展就要进行融资，尤其是对初创企业而言，融资差不多成了初创企业生存的唯一出路，这也是企业发展的自然规律。事实上，融资的过程是复杂又艰难的，且充满了荆棘曲折，许多企业由于没有及时得到融资的资金支援，还未来得及成长便倒在了发展的路上。

2016年，我国的“大众创业，万众创新”蓬勃发展，平均每天新增注册公司1.2万家。当这些新增的创业者怀着对未来的希冀时，也有无数的中小企业因为融资失败而倒闭。许多圈内人士表示，中小企业融资难已经成为全世界普遍的难题。因此，创业者只有学习更多有关融资的知识，掌握更多的融资技巧，才能在创业的路上走得更远。

阿里巴巴创始人马云曾经说过：“你一定要在你很赚钱的时候去融资，在你不需要钱的时候去融资，要在阳光灿烂的日子修理屋顶，而不是等到需要钱的时候再去融资，那你就麻烦了。”所以，在你不需要钱的时候去融资，这就是融资的最佳时间。如果等到公司撑不下去的时候再着手准备融资事项，那么此时你会很难再获得融资。

为了让企业融资更高效，创业者需要了解股权设计的要点，在自己准备转让股权获得融资的同时，把握公司的控制权。许多创业公司在创业初期由于不重视股权设计的必要性，以致在公司发展壮大的同时失去公司的控制权。比如1号店由于股权稀释严重，创始人不得不沦为打工者；山水水泥深陷控制权



旋涡，复牌股价近乎腰斩；真功夫创始人的反目成仇；等等。

当然，也有一些公司在创业初期的股权设计十分合理，使得其创始人在历经几轮融资后依然可以牢牢掌握公司的控制权。比如京东刘强东与 Facebook 扎克伯格所采取的 AB 股制度，使得其可以以少量的股份在股东大会上取得惊人的表决权。此外，许多公司也通过采用委托投票协议、一致行动人协议等方式获得额外的表决权。

了解完股权设计的知识后，创业者还需要了解融资双方的估值方式以及股权激励的方式，如现金流折现法、账面价值法、市盈率倍数法、交易类比法，等等。对于同一个企业，如果用不同的估值方法进行评估，其评估出来的企业价值也会有所不同。

上述内容在本书的前四章进行了详细介绍。创业者可以依据自身的实际情况选择合适的股权设计方式，提前做好应对准备，防止公司的控制权被夺走，或避免公司的决策陷入困难，从而让公司稳定发展。

关于融资过程中遇到的一系列难题，本书进行了系统的讲述。比如创业期的合伙人选择，阶段性股权稀释方案，企业并购的基本流程，法律尽职调查的相关内容，还有 IPO 上市流程及红线以及公司上市后的公司治理，等等。无论你的公司刚刚成立，还是已经有了初步发展，或是已经发展成为中小型企业，都可以在本书中找到适合你的融资方式及融资方法。

## 本书特色

### 1. 系统性强、内容全面

本书系统性强、内容全面，详细讲述了股权设计战略、合伙人选择、融资双方估值方法、法律尽职调查等多种股权融资过程中需要了解的相关知识。同时，重点介绍了 IPO 的三大方式、流程以及红线，对于计划 IPO 的各大企业领导者具有很强的借鉴意义。而上市之后的公司治理方式为企业发展提供了明确的路线规划。

### 2. 图和表多，条理清楚

大量的理论读起来不仅枯燥，而且会产生视觉疲劳感。因此，本书加入

了大量的图表，对晦涩难懂的理论知识有辅助性的说服作用。另外，本书的图表直观清晰地梳理了内容的逻辑关系，目的就是帮助读者理解与记忆。

### 3. 案例丰富，实战性强

本书所使用的案例都是最新发生的具有代表性的案例，使得内容生动形象，让融资知识不再枯燥无味。另外，本书的理论性与实战性相结合，非常适合刚刚接触融资的创业者及管理者阅读，内容具有很强的借鉴意义。

## 本书内容及体系结构

第1～7章：讲述股权债权的相关知识，从股权设计战略着手，帮助创业者掌控公司的控制权，了解相关估值方法及要点，找到融资过程中投资方可以接受的底线，选择合适的合伙人，学习阶段性股权稀释方案，认识融资过程中的债权设计。

第8～12章：讲述并购重组的相关知识，主要有企业并购的基本流程，并购方案的策划，付款方式及税务筹划，并购执行中遇到的相关问题，如合同签署、股权变更、股权交割等内容，给创业者提供可操作的内容。

第13～16章：讲述企业上市之前的机构安排及制度设计，并介绍了企业上市的三种方式、上市流程以及上市需要了解的红线和被否原因，帮助创业者成功通往IPO之路。同时，介绍企业上市后的治理工作，包括公司治理规则、上市再融资及信息披露等相关知识，让企业在上市后依然可以稳定发展，直至成为行业巨头。

## 本书读者对象

- 创业融资人群
- 中小企业家及企业管理人员
- 高校金融相关专业师生
- 对企业融资感兴趣的其他人群







# 目 录

## 上篇 股权债权篇

### 第 1 章 股权结构与设计核心 / 2

1.1 股权结构概述 / 3

1.2 股权设计的战略必要性 / 5

1.2.1 1 号店：股权稀释严重，创始人沦为打工者 / 5

1.2.2 山水水泥：控制权诈旋涡，复牌股价近乎腰斩 / 7

1.2.3 雷士照明：兄弟式合伙，仇人式散伙 / 11

1.2.4 真功夫联合创始人蔡达标：50%—47%—入狱 / 14

1.2.5 华为任正非不到 2% 的股权，掌握 622 亿美元的华为 / 14

1.3 股权设计三大核心问题 / 16

1.3.1 控制权问题：决策机制 / 17

1.3.2 价值问题：股权价值认定、股权对价物价值认定 / 19

1.3.3 博弈问题：交易方股权结构底线及期望 / 20

### 第 2 章 控制权问题：控制方式 / 24

2.1 通过股权比例控制 / 25



2.1.1	通过股权比例行使表决权	/ 25
2.1.2	刘强东以 15.5% 股权，掌握 80% 的话语权	/ 26
2.2	通过股权结构控制	/ 27
2.2.1	通过法人持股加杠杆	/ 28
2.2.2	通过股权锁定控制公司	/ 28
2.3	通过协议控制	/ 31
2.3.1	委托投票协议	/ 31
2.3.2	一致行动人协议	/ 32
2.3.3	投票权委托协议范本	/ 33
2.3.4	一致行动人协议范本	/ 34
2.3.5	柳传志以 0.28% 的股权，掌握联想	/ 36
2.4	治理结构控制	/ 38
2.4.1	董事会席位及权限安排	/ 38
2.4.2	ofo：滴滴与创始人控制权之争，错失生存机遇	/ 39
2.5	股权九条生命线	/ 40
2.5.1	67%：绝对控制权	/ 41
2.5.2	51%：相对控制权	/ 41
2.5.3	34%：一票否决权	/ 41
2.5.4	30%：上市公司要约收购线	/ 41
2.5.5	20%：重大同业竞争警示线	/ 42
2.5.6	10%：临时会议权	/ 42
2.5.7	5%：重大股权变动警示线	/ 42
2.5.8	3%：临时提案权	/ 42
2.5.9	1%：代位诉讼权	/ 43

## 第 3 章 价值问题：如何对交易双方进行估值式 / 44

- 3.1 被估值的六大元素 / 45
  - 3.1.1 现金 / 45
  - 3.1.2 股权 / 45
  - 3.1.3 劳务 / 46
  - 3.1.4 技术 / 46
  - 3.1.5 资源 / 46
  - 3.1.6 知识产权 / 47
- 3.2 估值法 / 48
  - 3.2.1 科学法：现金流折现法 / 48
  - 3.2.2 保守法：账面价值法 / 48
  - 3.2.3 简单法：市盈率倍数法 / 49
  - 3.2.4 差异法：评估法 / 49
  - 3.2.5 互联网常见法：用户数、流水 / 49
  - 3.2.6 其他相关法：交易类比法 / 50

## 第 4 章 博弈问题：如何找到平衡点 / 51

- 4.1 投入要素 / 52
  - 4.1.1 延期：延迟给予或交付 / 52
  - 4.1.2 对赌：动态股权绑定 / 54
- 4.2 股权激励 / 54
  - 4.2.1 实施方法：渐进掌握核心高管需求 / 55
  - 4.2.2 股权激励防范：把握控制权，保持公平性 / 56
  - 4.2.3 股权激励工具：股票期权 + 期股 + 业绩股票 / 57





- 4.3 股权演变图 / 59
  - 4.3.1 股权结构整体布局图 / 59
  - 4.3.2 股权结构设计图 / 60
  - 4.3.3 常见股权结构演变图 / 61
  - 4.3.4 创业期股权结构设计图 / 65

## 第 5 章 创业期的合伙人选择：原则 + 标准 / 67

- 5.1 合伙人选择原则 / 68
  - 5.1.1 团队有核心，核心人物股份最大 / 68
  - 5.1.2 重视契约，服从协议 / 69
  - 5.1.3 明确分配规则及退出机制 / 72
  - 5.1.4 新加入合伙人分期兑现 / 74
- 5.2 合伙人选择标准 / 75
  - 5.2.1 价值观一致 / 76
  - 5.2.2 事业方向认同 / 76
  - 5.2.3 能力资源互补 / 77
  - 5.2.4 有信任关系或有第三方背书的人 / 77
  - 5.2.5 新东方早期股权设计 / 78

## 第 6 章 阶段性股权稀释方案 / 81

- 6.1 用法律厘清有关融资问题 / 82
  - 6.1.1 融资不等于股权转让 / 82
  - 6.1.2 融资稀释股权 / 82
  - 6.1.3 股权转让只影响转让股东 / 83
  - 6.1.4 融资对股权的稀释 / 83

- 6.1.5 从天使到 D 轮股权稀释演化历程 / 84
- 6.1.6 股权稀释与反稀释 / 85
- 6.2 内部团队股权分配 / 86
  - 6.2.1 骨干团队股权分配案例 / 86
  - 6.2.2 期权池设立详解 / 88
- 6.3 股权被稀释, 创始人如何掌握公司控制权 / 88
  - 6.3.1 有限合伙 / 89
  - 6.3.2 双重股权结构 / 89
  - 6.3.3 一票否决权 / 92
  - 6.3.4 董事会成员提名权 / 93

## 第 7 章 融资过程中的债权设计 / 96

- 7.1 债权设计要素 / 97
  - 7.1.1 企业评级授信 / 97
  - 7.1.2 抵押担保 / 99
  - 7.1.3 项目本身现金流充沛 / 101
  - 7.1.4 团队专业 / 101
- 7.2 债权融资类型及债权设计 / 103
  - 7.2.1 银行融资 / 103
  - 7.2.2 民间借贷 / 104
  - 7.2.3 信用担保 / 104
  - 7.2.4 融资租赁 / 105
  - 7.2.5 票据贴现融资 / 106
  - 7.2.6 信用证融资 / 108
  - 7.2.7 保理融资 / 109





- 7.2.8 基金融资 / 110
- 7.2.9 资产证券化融资 / 110
- 7.2.10 项目融资 / 112
- 7.2.11 企业债券融资 / 113

## 中篇 并购重组篇

### 第 8 章 企业并购的基础流程 / 116

- 8.1 企业并购的基本知识 / 117
  - 8.1.1 企业并购重组的概念及分类 / 117
  - 8.1.2 协议并购 / 118
  - 8.1.3 要约并购 / 119
  - 8.1.4 竞价并购 / 120
  - 8.1.5 托管重组 / 121
  - 8.1.6 债务重组 / 122
  - 8.1.7 股权重组 / 123
- 8.2 企业并购基本流程 / 124
  - 8.2.1 并购决策阶段 / 124
  - 8.2.2 并购目标选择 / 124
  - 8.2.3 并购时机选择 / 124
  - 8.2.4 并购初期工作 / 125
  - 8.2.5 并购实施阶段 / 125
  - 8.2.6 并购后的整合 / 126

## 第 9 章 并购方案策划 / 127

- 9.1 并购价值分析 / 128
  - 9.1.1 战略价值分析 / 128
  - 9.1.2 重置成本和市值比较 / 128
  - 9.1.3 行业情况分析 / 129
  - 9.1.4 股东和股权结构 / 129
- 9.2 项目评估定价方法 / 130
  - 9.2.1 收益法 / 130
  - 9.2.2 成本法 / 134
  - 9.2.3 市场法 / 134
  - 9.2.4 宇通客车并购精益达 / 135
- 9.3 影响估值的因素 / 137
  - 9.3.1 并购动机 / 137
  - 9.3.2 目标企业行业成熟度 / 138
  - 9.3.3 目标企业发展前景 / 138
  - 9.3.4 评估人员专业程度 / 138
  - 9.3.5 其他不可控因素 / 139

## 第 10 章 付款方式及税务筹划 / 140

- 10.1 支付方式 / 141
  - 10.1.1 现金支付方式 / 141
  - 10.1.2 股权支付方式 / 141
  - 10.1.3 资产置换支付方式 / 142
  - 10.1.4 承债式支付方式 / 143





- 10.1.5 无偿划拨支付方式 / 143
- 10.1.6 综合证券支付方式 / 143
- 10.2 税收筹划 / 143
  - 10.2.1 不同的并购融资方式税务成本不同 / 144
  - 10.2.2 并购存在大量关联交易的企业, 税务风险核心 / 144
  - 10.2.3 被收购企业存在股权激励计划应考虑哪些税务风险 / 145
  - 10.2.4 海外并购的税务筹划需要考虑的问题 / 145
  - 10.2.5 交易的架构设计需要注意的问题 / 146

## 第 11 章 法律尽职调查: 阶段、渠道、内容 / 147

- 11.1 尽职调查的三个阶段 / 148
  - 11.1.1 准备阶段 / 148
  - 11.1.2 实施阶段 / 149
  - 11.1.3 报告阶段 / 149
- 11.2 调查渠道和方法 / 150
  - 11.2.1 收集书面资料并核对 / 150
  - 11.2.2 访谈 / 150
  - 11.2.3 向政府部门调查 / 150
  - 11.2.4 现场考察 / 151
  - 11.2.5 网络查询 / 151
  - 11.2.6 与其他中介机构沟通 / 152
  - 11.2.7 函证 / 152
  - 11.2.8 非公开调查 / 152
- 11.3 调查范围和内容 / 153
  - 11.3.1 目标公司现状及历史沿革 / 153

- 11.3.2 股东股权调查、对外投资情况 / 154
- 11.3.3 公司治理和运作规范 / 154
- 11.3.4 企业经营、供销渠道 / 155
- 11.3.5 土地使用权等主要财产权 / 155
- 11.3.6 财务状况、重大债权债务情况、重大合同 / 155
- 11.3.7 关联交易和同业竞争 / 157
- 11.3.8 税收及补贴、人力资源、知识产权 / 159
- 11.3.9 诉讼、仲裁和行政处罚 / 159
- 11.3.10 投资项目、交易授权合法性 / 159

## 第 12 章 并购执行：合同签署、股权变更、交割 / 160

- 12.1 签署法律文件 / 161
  - 12.1.1 并购意向书 / 161
  - 12.1.2 股权转让协议 / 164
  - 12.1.3 增资协议 / 167
- 12.2 股权变更流程 / 170
  - 12.2.1 股东会表决 / 171
  - 12.2.2 股权交割 / 171
  - 12.2.3 修改公司章程 / 171
  - 12.2.4 公司变更登记 / 172
  - 12.2.5 转让股权公告 / 172
- 12.3 股权交割事宜 / 172
  - 12.3.1 股权交割的法律规定 / 172
  - 12.3.2 股权交割应注意问题 / 173





## 下篇 IPO 上市篇

### 第 13 章 上市前的机构安排及制度设计 / 176

- 13.1 中介机构 / 177
  - 13.1.1 会计师事务所 / 177
  - 13.1.2 券商 / 177
  - 13.1.3 律师事务所 / 178
- 13.2 公司改制制度设计 / 178
  - 13.2.1 股权激励制度设计 / 178
  - 13.2.2 收购与反收购制度设计 / 183
  - 13.2.3 上市前的建章立制 / 186

### 第 14 章 三大上市形式及案例攻略 / 188

- 14.1 境内上市 / 189
  - 14.1.1 制度改革：审批制—核准制—注册制 / 189
  - 14.1.2 交易币种：A 股和 B 股 / 193
  - 14.1.3 两大证券交易所：上海证券交易所和深圳证券交易所 / 194
  - 14.1.4 上海证券交易所上市攻略附案例 / 195
  - 14.1.5 新三板、科创板上市规则核心摘要 / 198
- 14.2 境外上市 / 203
  - 14.2.1 H 股：注册在内地，上市在香港 / 203
  - 14.2.2 N 股：注册在国内，上市在纽约 / 206
  - 14.2.3 S 股：注册在国内，上市在新加坡 / 208

14.2.4	纳斯达克上市攻略附案例	/	210
14.3	直接境外上市	/	213
14.3.1	境外买壳：收购海外上市公司	/	213
14.3.2	境外造壳：海外注册中资控股公司	/	215
14.3.3	香港买壳上市攻略附案例	/	216
<b>第 15 章</b>	<b>IPO 上市流程及红线</b>	<b>/</b>	<b>219</b>
15.1	筹备期	/	220
15.1.1	成立上市工作小组	/	220
15.1.2	中介机构及尽职调查	/	220
15.1.3	制订上市工作方案	/	222
15.1.4	召开董事会、监事会会议	/	222
15.1.5	申请登记注册	/	223
15.2	辅导期	/	224
15.2.1	上市辅导程序	/ /	224
15.2.2	上市辅导内容	/	226
15.3	申报与核准	/	227
15.3.1	制作申报材料	/	228
15.3.2	申请报批	/	229
15.4	发行上市	/	230
15.4.1	刊登招股说明书	/	230
15.4.2	进行询价与路演	/	231
15.4.3	刊登上市公告书并上市交易	/	232
15.5	IPO 红线及被否原因	/	233
15.5.1	财务指标异常	/	234





- 15.5.2 信息披露不充分 / 235
- 15.5.3 独立性存在疑问 / 235
- 15.5.4 虚假财务报表、瞒报内控事故 / 237
- 15.5.5 设置关联交易、隐藏实际控制人 / 237

## 第 16 章 公司上市后的公司治理 / 239

- 16.1 公司治理规则 / 240
  - 16.1.1 董事会议事规则 / 240
  - 16.1.2 股东大会议事规则 / 241
  - 16.1.3 监事会议事规则 / 243
  - 16.1.4 内部控制管理 / 244
  - 16.1.5 独立董事设置 / 246
- 16.2 上市公司再融资方案 / 248
  - 16.2.1 发行新股 / 248
  - 16.2.2 发行可转换公司债券 / 249
  - 16.2.3 公司债券发行 / 250
  - 16.2.4 金融债券的发行 / 250
  - 16.2.5 企业短期融资券发行 / 252
  - 16.2.6 证券公司债券发行 / 253
  - 16.2.7 互联网金融 / 254
- 16.3 信息披露 / 256
  - 16.3.1 关于首次公开发行股票信息披露 / 256
  - 16.3.2 关于对未履行信息披露义务的处罚 / 257
  - 16.3.3 应当重点披露的事项及提交的文件 / 259
- 16.4 年报解读与编制 / 259

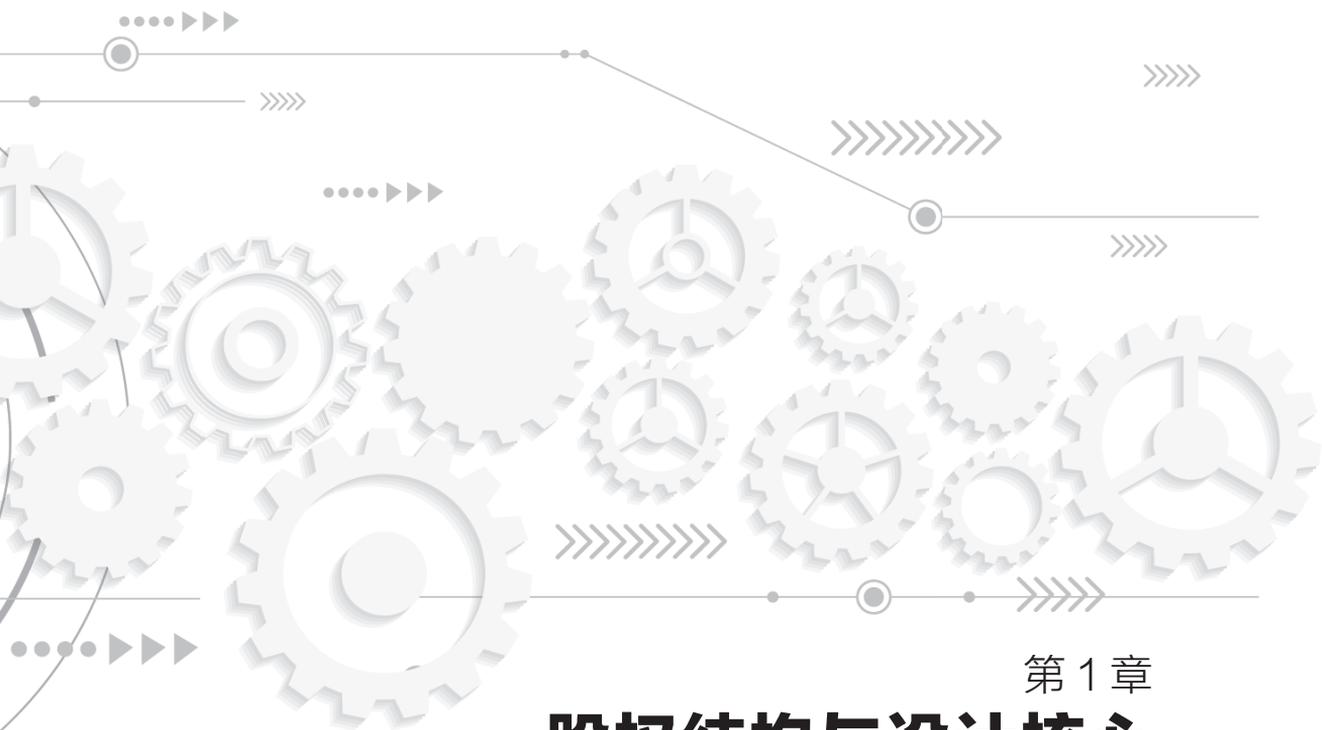
16.4.1	年报的基本要素与披露规则	/	260
16.4.2	财务报表及案例分析	/	260
16.4.3	合并会计报表及案例分析	/	263
16.4.4	审计报告及案例分析	/	265
16.5	风险警示、停牌和复牌、终止和重新上市	/	267
16.5.1	风险警示	/	268
16.5.2	停牌和复牌	/	269
16.5.3	暂停、恢复、终止和重新上市	/	269
16.5.4	申请复核	/	273
16.5.5	日常监管和违规处理	/	273







# 上篇 股权债权篇



## 第1章

# 股权结构与设计核心

企业初创阶段，很多人由于创业压力、兄弟情义等原因，忽视股权结构和股权设计，等到企业步入正轨，并实现盈利之后，各种问题、矛盾就都出现了。因为利益分配不合理而出现不欢而散的事情屡屡发生，兄弟反目成仇、合伙人散伙等悲剧也是历历在目。所以，为了不对企业未来埋下隐患，合理的股权机构是非常有必要，而且也是必不可少的。那么，如何设计最合理的股权结构呢，股权设计的核心问题有哪些呢？本章就对其相关问题做简单的论述。

## 1.1

# 股权结构概述

简单来说，股权结构就是股份公司对不同性质的股份如何分配，以及占不同比例股份的股东之间有什么样的关系。股权结构是公司治理结构的基础，它决定了企业的组织结构，当然，不同的股权结构其企业的组织结构也会有所不同。

从股权集中度方面来看，股权结构有以下三种类型。

### （1）股权高度集中

绝对控股股东对公司拥有绝对的控制权，其股份一般占总股本的 50% 以上。

### （2）股权高度分散

股份公司没有大股东，单个股东所持股份一般占总股本的 10% 以下，这就导致所有权与经营权基本完全分离。

### （3）较大股东和其他股东相结合

公司拥有较大的相对控股股东，同时还拥有其他的大股东，这些股东所持股份一般占总股本的 10% ~ 50%。

上述三种股权结构中，股权高度集中和股权高度分散对公司未来的发展都不太有利。如果高度集中就容易出现一家独大的局面；如果高度分散就又会出出现“内部人控制”现象，以上两种情况都属于股权结构畸形。

所谓“内部人控制”是指由于公司的股权分散，占有股份小的出资人都有“搭便车”的心理，他们不愿意花大力气去、监管经理人员的行为，只想让





其他人费心费力去做，自己坐享其成，这就使得对经理人员的监督没有多大的意义，出资人不能对经理人员的行为进行最终控制，这就出现了“内部人控制”问题。

然而，如果公司的股权分配相当集中，这时大股东就会丧失由于股权分散而降低风险的好处，企业经营好坏的风险则集中到大股东身上。这时大股东就会想方设法催促和监督经营者行为，从而避免出现“内部人控制”问题。

另外，在进行公司股权结构设计时，还要避免出现“平衡股权”结构，这种结构是指公司大股东之间的股权比例十分接近，而且只有大股东或者小股东的股权比例非常低。“平衡股权”结构很容易产生两种问题：第一种是让股东陷入僵局；第二种是形成公司控制权和利益索取权失衡的局面。

而且在“平衡股权”结构中均等（即 5 : 5 分账）是最差的股权结构，比如真功夫这则失败案例，由于均等股权无法形成有效的股东会决议，最后很可能造成申请解散的悲剧。

股权结构设计的好坏，通常会在很大程度上决定着企业的生死存亡。然而很多创业者，或者大量非专业机构的投资人，由于缺乏基本的股权常识，导致前期的股权结构设计不合理，最后堵住了优秀合伙人或者后续让机构投资人进公司的通道。

例如，有些股权分配是按照简单的资金多少来划分股权，比如，创始人投入 100 万，投资人投入 300 万，之后的股权结构分配比例按照创始人：投资人 = 1 : 3。等到企业正常运营之后，创始人觉得不公平，之后闹分家，因为自己既出钱又出力，却成了公司的小股东；投资人只出钱不出力，却是公司大股东。而且投资机构看到这样的股权结构，也不会有人敢进入的。

所以，为了公司未来的发展，也为了公司后期不会因股权分配有隐患，如何设计一套行之有效的股权结构设计方案是股份公司最先要解决的问题。

## 1.2

# 股权设计的战略必要性

股权设计就是公司组织的顶层设计，它是解决谁投资、谁来做、谁收益的问题。只有一个出色的股权设计，才可以将创始人、合伙人、投资人的利益绑定在一起。

只有一个出色的股权设计，才可以将合伙模式、创客模式、众筹模式落地。

只有一个出色的股权设计，才可以建立竞争优势，使公司获得指数级增长。

总之，有公司的地方就有股权的出现，有股权出现的公司就需要进行股权设计。

1号店由于股权稀释严重，创始人不得不沦为打工者；山水水泥深陷控制权旋涡，复牌股价近乎腰斩；雷士照明的兄弟式合伙，仇人式散伙；真功夫创始人的反目成仇等遭遇的出现都与其股权设计的不合理息息相关。因此，创业者在创立公司之初就需要设计一个合理的股权结构，确保公司的稳定发展。

### 1.2.1 1号店：股权稀释严重，创始人沦为打工者

2015年年初，以首席技术官（Chief Technology Officer，CTO）韩军为首的老员工相继离职，关于1号店董事长于刚将要离职的消息再次甚嚣尘上。树欲静而风不止，尽管1号店进行相关方面的辟谣，但在几个月后，沃尔玛与1号店同时发表声明，1号店创始人于刚、刘峻岭决定离开1号店。

接下来，我们将通过对1号店股权变化情况的回顾，解读1号店创始人团队丧失控制权的全过程，希望借此能给创业者一些启示。

2008年

于刚与伙伴刘峻岭创立了1号店，当时的启动资金只有几百万元，不久后他们又获得了2000万元的融资资金。





## 2009 年

受金融危机影响，投资人放弃电商市场。截至 2009 年 10 月，1 号店资金面临严重危机。困境中的 1 号店决定与平安集团接洽。

## 2010 年

5 月，平安集团出资 8 000 万元，购得 1 号店 80% 股权。据说，原本平安集团董事长想要全资收购，但 1 号店的创始人团队经过讨价还价后，才得以保留 20% 的股权。

这次收购，平安董事长看中的是 1 号店的医药资源，他预想借助 1 号店的电商渠道推动其健康险的发展，同时将平安药网与平安医网纳入 1 号店实现渠道整合。不过，随着整合的进行，平安集团发现收购 1 号店的效果低于预期目标。

## 2011 年

5 月，沃尔玛入股 1 号店，占股 17.7%。在该消息宣布前，沃尔玛的第一目标是与京东谈判，双方已经谈判半年多，估值也洽谈完成，唯一无法达成的意见是沃尔玛要求完全控股京东商城，京东管理层和股东取得一大笔现金后退出公司决策。

## 2012 年

10 月，沃尔玛在 1 号店的股份增至 51.3%，接替平安集团成为 1 号店的大股东。当时外界传言，沃尔玛增资后，平安集团的控股降为 36.9%，而于刚等管理层降低至 11.8%。对于这则传言，于刚曾表示，“我们占股没有这么少”。

另外，人事变动：1 号店原财务副总郭冬东、原人力资源副总梁勇由沃尔玛电子商务成员宋侑文和戴青接任。这时，沃尔玛电商团队已有几十人进入 1 号店。

## 2014 年

1 号店开展大量新业务，如跨境电商、O2O、互联网医药等。在当年的业务发布会上，于刚表示，今年 1 号店的在线销售商品突破 800 万种，注册用户接近 9 000 万人。

## 2015 年

人事变动：年初，以 CTO 韩军为首的老员工相继离开 1 号店，据传言，当时财务部门已被架空。4 月 30 日，沃尔玛全球总裁兼 CEO 董明伦访问 1 号

店，1号店总裁于刚陪同，破解此前离职传闻。7月14日，1号店创始人于刚、刘峻岭正式离职。

1号店高层纷纷离职的启示：

平安集团与沃尔玛，实际上一开始就将目标放在1号店的控制权上，而这也是1号店的两位创始人所忽略的事实。于刚团队在弹尽粮绝时决定进行融资解决困境，作为投资方的平安集团也有自己的打算，它想通过1号店的医药渠道与资源加快健康险的发展。而于刚团队选择用80%的股权换取平安集团的资金，实质是出让了公司的实际控制权。

在获得资金的同时，于刚团队也由公司掌控者变为没有决策大权的合伙人。当平安集团发现资源整合后未能实现预期的效果时，转让其控制权给沃尔玛也就是必然结果。所以，这场博弈从刚开始已经注定1号店是输家。

市场里的投资人一般分为财务投资人与战略投资人两种。风险投资人属于典型的财务投资人，他们的目标是以股权投资溢价获取财务收益，对于公司的经营管理并不参与，也不会要求取得控股权。

而战略投资人投资的主要目的是加强自身产业链的布局。因此，战略投资人会对被投资公司的董事会进行控制，同时深度介入被投资公司的管理。平安集团与沃尔玛便是属于战略投资人。

事实上，创始人即便不控股，也能够通过技术手段来控制公司，比如可以通过一致行动人协议、有限合伙、AB股计划等来掌握控制权。但是，这些技术手段生效的前提是双方目的一致。比如，平安集团与沃尔玛作为战略投资人，从一开始就是瞄准1号店控制权来的。

资本与人一样，都具有不同的脾气与性格。创业者融资时，要了解资本背后的意图，只拿适合自己的钱。千万别等到羊亡了才想起补牢，这样既失去了控制权，又会陷入被动地位。

## 1.2.2 山水水泥：控制权诈旋涡，复牌股价近乎腰斩

2018年10月31日，因公众持股量低于25%，停牌三年之久的山水水泥（山东山水水泥集团有限公司）宣布复牌。然而，让人意外的是，在复牌当日，山





山水水泥股价接近腰斩。截至当天下午 4 点，山水水泥跌幅达 47.69%。

资料显示，山水水泥的前身是亏损多年的国企山东水泥试验厂，之后在厂长张才奎的带领下扭亏为盈，并于 2005 年改制成为民企后，于 2008 年在香港上市。张才奎等股东通过设立山水投资，对山水水泥控股，而他本人作为 3 000 多名员工持股信托的受托人，拥有山水投资 81.74% 投票权，是公司的实际控制人。

但由于公众持股量低于 25%，山水水泥自 2015 年 4 月 16 日起停牌。依据港交所上市委员会相关决议，截至 2018 年 10 月 31 日，如果山水水泥的公众持股量依旧不达标，公司可能将被取消上市地位。

停牌三年后，山水水泥于 10 月 30 日晚间发布公告称，公司将发行 9.748 亿股新股，完成新股发行后，新股份占已发行股份约 22.39%，新股份连同公众股东所持股份超过 25%。因此，得益于前一天完成改革的山水水泥在 10 月 31 日正式复牌。

尽管股价遭遇腰斩，但山水水泥的业绩其实并不差。2018 年上半年的业绩显示，山水水泥营业额约为 66.5 亿元人民币，同比增长 5.3%；净利润突破 7.5 亿元，而 2017 年同期亏损 4 369.5 万元。即便创造了如此的佳绩，但由于公司股东之间关于控制权的争斗一直无法平息，以至于造成股价几乎被腰斩。

山水水泥控制权的争斗过程：

早在山水水泥停牌之前，公司内部就发生过一场争夺控制权的事件。在 2013 年，山水水泥多名高管并不支持张才奎、张斌父子推行的改革，集体辞职，从而引发处置山水投资股权的问题。2014 年，多名高管联合持股职工，主张解除信托关系。

由于张才奎在山水投资的持股仅有 13.18%，一旦关系解除，他对山水水泥的控制权将遭到动摇。于是，张氏父子决定以增发的方式挽救危局，此次增发使得山水投资的持股比例被稀释至 25.09%，而中国建材则以 16.67% 的持股比例晋升为第二大股东。

由于此次增发使得山水投资在山水水泥的持股比例从 30.11% 降至 25.09%，低于 30% 的收购红线，这意味着其他投资者可以在不达到要约前就成为第一大股东。

亚洲水泥（亚洲水泥股份有限公司）斥资 9.05 亿港币，于 2014 年 12 月 1 日达到 20.90% 的持股比例，直逼山水投资在山水水泥的持有股权比例。不过，迈入 2015 年后，天瑞集团（天瑞国际控股有限公司）半路截胡，在短短四个月内，天瑞集团斥资 50 多亿港元购得山水水泥 10 亿股，持股比例增至 28.16%，成为山水水泥的第一大股东。至此，山水水泥股权结构如图 1-1 所示。

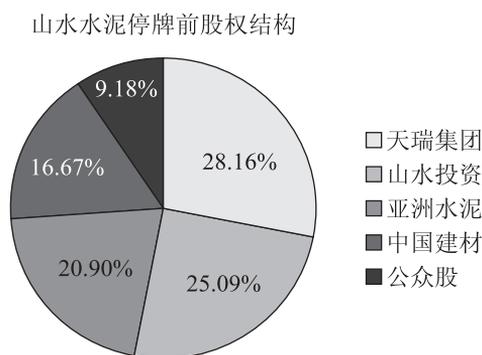


图 1-1 山水水泥股权结构

此后，天瑞集团、中国建材、山水投资等股东围绕着山水水泥的控制权，不断爆发权力争夺大戏。

这场控制权的纠纷导致管理层不稳定，致使山水水泥的董事会一直处于飘摇状态，历经数次洗礼后才得以洗牌。

2018 年 3 月 20 日，天瑞集团完成新一轮的董事会大换血，新的董事会组建完毕，其成员为 3 名执行董事（天瑞集团李留法、锦天诚律师事务所朱林海、安永会计师事务所华国威）与 5 名独立董事，李留法担任山水水泥董事会主席。

但两个月后，董事会再一次大换血，2018 年 5 月 23 日山水水泥发布公告称，董事会的执行董事变更为常张利、吴玲绫，而独立董事变更为张铭政、林学渊、李建伟，常张利担任新一任董事会主席。

2018 年 9 月 4 日新一轮的董事会变动公告发布：许祐渊担任公司独立非执行董事、董事会审核委员会及薪酬委员会成员，董事会主席常张利担任董事会提名委员会主席；罢免张铭政、李建伟董事会的执行委员会成员身份。

2018 年 9 月 4 日，各大股东间的冲突进一步升级，山水水泥发布公告称，





公司第一大股东天瑞集团向开曼群岛大法院提呈公司清盘的呈请。

据公告信息，这次天瑞集团提交清盘呈请是由 2015 年 12 月 1 日的股东特别大会决定的，理由是天瑞集团与山水投资投票罢免山水集团的董事会集体成员，但当新董事会接任时，未能对山水水泥的所有资产进行实质与法定的控制，也没有查明山水水泥的财务状况。

山水水泥的公告指出，早在 8 月 31 日，本公司就收到天瑞集团向香港特别行政区高等法院提交的有关对山水水泥清盘的呈请。相关资料显示，清盘是一种法律程序，一旦生效，公司的生产工作停止，所有资产（机械、工厂、办公室及物业）在短期内出售，转化成现金，然后按先后次序偿还未付的债项，之后按法律程序，宣布公司解散。

事实上，这并不是山水水泥第一次被申请清盘。早在三年前，山水水泥就曾发布公告称，由于子公司山东山水 20 亿元超短融“15 山水 SCP001”的偿付存在不确定性，构成实质性违约。2015 年 11 月 10 日，山水水泥正式向开曼群岛法院提交了申请，要求对公司进行清盘。开曼法院将于当地时间 11 日上午 10 点对此聆讯，当时留给各大股东反应的时间只有 15 个小时。

天瑞集团、山水投资及时做出应对，一边向开曼法院提交撤销清盘的申请，另一边成功争取将聆讯日期延后。与此同时，天瑞集团、山水投资与香港、北京、济南等地的债权人会面以稳住局势。这次游说取得的效果显著，众多债权人无一支持此次山水水泥清盘。

2015 年 11 月 23 日，在经过两次延后聆讯之后，开曼法院宣布，公司董事会无权代替公司提交清盘呈请，除非有债权人亲自提交清盘申请。法院将判决延期至 11 月 25 日，以供债权人提交清盘呈请。最终并无债权人要求清盘，因此，开曼群岛法院最终否决了山水水泥的清盘呈请。

这里需要说明的是，当时对于山水水泥董事会提交的清盘申请，天瑞集团是坚决反对的。然而，谁也想不到当年反对清盘的天瑞集团，却在三年后率先提出清盘申请。

有专业人士分析指出，这场纷争的源头是由于天瑞集团虽然贵为第一大股东，但董事会的席位却与自身地位不匹配，由此引发股东控制权的持续纷争。究其原因是由于 2015 年停牌至今，山水水泥董事会并未对董事成员的选举以

及董事会议事规则进行修改，因此，现有董事的产生与决策方式仍遵守张才奎掌权时制定的规则。这种情况下，天瑞集团即便当上第一大股东，也难以获得足够多的董事席位，来影响董事会的正常运作。

山水水泥之所以陷入如今被动的局面与公司控制权的一再变化相关。而从各方竭尽全力的博弈中，足见山水水泥仍有非常大的盈利空间。多位山水员工与高管在采访中均表示，山水水泥本身是个非常好的公司，只是因为争斗不断，才最终落到这一地步。

从最初控制人与职工的矛盾，到陌生人的悄然入主，最后再到彼此之间的明争暗斗，在这一场争斗中，天瑞集团、张氏父子、亚洲水泥、员工等各方势力难以达成一致，如同囚徒困境一样。纵使每个人都有最优的选择，但却都选择了忽视，而这又有可能导致整体上的失败。<sup>①</sup>

### 1.2.3 雷士照明：兄弟式合伙，仇人式散伙

雷士照明的创始人吴长江生于1965年。1985年，吴长江因高考发挥失利，与清华大学失之交臂，最终这位天赋异禀的才子被西北工业大学录取，学的是飞机制造专业。毕业后他被分配到陕西汉中航空公司工作。不过，这一份“金饭碗”的工作，始终难以满足吴长江的“创业梦”。

1992年，在被提拔为副处长的前夕，吴长江提出辞职，当时的老领导临别时对他说：“小吴，你太重义气，这种性格既是你的优点，也是你最大的缺点。以后你若成功与这性格分不开，倘若栽跟头也是在这性格上面。”今日回想起这句话，竟一语成谶。

---

① 囚徒困境是1950年美国兰德公司的梅里尔·弗勒德与梅尔文·德雷希尔提出的理论，后来由顾问艾伯特·塔克以囚徒方式阐述，并命名为“囚徒困境”。它是指两个共谋犯罪的人被抓进监狱，在不能交流的情况下，假如两个人互不揭发对方，则由于证据不确定，每个人将被判一年；若一人揭发，而另一人沉默，则揭发者因为立功而立即获释，沉默者因不合作而入狱十年；若互相揭发，则因证据确实，二者都将判刑八年。

由于在无法交流的情况下，囚徒双方都不信任对方，在他们各自的判断中都以自己的利益为先，这时的囚徒双方都会下意识地放弃同守沉默的选项。因此，倘若保持沉默，则更有可能被对方指证，从而面临十年的惩罚；相反如果选择揭发，则有可能无罪释放，即便互相揭发也只有八年，比起被人指证时还要少两年的刑罚。最终导致囚徒的选项仅能落在非合作领域内的博弈模型。





随后，吴长江开始闯荡广东的生活。他先是在一家台资自行车厂工作，中途临时做过半年的公司保安。之后，吴长江来到番禺，进入雅耀电器工作，这是一家七十人规模的灯具厂。企业的高速发展，让吴长江看到照明行业的光辉前景。而在灯具厂的磨炼中，他得出“老板定律”：能吃苦，胆子大，有风险意识，有商业意识。而他觉得自己以上几点都具备，另外，自己读的书比很多老板多。

他再次提交辞职信，尽管老板极力挽留，甚至开出给吴长江买房的优越条件，但吴长江依旧不为所动，他直截了当地告诉老板：“我来到这里就是为了创业。”

1998年，吴长江与高中同学杜刚、胡永宏在一次喝酒聊天中，聊到未来的规划，三人决定共同创业，在照明行业闯出一片天。吴长江举杯表示：“我出45万，占股45%，你们合出55万，各占股27.5%。”

吴长江并不是不清楚股权结构的重要性，更何况当时他的经济实力也优于杜、胡，假如他当时多拿出6万元，获得51%的占股，并不是难事。但在吴长江的观念中，控股权不如兄弟义气，既然大家一起创业，就不能亏待兄弟。

此后，吴长江与雷士照明十余年的磨难都源自这个路边摊上的约定。

1998年年底，惠州雷士照明有限公司正式成立。当时，飞利浦、欧司朗等照明行业的跨国巨头已先后进入中国市场，珠三角一带的照明企业突破3000家。雷士照明在外有猛虎，内有强敌的情况下，先是实行产品召回制度，赢得了市场信誉，又率先推行专卖店模式，从而赢得了市场信誉，逐渐有越来越多的经销商主动找上门要求加盟。到2000年年底，雷士照明的销售额突破7000万元。

吴长江曾说过：“你要真心对兄弟们，就不要施舍小恩小惠。大家都不是傻瓜，你用心对他，他自然感觉得出来。”这种义气为先的性格，让吴长江做事考虑的永远是兄弟们的利益，他向来推崇将经销商当员工一样关怀。

当然，吴长江这种做法也没少遭董事会批评，但他往往坚持：“给别人多少奖金，董事会不同意，我给。”创业初期，兄弟式合伙创业可以快速凝聚力量，但到了公司发展期，如果继续实行兄弟式的管理，则会阻碍公司发展。

2002年，三位创始人进行一次股权调整。由雷士照明向吴长江支付1000万元，吴长江的股份降低至33.4%，其余两位创始人的股份提升至33.3%。对

于此次股权调整，吴长江的解释是公司分红时，他拿得最多，另外两个人心里不舒服，于是他决定主动稀释自己的股权，维持这份兄弟情。

但自此三分天下后，业内依然将雷士与吴长江画等号。2002年，吴长江无奈提议，自己担任董事长，由胡永宏接任自己做总经理，“创业初期股东争斗，最受伤害的是企业，我没办法，只有用这种方式，才能解决眼下的问题，否则这个企业就真会出问题”。

然而，失去了吴长江的雷士照明由原来每年100%的增长，降低至50%。同时，公司开始人心涣散，离职的、跳槽的员工不断增加。于是，2003年年底，吴长江又重新担任雷士照明的总经理。

电影《中国合伙人》中有一句经典台词：“千万别跟最好的朋友合伙开公司”，若是当时的吴长江看到这部电影或许也会有相同的感悟吧。

2005年，吴长江准备成立各省运营中心，而这件事最终导致三人产生严重的分歧。杜、胡两个股东认为，前几年已经投入不少，如今赚了钱就应该分红；而吴长江认为，企业目前还不够大，赚的钱应该再投入，继续将雷士照明做大做强。

双方寸步不让，直至最后摊牌。由于其他两个股东的股份超过吴长江。他被要求拿8000万元彻底退出雷士照明。

然而，就在吴长江签订协议后的第3天，事情出现了戏剧性的一幕。吴长江刚离开惠州，就接到电话，要他赶紧回公司，电话的另一方是他以前接触过的供应商。

一回到惠州，他就被带到公司大会议厅。厅内，挤满了来自全国各地的200多个供应商与经销商，以及公司的中高层干部。现场还挂起了“雷士战略研讨会”的横幅，经过会议举手表决，在场所有人举手同意吴长江留下，而另两个股东退出雷士照明。由供应商、经销商“反水”，决定企业高层人事变动的案例惊叹业界。

如今，复盘那场变局，唯一能看清的是，在选择供应商、运营商的策略上，吴长江棋高数着。经销商在生意上依赖雷士照明，情感上只认白手起家的吴长江，这种微妙的捆绑方式，让吴长江牢牢把控公司的核心竞争力。但兄弟式合伙，仇人式散伙却让人不胜感慨。





## 1.2.4 真功夫联合创始人蔡达标：50%—47%—入狱

真功夫是国内规模最大的中式快餐企业，也是国内五大快餐企业中唯一一家本土企业。公司股份分配是创始人蔡达标夫妇与潘宇海各占 50%。

最初，潘宇海掌握着公司的主导权，姐姐潘敏峰管收银，姐夫蔡达标负责店面扩张。后来，蔡达标与潘敏峰离婚，潘敏峰持有的 25% 股权转归蔡达标所有。

于是，真功夫就只剩下两个股东，且各占 50%。后来，真功夫引入 PE 投资基金，两人的股权比例依然是 47% 对 47%。

随着股东的后续加入，真功夫的控制权逐渐倾向蔡达标，而另一大股东潘宇海则逐步被边缘化。蔡达标听取投资人的建议决定对公司进行“去家族化”的改革，他从众多知名餐饮连锁企业挖来众多职业经理人，代替真功夫中与潘宇海关系密切的中高层。这一举动使得潘宇海被进一步边缘化。于是，两位股东之间的矛盾爆发，冲突由此引爆。

最终，潘宇海将蔡达标告上法庭，蔡达标被警方以“涉嫌经济犯罪”的名义带走。此后，潘宇海独掌真功夫。

很多人认为真功夫内斗是因为家族企业导致的，其实，真功夫的问题根源不在于家族企业，而在于股权结构。家族矛盾只是加剧了股权结构不合理所导致的矛盾。真功夫的股权结构是股东各占 50%，一旦股东意见不一致，公司的决策就难以进行。这种不合理的股权设计，不断引发股东间的信任危机，最终导致真功夫联合创始人之间爆发出激烈冲突。

事实上，每个股东对公司的贡献肯定是不同的，如果公司缺乏核心股东，各股东间的股权比例对等，就意味着股东贡献与股权比例不匹配。这种不匹配到了一定程度，就会引起股东之间的矛盾。

## 1.2.5 华为任正非不到2%的股权，掌握622亿美元的华为

华为的近 8 万名员工拥有 98.6% 的股票，任正非本人所持有的股票不到 2%。但任正非正是凭借这不到 2% 的股份，掌握 622 亿美元的华为。

华为的股权设计是以虚拟股权激励为基础。这种股权会授予目标员工，是一种“虚拟”的股票，假如公司达到业绩目标，被授予者可以享受一定价值的分红及部分增值收益。但虚拟股票没有所有权与表决权，而且不能转让和出售股份，一旦被授予者离开公司，股份就会自动失效。

持有虚拟股权的员工因为享有特定公司的“产权”，他们从员工变为股东，当他们带着这种身份去工作时，就会减少道德风险和逆向选择的可能性。同时，由于虚拟股权的激励对象为公司核心员工，所以，核心员工可以感受到企业对自己价值的肯定，从而产生巨大的荣誉感和动力。

当然，华为的股权制度并非一开始就是以虚拟股权激励为主的，它也是经过数次变化后，才发展成如今的模式。

1990年，华为实行内部融资、员工持股的制度。内部融资无须支付利息，同时还可以激励员工更加努力工作。当时，华为员工以每股1元的价格购买公司股票。

1998年，华为公司决定修改员工的持股方案，于是派高层前往美国考察期权激励与员工持股制度，考察期间华为高层深入了解了虚拟股的激励制度。

2001年，深圳市政府颁布《深圳市公司内部员工持股规定》，它规定员工持股会管理员工股份的托管与日常运作，且员工持股会能够以社团法人登记为公司股东。

2001年7月，华为决定实行股票期权计划，并推出《华为技术有限公司虚拟股票期权计划暂行管理办法》。此后，华为员工持有的股票被逐步转化成虚拟股。在虚拟股制度下，持股员工仅有分红与收益权，而没有所有权与表决权。而且虚拟股票不必通过证券行业监督管理部门审批程序，它避免了公开市场所造成的股价波动影响。

2008年，华为对虚拟股制度进行调整，实行岗位饱和配股。这是由于公司内部的老员工积累的虚拟股份过多，造成新老员工收入明显失衡。

于是，华为依据岗位设置配股上限，达到配股上限后，就无法继续参与新的配股。比如13级的员工可以持股2万股，14级员工为5万股。这一规定虽然限制了华为老员工的配股数量，但其有利于激励新员工们的激情。

随着公司的壮大，华为外籍员工的数量越来越多，但他们无法享有虚拟





股权激励。再加上由于股票价格逐步增长，入职时间短的员工没有资金购买股份，无法与华为形成利益捆绑。最终造成华为员工的离职率节节攀升。为了解决这一困境，华为在 2013 年推出 TUP——时间单位计划，让外籍员工也可以参与华为的利润分享；2014 年，在国内员工中正式实行。

TUP 类似于分期付款：通过先给员工一个获取收益的权利，但该权益需在未来几年内逐步兑现。华为采取的模式如下。

假如 2014 年授予员工 10 000 股，当期股票价值为 5.11 元。

2014 年（第一年），没有分红权。

2015 年（第二年），可以拥有  $10\,000 \times 1/3$  分红权。

2016 年（第三年），可以拥有  $10\,000 \times 2/3$  分红权。

2017 年（第四年），可以拥有 10 000 股的分红权。

2018 年（第五年），在全额得到分红权的同时，员工可以对股票值进行结算，假如当年股价升值到 6.32 元，则第五年员工可以得到的回报是：2018 年分红  $+10\,000 \times (6.32 - 5.11)$ 。同时，对这 10 000 股进行权益清零。

可以看出，华为采取的是五年期（ $N=5$ ）的 TUP，前四年递增分红权收益，最后一年除了获得全额分红收益之外，还可能获得 5 年中股本增值的收益。

TUP 的实施，可以解决不同国籍员工的激励模式统一问题。同时，也解决了新员工激励不足的问题，也防止出现过高的离职率。

自 2004 年以来，华为员工通过购买虚拟股的方式为华为增资超过 260 亿元。更重要的是，华为的股权激励机制通过数次调整其分配方式，从而维系整个公司的活力，这是华为近二十多年来持续高速发展的原因之一。

## 1.3

# 股权设计三大核心问题

上一节的五个案例个个都能令人深思，其中的失败者都是由于没有充分

认识到股权的重要性所导致，而成功者则是牢牢掌控企业的控制权。所以，股权设计的重要性不言而喻。本节将从股权设计的控制权问题、价值问题、博弈问题三个方面，剖析其中的奥秘。

### 1.3.1 控制权问题：决策机制

在创业过程中，创业者遭遇的最大风险并不是公司运营问题，而是失去公司的控制权。例如，乔布斯也曾经离开过苹果，直到 1997 年苹果出现危机，他才重新回归苹果。如果苹果没有出现危机，那么乔布斯也就没有机会再次回苹果，创造出令世人惊叹的 iPhone 手机。

创业者也是人，是人就会犯错误，但只要牢牢把控公司的控制权，就有了改正的机会。大部分的创业者只知道投资人可以给公司带来资金，但往往容易忽视投资背后所潜藏的危机，以至于对投资人没有丝毫防备，最终失去公司控制权，被迫离开自己一手创办的公司。

有这样一个案例，一位创始人拥有公司 51% 的股份，另外两个股东分别占有 20%、29%。公司成立三人董事会后，三个股东各占董事会一席。其中一个小股东提议让自己的弟弟担任监事，该创始人同意了。

很显然，这位创始人还没有意识到自己已经失去了对公司的控制权。在股东会上，这位创始人虽然拥有 51% 的投票权，但董事会上，他只占三分之一的投票权，无形之中，这位创始人的实际控制权从 51% 降低至 33%。

其实，公司的控制权主要通过决策体现，而公司的决策常常通过两个层面完成，一个是股东会层面，另一个是董事会层面。

#### 1. 股东会层面

掌控企业控制权的最佳方法就是把握企业的控股权，因为公司最重大的事项通常是由股东会决定的，如公司章程修改、董事任命、公司分立合并或清算等。所以，谁能掌握控股权，基本上就能影响股东会的决策，进而控制公司。

股东会层面维持控制权主要有以下几种措施。

(1) 归集表决权。将小股东的表决权汇集到创始人手上，增加创始人表





决权的数量。例如，创始人只有 20% 的股权，也就只有 20% 的表决权，但他可以通过授权代理的方式，取得其他几个小股东的表决权，从而拥有超过半数的表决权，如山水水泥的张才奎。

(2) 多倍表决权。创始股东的股权小于 50%，但公司章程里约定创始人的每一股股权拥有多个表决权（如 A/B 股制度，B 股拥有的表决权是 A 股的十倍），增加创始股东在股东会的表决权利。

前面这两种方式都是积极主动地增加创始人在公司控制权的方式和策略。

(3) 创始人的否决权。创始人的否决权可以视为一种防御性策略，当创始人股权低于 50% 时，创始人的否决权可以影响股东会的决策。这种否决权常常针对公司的重大事项，例如，合并、分立、解散、公司融资、公司的年度预算结算、公司并购、公司的审计、高层人士任免、董事会变更，等等。只要创始人对这些决策持反对意见，这些重大事项的决定就不能通过。如此一来，即便创始人的股权低于 50%，也能控制股东会的决策。

## 2. 董事会层面

在董事会层面，决策权是由人数多少决定的。在董事会的董事席位越多，话语权就越重。所以，最直接控制董事会的方式，就是取得委任董事的权利。例如，阿里的合伙人制度：马云与蔡崇信为永久合伙人，其余的合伙人离开阿里巴巴集团公司时，即脱离阿里巴巴合伙人。每年合伙人可以提名新合伙人的候选人，新合伙人需在阿里巴巴工作 5 年以上，且对公司发展有积极的贡献等要求。阿里合伙人共 28 名成员，这些人都是阿里巴巴的管理层。而阿里巴巴董事会的多数席位便是由这 28 位合伙人商议委派。通过这种机制，阿里巴巴合伙人可以控制董事会的决策，即使马云及其团队在阿里巴巴的股份低于 10% 依然可以掌控公司的董事会。

在创业初期往往是投资人与创始人的蜜月期，大部分股东都愿意让创始人领导公司。但随着公司壮大，各位股东之间的利益冲突逐渐显现，这时，控制权就成为创始人与投资人之间博弈的关键。

所以，创始人需要防患于未然，提前设计合理的股权结构，避免失去公司控制权，落得黯然离场的结局。

## 1.3.2 价值问题：股权价值认定、股权对价物价值认定

股权价值所体现的是企业对股东的价值，每家上市公司股份都存在一个明确的市场价格，企业对外发行的股份数 $\times$ 每股的市价=股权价值，这也就是我们常说的“市值”。

股权价值的认定不仅关系股东利益，而且还影响会计信息的相关性。通过不同方法计量的股权价值，必然会导致不同的结果。所以，依据资产价值属性选择适当的方法计量股权价值尤为关键。一般来说，常用的股权价值评估方法包括收益现值法、成本法和市价法。

### 1. 收益现值法

收益现值法，即根据被评估资产预期的收益和适当的折现率，计算出资产的现值，并以此评估股权价值。

### 2. 成本法

用成本法进行评估时，应根据该项资产在全新情况下的成本，减去已使用年限的累积折旧额，并综合资产功能变化、成新率等因素，评估资产价值。

### 3. 市价法

市价法是参照相同或者类似资产的市场价格，评估股权价值。例如，A公司估价为1亿元，而B公司的规模为A公司3倍，则B公司的估价应该也大约为A公司的3倍。虽然这只是一种理想化的假设，但在实际评估中依然具有一定参考作用。

然而成本法与市价法具有较大的局限性。比如，成本法对于企业的财务数据要求较高，市价法需要获得充足的市场交易价格数据，而这些条件往往难以完全满足。相比之下，收益现值法是国际公认的评估股权价值方法。

假设境外A公司准备将中国的子公司B转让给境外的C公司。A公司经过初步计算，决定按照账面价值200万元进行转让，如此一来，A公司无缴纳转让费用所得税。不过，税务机关在对该公司的转让费进行评估时，会依据收





益现值法进行评估。收益现值法计算公式如下。

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t}$$

式中： $P$  为评估价值， $F_t$  为将来第  $t$  个收益期的预期收益额， $i$  为折现率， $t$  为收益预测年期， $n$  为收益预测期限。

税务机关对股权价值的分析计算过程如下：预期收益年期为 5 年（ $t=5$ ），将来每个收益期的预期收益额为 100 万元（ $F_t=100$  万元），折现率为 10%（ $i=10\%$ ），将来 5 年内的预期收益现值分别为 90.91 万元、82.64 万元、75.13 万元、68.30 万元、62.09 万元。其总和为 379.07 万元。A 公司应缴纳的所得税为  $(379.07-200) \times 10\% = 17.91$ （万元）。

这里需要指出的是，上述举例属于理想化的数字模拟过程，只具有参考作用，在实际的计算过程中，转让股权的价值评估还需要考虑更多的因素。

至于股权对价物的估值，则需要了解“对价”的含义。“对价”原本是英美合同法中的概念，它是指一方得到权利、权益或是另一方为了取得对方承诺，所担负的责任或贡献。

“对价”一词在国内最早出现在《关于上市公司股权分置改革的指导意见》第 8 条中，“非流通股股东与流通股股东之间以对价方式平衡股东利益，是股权分置改革的有益尝试，要在改革实践中不断加以完善”。

但之后出台的《上市公司股权分置改革管理办法》与《上市公司股权分置改革业务操作指引》等文件中并未具体明确对价的概念和内涵。在实践中，对价可以解释为非流通股股东为了得到流通权，向流通股股东支付的相应代价，或者解释为非流通股股东与流通股股东取得相同的股份时所付出的成本。因此，股权对价物的估值实际上就是指非流通股股东为取得流通权所付出的成本估值，其价值认定可以参考股权对价的价值认定方法。

### 1.3.3 博弈问题：交易方股权结构底线及期望

股权架构是公司管理的基础，不同的股权结构对应着不同的企业管理模式。在企业融资过程中，股权结构设计的合理性会直接决定融资的成败，而其

中就涉及与对手博弈的问题。创业者需要从交易方股权底线及期望出发，考虑股权架构发生变动的可能性，对于股权退出机制更要进行预期管理，避免股权架构变动给公司带来动荡。具体来说，为了在博弈中取胜或者不被动，创业者在设计股权结构时应该考虑的方面如图 1-2 所示。



图 1-2 创业者在股权设计中应该考虑的 6 个方面

## 1. 短期价值股东

公司在进行融资前，股权人数越少越好，5 人左右是上限。股权变动对于公司来说并不是件小事，而股东人数越多，其稳定性越低，股东退出概率越大。另外，股东拥有投票、签字等诸多权利，股东人数越多协调难度大，成本高。所以，尽量不要让没有长期价值的人成为股东。针对短期资源型股东，如果已经是股东层面，则可以与合伙人签订回购方式的协议。

## 2. 虚拟股票激励

虚拟股票的优缺点已经在上一节 1.2.5 中有所介绍。因为这种股票没有表决权 and 剩余分配权，所以不会影响公司的决策。而且虚拟股票享有的分红权以及部分增值收益，又可以很好地满足交易方的期望。

## 3. 设计限制性股权

限制性股权是指依照提前预订的条件授予激励对象股权。只有满足预定





条件（股权价格达到一定水平、公司盈利多少、公司上市，等等）时，激励对象才可以出售限制性股权；预定条件未满足时，公司可以收回赠予的限制性股权或者以一定的价格从激励对象手中购买股权。

限制性股权的风险相对较小，对激励对象有较强的约束。这种方法适用于成熟型企业，或对资金投入要求不高的企业。

#### 4. 股权期权激励

股权期权激励是指授予激励对象以预定价格与条件，在一定的期限内，购买本公司一定数量股票的权利，激励对象可以借此获得潜在收益（购买价格和市场价之差）；反之，如果在期限内的股票市场价格低于购买价格，则激励对象有权放弃该权利。这种机制下，激励对象通常没有分红权，其收益主要来自股票价格的上涨，收益高低取决于未来股价的波动情况。

股权期权激励机制可以依据公司的实际情况进行灵活设计。比如成熟期限设为四年，按如下几种模式分别兑现。

模式一：与 4 年服务期限挂钩，每年兑现 25%。

模式二：满 2 年兑现 40%；第 3 年，兑现 30%；第 4 年，兑现 30%。

模式三：第 1 年兑现 10%，第 2 年兑现 20%，第 3 年兑现 30%，第 4 年兑现 40%。

#### 5. 建立股东退出回购机制

创业公司在发展过程中管理层有波动是在所难免的，尤其是公司的合伙人选择退出团队时，会给企业带来极大的不稳定性。那么如何安置合伙人所拥有的股份，才能消除因合伙人退出而导致企业的运营出现问题呢？创业者要提前设定好回购机制，就可以避免这种事情的发生。

建立股东退出回购机制是指提前约定合伙人在退出公司时，大股东以回购的方式，从将要退出企业的合伙人手里买回他们拥有的股份。对于回购价格的确定，需要视公司的发展情况而定，最好做到既让退出的合伙人能够分享企业的收益，又不让公司产生较大的现金流压力，还能拥有一定的调整空间与灵活性。

## 6. 谨慎设计对赌协议

对赌协议也称“估值调整机制”，是指投资方与融资方签订融资协议时，鉴于未来不确定的情况而进行的约定。例如，A 公司接受 B 公司投资时，双方约定，如果 A 公司在未来两年内没有上市，则将该公司 20% 的股权出售给 B 公司。对赌协议实质上是带有附加条件的评估方式。

通常情况下，目标企业的业绩与上市时间是融资双方的对赌内容，在对赌条款中，除了对赌内容以外，还有估值调整条款、股权回购条款等内容。对赌协议对创业者来说是把“双刃剑，设计对赌协议时一定要思虑再三。

陈晓对赌摩根士丹利、鼎晖投资，输掉了永乐电器。

李途纯对赌英联、摩根士丹利、高盛，太子奶易主。

张兰对赌鼎晖，输掉俏江南。

以上这些都是国内曾经的知名企业在对赌过程中失败的例子。

融资时，融资方通过出让股权获得资金，投资方提供资金获得股权。当双方对企业的估值存在异议、对公司的经营管理状况的认知存在不同观点时，便准备签订对赌协议，依据企业经营状况的变化进行具体调整。

如此一来，一旦创始人对于市场判断出现失误、经营不善等导致企业业务的发展不及预期，就可能会失去公司的控制权。因此，企业在签署对赌条款时，应当在全面了解对赌协议的价值与风险的基础上再做决定。

