

聚焦 FOCUS 创投与企业创始人贴身博弈

雷士照明事件引发PE与公司创始人关系定位反思——

投资人创始人掐架 求取公司治理最大公约数

证券时报记者 胡南

从俏江南、后谷咖啡、相宜本草再到雷士照明，创始人与投资人的博弈乃至碰撞不时发生，关于创始人与投资人关系的话题也随着近期雷士照明事件的发酵引发热议。

现阶段，国内中小企业仍以“家族企业”、“夫妻店”居多，现代化、规范化的企业管理理念尚未在企业管理者当中深深植根，在这样的背景下，“雷士风波”引发了业界的深刻反思：创业企业家如何合理地引进资本参与公司治理？顶着“门口野蛮人”帽子的私募股权投资机构（PE）又如何在分享企业发展成果的过程中扮演更受欢迎的角色？

恋人”与“敌人”

在投资界，一直有“投资企业就是与企业谈恋爱”的说法。不得不说，这个比喻很形象——企业家与投资人从认识到互相接触，到互相了解，最终做出结合与否的决定。在这个过程中，有的只是见过一面后就草草结束，有的则是纠缠许久依然没有结果，只有极少数的一对能最终“喜结良缘”。

事实上，成功结合并不就意味着美好的结果，这只是企业与资本对接的开始。一旦企业与资本情投意合，成长中的企业就有希望凭借资本输入的新鲜血液，在最短的时间内甩开竞争对手，一骑绝尘，而资本也将同时赢得不菲的收益。但如果在短暂的蜜月期之后，企业与资本开始同床异梦，则有可能迅速成为敌人，纠缠不清，反目成仇。赛富投资与雷士照明就是典型例子。

雷士事件被外界解读为创始人与投资人的控制权之争。然而，在控制权之争的背后，实际上更存在着一种规则、理念上的分歧和较量。与控制权之争的最后一战相比，这种分歧和较量更加频繁、更为深远，甚至贯穿企业与资本结合的始终。

在雷士事件中，控制权之争发生之前，创始人与投资人的分歧便时有发生。有报道称，吴长江敢拼敢赌，上市后在公司里愈加强势，对于董事会的“规则”很不适应，经常一时兴起就“越了红线”。一位接近雷士高管层的人士透露，股东之间在经营战略上时有分歧。曾经有一次，吴长江想收购一家英国公司，背着董事会签署了协议，此后阎焱跑到英国重新谈判，结果没等新协议签署，这家英国公司就破产了，雷士最终以更低的价格买下了这家公司的部分资产。事后，阎焱在微博上评论称：“中国的民营企业为什么做不大，与企业的制度化、透明化管理关系极大。”

作为职业投资人，阎焱的观点也代表了很多创投界人士的心声——深圳创新投资集团有限公司总裁李万寿就曾表示：“在我们投资的过程中，创始人行为不规范可说司空见惯，比如不经董事会讨论就擅自越权决策，不经股东大会讨论就擅自着手实施，挪用公司资金、私自关联交易等。我们希望所投企业要分清行事的边界。另外，投资人、小股东的主权意识也应该到位，要联合起来维护自己的利益，敢于追究大股东违规行为。”

公司治理平衡

雷士风波，表面上看是一场创始人与投资人的内部之争，但本质其实是公司治理结构寻求平衡的一个过程。

国内中小民营企业，创始人多数出身草根，不规范的现象比较普遍。长期和中小企业打交道的东方富海董事长陈玮曾在某论坛直言：中国的民营企业99%都有税务问题，所以民营企业在上市和完善公司治理过程中必须要解决的问题。深交所日前公布的一项关于税收的数据也力证了中小企业税务不规范之严重——据不完全统计，中小企业改制上市平均补交税款约在700万元左右。零售、消费等行业的中小企业，偷税漏税很普遍，两本账、不计账和糊涂账也不少，往往一经规范需要补缴税，利润就少一大块。”深圳一家投资机构人员告诉证券时报记者。

针对企业财务、税收规范问题，投资机构一般通过帮助中小创业企业建立

完善的内部控制制度，完善法人治理结构，完善股东会、董事会、监事会等组织机构等方式来实现。另外，投资机构还可以通过推荐、派出财务总监的方式，帮助中小企业加强财务管理，提高财务管理水平。据前述投资机构人士介绍，如果是首轮主投，一般会派驻一名董事或一名监事，帮助企业建立健全董事会制度，起到监督和规范的作用。

然而，从企业方面来说，单是财税方面的规范，就很容易让习惯了“一人当家做主”的创始人不适应。当当网CEO李国庆就曾披露过自己与董事会制度相互碰撞的一个例子。在几年前的一次董事会上，有董事批评李国庆擅自给某员工借款8万元。李国庆给出的理由是，该员工在农村老家的父亲身患重病急需钱治疗。董事坚持要按照制度办事，李国庆竟然要求董事会修改制度，给予他借款的权利——事情虽小，却折射出起家于社会基层的民营企业家，在进入规范化过程中，与被引入的资本互相碰撞的必然过程。

除了上述的税务规范等因素，因战略分歧引发的创始人与投资人争端则更为常见，成为让创始人出局的“头号杀手”，如红孩子创始人李阳的出局，尊酷网董事长兼首席执行官侯煜强的黯然离去……

不论这些争端的最终结果如何，不可否认的是，资本对于创业企业的规范发展发挥着重要作用。有投资人甚至戏言：创业企业的首轮融资，不啻于一场新股公开发行（IPO）预演。

有专家也表示，资本的进入可以促进被投资公司的合规运营和透明性，建立良好的法人治理结构，确保董事会对公司的战略性指导和有效监督，这些做法可以帮助企业建立和完善现代企业管理制度，实行高效、透明的管理，使企业获得更广泛的市场资源和发展途径，快速和资本市场对接，最终实现企业的成功。

设置VC持股限制

“雷士事件后，我们出去做投资，企业家可能会多一份戒备。”深圳一家知名创投机构的资深投资人士对记者如是说。

据其介绍，在国外，诸如红杉、黑石等最终控股被投企业的创投案例比较多，但从国内来看，投资机构一般占股比例都较低，尤其目前项目资源争夺激烈，少有投资机构能大比例持有股份。“一方面，投资机构不希望在一个项目上投入太多资金，不愿把鸡蛋放在一个篮子里；另一方面，毕竟创投控股一家企业的最终目的是为了获取更多利益，如果缺乏专业人才，不太可能比创始人搞得更好，大比例持股的意愿也因此不是特别强烈。”该人士表示，从这个角度来看，虽然业界爆发了很多争端，但对于处于成长初期急需发展资金的创业企业来说，完全没有必要因此就引入资本心存戒备。

事实上，创业企业完全可以通过特殊的股权比例设置，让“风险投资（VC）控股”模式无从下手。据悉，雷士事件爆发后，“不能让VC控股”已经开始成为一些企业家引入资本的基本原则。

应该说，采取这样做法的早已有之。知名互联网企业百度就是典型例子。“不要轻易将主动权交给投资人，在创业过程中没有人会乐善好施。”为了保证对百度的控制权，李彦宏甚至刻意调低上市的融资额及公开售股比例，并且在所有收购通道设立了关卡，即使潜在收购者买进绝大部分原始股，也无法在董事会拥有足够多的表决权。

另外，即便没有设置关卡，创业企业家也可以设置VC持股比例限制，将企业的控制权牢牢地抓在自己手中，避免被踢出局的事情发生。

反之，“VC控股”也并非全无可取之处，只要不违背法律法规，VC获取被投企业控股权也无不可厚非。美国、新加坡等多地证券市场的例子也表明，让精通业务的创始人掌舵虽然是惯例，但并不代表VC控股的企业一定会垮掉”，恰恰相反的是，由于VC有丰厚的人脉以及成熟的资本运作能力，只要能聘请到合格的职业经理人，企业同样能走上一条高速发展的道路。



创业企业家如何合理地引进资本参与公司治理？PE又如何在分享企业发展成果的过程中扮演更受欢迎的角色？



张常春/制图

创投人士谈PE介入公司治理——

过度干预经营不现实 PE多处争端弱势地位

证券时报记者 申辰

关于雷士照明的控制权风波，现在下结论显然为时过早。可以预见的是，无论结局如何，它必将成为中国创投发展历史上的标志性事件。

从目前的情况来看，雷士照明事件中创业者与投资人的种种纠葛正逐渐明晰，事件真相也开始浮出水面。从雷士照明的角度来说，经此一役，其相关利益方均遭受重大损失；对于公众来说，雷士照明“创”与“投”的矛盾公开化再次让人们见识到投资人与创业者之间惊心动魄的博弈；而站在业界的角度来看，这一时点也为即将进入问题多发期的中国创投界提供了一个值得深思的案例。

矛盾不可避免？

一山不容二虎。作为雷士照明的创始人，吴长江是强势的创业者，7年前借助经销商之力独揽大权便是一例；作为赛富亚洲创始合伙人，阎焱也是强势的投资人，在赛富所有投过的项目中，90%以上是领投或独投。当强势投资人遇到强势创始人，矛盾似乎就已经注定了不可避免。但事实果真如此吗？对于一般创投机构而言，在参与所投资公司的经营管理时，是不是都会遭遇与企业创始人发生矛盾的尴尬情形？

对于上述问题，多位受访的PE机构负责人表示，同为公司而言，投资人和创业者的利益总体是一致的，矛盾有可能产生于多个层面，而在一般的矛盾纠葛中，创投机构多处于弱势地位。东方富海董事长陈玮认

为，投资人和创业者在大的方向上是一致的，属于某种程度上的“一致行动人”；但在目前整体经济状况不容乐观的背景下，一些企业难以兑现承诺和协议，投资人和创业者出现矛盾也是正常情况。

投资人和创业者都是通过公司价值的提升来盈利，在合作的同时相互不伤害对方的权益。”创东方投资有限公司董事长、创始合伙人肖水龙对证券时报记者表示，投资人和企业家有很多的共同利益，但是角度、立场不同，也必然会产生分歧。肖水龙认为，在实践中，PE机构和创业者的矛盾可能发生在经营管理层面，或者公司治理层面，也可能两种情况糅合在一起。经营管理方面，PE机构往往是出于认可创始团队和项目才投资，所以一般投资人会尊重创业者在经营管理方面的想法；而在公司治理方面，PE机构一般是小股东，要求大股东兼经营团队按照商业准则和法律要求保证股东权益，是合理且正常的。

一般而言，投资处于发展早期阶段企业的创投机构，获得的企业股权比例往往较高，相对强势；而主投中后期项目的创投机构由于所占股份较小，并不具备太多话语权。多家PE机构负责人就对记者表示，由于占股比例小，再加上信息不对称，一旦与企业产生分歧，创投机构并不占优势。君盛投资董事长廖梓君就对记者表示，创投机构在与企业创始人博弈的过程中实际上都处于弱势地位。天图创投副总经理冯卫东坦言，如果与被投资公司产生了分歧，通常是先进行说服，如果说服不奏效，通常会采取退出的方式。

创投与企业创始人恩怨记

案例1：“雷士风波”
今年5月25日，雷士照明公告称，公司创始人吴长江因个人原因已辞任公司一切职务。公司投资方、非执行董事、赛富亚洲基金创始合伙人阎焱接任董事长，来自施耐德电气的张开鹏接任首席执行官。吴长江的突然离职，引起了诸多猜测和争议。

案例2：俏江南鼎晖反目
鼎晖创投投资俏江南时付出了“天价”，投资协议中，有一项对赌条款：双方约定，如果俏江南不能上市，鼎晖有权退出投资，并要求俏江南的原股东高溢价回购鼎晖的股权。所以当俏江南上市受挫后，鼎晖要求张兰高价回购股份。张兰对媒体表示，引入鼎晖投资是公司的重大决策错误，鼎晖不仅没有给公司带来很大的回报，反而稀释了很大一部分股份。

案例3：相宜本草事件
相宜本草正积极登陆资本市场，但背后却是与今日资本分道扬镳。相宜本草董事长封帅曾在内部大骂今日资本总裁徐新是骗子，头顶真功夫、网易等项目风险投资人的光环让他们吃了亏。

案例4：后谷咖啡纠纷
原本志在打造“中国咖啡第一股”的后谷咖啡，在引入投资方后，不仅没有实现既定的发展战略，反而面临资金链断裂的风险，并陷入足以拖垮公司的纠纷当中。投资方指责后谷使用资金太随意，后谷则称董事长熊相入的电话还能拨通，并非如传言所称“巴抽逃资金跑路”，投资方的目的在于获得后谷咖啡的控制权，其指责并非实情，反倒是投资方带来的无止境纠纷，让企业如今面临生存困境。

案例5：红孩子创始人出走
红孩子是一家专营母婴用品的电商，曾吸引了凯耀华盛、北极光等众多中外知名创投进入，后因投资方与创始人发生战略分歧，创始人李阳被迫出走。（杨晨 整理）

■记者观察 | Observation |

治理理念碰撞乃常情 何须掀翻牌桌闹革命

证券时报记者 胡南

“无论是投资的还是创业的，都不应该支持这种掀翻牌桌闹革命的做法。”——当雷士照明创始人吴长江与投资方代表阎焱之间的争端持续升级，网络上一些博友如此评价。诚然，企业家历尽千辛万苦把企业做大，私募股权投资机构（PE）通过资本腾挪就入主，在道德情感层面的确有让人不能接受的地方。但顶着“门口野蛮人”称谓的PE天性逐利，亦无可厚非。正所谓：道德是道德，生意是生意，既然参与了游戏就得遵守游戏规则。

创始人和投资人的较量，其实也是不同管理理念的碰撞。一手创立企业的当家人，希望即便是引入资本后，也能够始终独享自己说了算的大局，一如既往地按照自己的游戏规则办企业；而在资本世界里，公司业务增长永远是首要追求，资本为追逐利润的最大化，不免有急功近利的心态，他们需要建立起规则，其目的就是为对创始人加以约束和监督，维护自身利益。冲撞由此产生。需要双方都时常自省的一点是，自企业引进资本的那一天起，创始人与投资人就同属一个阵营，合则进退有序，1+1>2；分则两败俱伤，1+1<2。

创始人和投资人，需要寻求一种平衡。在现今资本为王的世界里，企业创始人要想迅速做大做强，利用资本的力量是最为快捷的方式，但是一旦做好准备真的引进资本，就应该同时也做好接受约束的心理准备，约束是为了让企业更快地进入规范发展的快车道。而投资人要做的则是利用自身管理、资金、产业等方面的资源优势，为被投企业提供富有含金量的增值服务，为到点套现退出时创造最大的收益。

事实上，这样的成功例子比比皆是，比如股神巴菲特，在投资企业时，多是建立符合各方利益的方案，形成长期可持续的盈利模式，而不是简单粗暴地改变公司的治理结构。再比如柏盛国际也是其中一例，2010年10月，弘毅投资购买柏盛国际29.47%的股权，成为其控股股东，一举超过其创始人陆友纪，此后，在弘毅投资的帮助下，柏盛国际得以大举进军中国市场。在前述这些案例中，为什么没有起争端，就是因为双方深谙和谐才能共生，平衡才能互达的道理，创业者对外来资本参与公司治理不是本能地加以抵触，外来资本同样也没有强硬地将公司贴上的标签。

在雷士照明案例中，恐怕很难简单地评断创始人与投资人争端谁对谁错。在过往的历史中，不乏有创始人被踢出局，固然可叹，但也值得反思反省；投资人成功上位，固然有被非议之处，但也并非一无可取。应该说，只要有利于企业规范发展的，谁上谁下都可以。各司其职、各取所需，这就是创始人与投资人应该达成的平衡。

就应该建立董事会；从投资机构的角度来说，应该学会在维护自身权益的时候讲究方式方法，与企业家充分沟通。

在雷士照明事件中，投资人阎焱接替创始人接任公司董事长，虽然阎焱曾无奈地表示自己会做一个“甩手掌柜”，但创投界人士再次强调了投资人“做企业背后的人”的常识。

即使再强势的创投机构，也不愿意走到前台。”陈玮表示，总体而言，PE并不希望控制一家上市公司，因为这和PE秉持的理念是不一致的，PE并不愿意到一线来代替企业家管理企业。冯卫东直言，“基金的专业能力不是代替企业去经营，我们要做的是选择一匹好马，把马培养好，而不是代替马去跑。”