

编著单位



中国股权转让研究中心成立于2016年，是由国内股权投资领域专业机构与资深人士共同发起成立的专注于股权转让、股权流通、私募基金二级市场交易的研究机构。

中心的研究领域包括：（1）细分行业股权转让及退出现状；（2）股权转让及退出的交易流程、核心条款、避税方案等；（3）员工期权的流通性管理；（4）私募基金二级市场交易方式；（5）创始人股权流通方案等。

中心致力于通过精致的研究，帮助中国股权投资者形成正确的股权退出理念，掌握股权退出的正确方式，从而促进中国股权投资的健康和可持续发展。



北京潜力股科技有限公司是国内最专业的股权转让服务平台，致力于为投资人、公司创始人及持股员工提供专业的股权转让服务，为投资者提供国内外优质公司的投资机会。潜力股获得了梅花天使等12位知名投资机构和投资人的千万级融资。

截至2016年年底，潜力股已经建立了积累15000多家国内投资机构的潜在投资人数据库。同时，潜力股与国内众多一流的投资基金建立了合作关系，包括红杉资本、联创永宣、天图资本、创新工场、华映资本等，这些基金委托潜力股负责其部分项目的退出工作。

潜力股已经为诸如滴滴出行、新美大、聚橙、百合网、东田时尚、亿玛在线、芯能光伏、会分期、悠游堂等公司股东提供股权流动性管理服务。

作者介绍

李刚强

中国股权转让研究中心主任、潜力股平台创始人、无穹创投合伙人。

青年投资家俱乐部创始人、中国投资人中心合伙人、中国青年天使会会员。

曾任联创永宣投资合伙人、艺龙网（NASDAQ:LONG）投资总监、九鼎投资高级经理。职业经历涵盖天使、VC、PE、上市公司投资，具有丰富的股权投资经验，累计投资近30个项目，多个项目实现退出。

徐祥君

中国股权转让研究中心首席研究员。

曾在华控汇金、天津股权交易所等投资机构就职。具有丰富的投资、行业研究经验。参与过多个项目的尽职调查与投资工作。对互联网金融、新能源汽车、卫星导航、智能硬件等行业进行过系统深入研究。是国内最早从事股权转让、股权流通的人员，发表相关研究报告数十篇。



梅花天使创始合伙人 吴世春

序言一

降低方差，才是天使投资人实力的体现

中国天使投资从2009年左右开始机构化发展，到现在，据不完全统计，天使投资机构和活跃天使投资人在万家以上。

但根据我的观察，机构天使尤其是个人天使，都注重在投资，对于投后管理和退出的重视程度很不够，甚至很多天使投资人连自己投资了多少项目都不知道。原因在于，一是投资项目数量太多，管不过来；二是对于退出的理解太浅；三是对于一些个人天使来说，投资只是其副业，没有花时间去管理自己的投资组合。

众所周知，天使投资属于风险大、周期长的投资行为。对于天使投资人来说，应该关注两个数据：第一是投资一个项目的回报率，投中一家独角兽或者一个IPO项目当然是一件十分值得骄傲的事情，它能为投资人带来上百倍的回报；第二是成功退出项目占所投项目的比例，我简称为退出项目比例。用数学的方法来说，一个IPO代表的是极值，而退出项目比例代表的是方差，对于天使投资人，既要追求极值的无限大（代表运气），也要追求方差的相对平均（代表实力）。

简单来说，如果投资100个天使项目，那么应该有2-3个IPO，有10-30个是通过其他方式退出。IPO是头部，其他退出是腰部。

而作为天使投资人，不应该过分追求头部（IPO），更应该扩大腰部（其他退出）项目的比例。

股权转让是退出的一种重要方式，在之前，投资界对这种方式的重视程度远远不够。我在2015年投资了潜力股这家公司，这是一家专门从事股权转让的平台型公司。我欣喜的看到，经过潜力股一年时间的努力，投资圈对股权转让的事情有了更多的认识和了解，市场也逐渐热闹起来。作为一个投资人，我能深刻的体会退出的重要性，也能预见这个市场未来的发展潜力。

更让我惊讶的是，潜力股这家公司更多是站在整个股权转让行业的角度来做事情，因此才有了中国股权转让研究中心和它所出版的这本《中国股权转让蓝皮书（2016）》。

潜力股团队的这种行业格局、远见视野以及行动力，十分符合梅花天使的投资理念。从梅花一成立，我们就定位于“投资领袖级的创业者”，只投资于有情怀、有抱负、有能力、有毅力的创业者。

我认为这本书是迄今为止国内关于股权转让最深刻的书，希望此书的出版能帮助更多的投资人、创业者更正确的认识转让与退出这件事情，也能更好的推动股权投资市场的健康发展。



北极光创投董事总经理，CFA，姜皓天

序言二

投资最重要的事是做好退出管理

作为一个17年的VC老兵，我的股权投资职业生涯与中国的股权投资行业是一起发展起来的。

我第一份投资工作是在今天IDG资本的前身上海太平洋技术创业投资公司，估计许多80后投资经理都没有听说这个公司。在加入北极光之前，我在汉能投资从事过FA业务，从事创业企业融资和国际并购业务。我本人也是一个创业者，与我的创业合伙人创立并运营了一家无线广告公司，后来卖给了分众传媒。在2006年，我加入了当时刚刚成立不久的北极光创投。

我在投资谈判桌的两边都坐过，对投资人和创业者的角色有着深刻地体验。不仅如此，与其他的投资界的同仁比起来，我在股权投资的“募、投、管、退”4个领域都长时间的工作过。可以说，我的职业生涯贯穿了创投行业的全产业链。

在股权投资这个市场中投资的项目越多，经历的越多，对市场就越来越敬畏。如同驾驶汽车一样，“开车一年感觉好 开车三年谨慎跑。”想必这是每一个“老司机”的心声。

对市场的敬畏，我有诸多体会，市场的投资风向瞬息万变。但是今天我想着重谈的是股权投资的退出。

“投的好不如退的好”是我的好友，潜力股平台创始人李刚强提出来的。我非常赞同这句话。在我近20年的投资生涯中，股权投资的4个环节“募、投、管、退”我都参与过。在过去的时空中，不论是投资公司，还是财经传媒，都在关注哪个基金募集了多少资金，哪个基金又投资了哪个明星项目。但在我看来，募和投固然重要，但是，投后管理和退出也同等重要，特别是退出。

一个投资机构要做到基业长青，就要能够持续地募集到资金。要想从LP那里持续募集到资金，除了能够投资到好项目之外，更重要的是，要把投资的项目及时退出变现，并将现金返还

到LP的手上；只有这样LP才会有能力有意愿继续投资你。

这也是为什么，我将我本人的工作重点从过去完全关注在投资，现在均衡地分散在投后管理和退出上。似乎不仅是我自己，我看到我的其他同行也越来越关注退出。比如经纬张颖在11月份的一个峰会上就说，“投资人应该歇斯底里做好退出。”其中的道理，我深有体会。

这本股权转让蓝皮书就是一场及时雨。凡是做过2期基金以上的投资人都知道，不可能完全依靠IPO和并购退出所有的项目，股权转让也是一个重要途径。据我所了解，在美国的市场，有13%的项目是通过股权转让来退出的。在国内，目前通过股权转让退出的数量肯定远低于这个数。但是，很多投资人都通过股权转让做过投资退出。如果请这些投资人系统透彻地将股权转让这件事情讲清楚，从为什么转的why，到如何转的how，我想没有几个人可以，包括我自己在内。但刚强和他的同事帮我们做了这件事，将近40篇关于股权转让的文章和10万多字数据总结浓缩到了这本蓝皮书。

对于这样的行业干货知识，我们需要做的就是，认认真真地学习！

不论是我们90后的新生代投资人，还是我这样的20年投资老司机，如果你关注退出，并想知道如何通过股权转让退出的话，一定要读这本书，并把这本书当作你的股权转让第一工具书，遇到关于股权转让的绝大多数问题，都可以从中找到答案。



君紫资本创始合伙人，秦君

序言三

股权转让为千亿美元投资提供退出渠道

中国股权投资行业经过多年的发展已经进入新的时代。过去10年时间的发展，国内存量股权投资管理规模超过6000亿美金，每年新增投资规模1000亿美金。

投资这个行业分为“募投管退”四个环节，当这个行业的募资和投资规模超过万亿美金时，我们必须要靠考虑存量资金的退出问题。而实际上，根据清科的数据统计，中国股权投资市场上已经累计退出了2500亿美元，需要说明的是，这2500亿美元是指最终退出额而不是投资资金额，如果按照2倍平均回报，2500亿美元退出额约等于800亿美元的投资额。也就是说，5000亿美元的资金需要等待退出。

君紫资本作为一家综合性的产业投资基金，业务涵盖母基金管理，我们在过去几年时间里，尽调了很多基金管理公司，对于各家基金的退出情况有所了解，对于GP在退出上的痛点也十分清楚。目前，不管所有基金在PR上是多么热闹，在募资上是多么快速，在退出上永远是痛苦的。

过去，我们主要依赖于IPO和并购进行退出，从实际情况来看，这两条路确实不能满足基金退出的诉求，股权转让则成为一种很好的补充方式。

目前国内从事股权转让的公司还比较少，我们乐于看到潜力股及其发起的中国股权转让研究中心将他们在这个行业里所积累的经验 and 知识汇总成一本干货满满的书籍，并无私的奉献给所有人。这本书毫无疑问是大家目前所需要的参考书目，这种行为也毫无疑问的会促进整个行业的发展。我推荐各位投资行业的从业者，都仔细一读本书。



潜力股平台创始人，无穹创投合伙人，
李刚强

序言四

引导股权转让市场，促进投资行业发展

中国股权转让市场正处于初期发展阶段。我做为这个市场最早的开拓者，从2015年下半年以来，创建潜力股，成为国内第一个专注于股权转让的创业公司。在过去一年的时间内，我们密集拜访了数百家投资机构，接触了三百多个具有股权转让意向的项目，与上千位机构投资人买方进行了沟通，通过一年的时间，我们掌握了大量的市场一手信息，对于股权转让市场有了更深入的研究。

我们在创建这家公司时，并没有将潜力股局限在一家独立的公司，而是将其作为中国股权转让市场的开拓者，引领市场的发展，探索市场发展过程中可能存在的问题，总结探索过程中的经验，培育市场买卖双方，促进整个行业的发展。

正是基于上述原因，我们以一家小公司的绵薄之力做了下面这些事情：

- 1.我们在2016年1月举办了中国第一届中国股权转让论坛，与会人数800多人。
- 2.我们组建了一个研究团队，专门做股权转让领域的研究，在行业现状、方法论、实操案例上进行总结。
- 3.我们于2016年9月牵头成立了中国股权转让研究中心，成为国内第一个专门研究转让这件事情的第三方组织。
- 4.我们将所有的研究成果汇聚成了这本《中国股权转让蓝皮书（2016）》，希望能让更多人了解到股权转让这个市场。
- 5.我们计划在2017年举办第二届中国股权转让论坛，并计划成立中国股权转让投资联盟……

在很多人看来，我们有点蚍蜉撼大树的不自量力，希望以一己之力来带动行业的发展。但是，在我看来，只有偏执狂才能生存。世界更是由那群妄想家天马行空的想法和坚持不懈的行为改变的。

创业是为了一种理想，在当前投资行业竞争如此激烈的现状下，要想在投资行业做出一些成绩，我觉得不采取一些创新性的方式，难以成功。

一直以来，我们秉承的是“宁做鸡头、不做凤尾”的想法，不去和几千家PE、几千家VC、上万家天使竞争，不去和数千家增资的FA竞争，而是选择股权转让这条小路，原因在于一方面我们希望成为市场上独一无二的那一家；另一方面，我们也能看到所有的投资人在退出方面的痛苦。

如果说，投资就是投风口；那么我认为，股权转让的风口在2017-2018年将刮起。遥想2009-2011年全民PE时代，数千亿资金涌入股权投资市场；2014-2015年，数千亿新三板基金涌入市场，在2017-2018年这个时点，他们无一例外的都将面临退出清算的压力。

为此，我们希望将我们所积累的经验、拥有的知识，全部毫无保留的奉献给大家，希望越来越多的人关注股权转让这件事情，越多的人参与到这个市场，共同打造这一新兴的市场，从而促进整个中国投资行业的发展。

CONTENTS 目录

知名投资人谈退出	1
现状篇：退出不畅是制约国内股权投资市场发展的核心问题	5
2016年前三季度中国股权投资市场投资退出概况	6
天使投资退出现状：市场热潮后的退出方法论	8
PE基金投资退出现状：千亿美元股权投资资金待退出	12
新三板投资退出现状：千亿新三板基金，到期退出成难题	15
市场篇：股权转让交易将迎来春天	17
国务院发文，市场化股权转让平台迎来春天	18
战新板被关，IPO受阻，原来还有这种退出通道	19
美国股权转让市场及公司发展历史	22
美国16亿美元的股权转让市场规模，国内市场爆发在即	27
国内股权转让服务平台大盘点	29
方法篇：股东实现股权退出的正确姿势	32
创始人到底该不该卖老股套现？	33
PE投资机构为什么受让老股？	36
关于股权转让，你不可不知的13个问题	39

如何做好股权转让的税收筹划	44
关于员工期权，你不可不知道的20个关键问题	48
创业公司的员工，你保护好你的期权了吗？	52
一纸员工期权变成千万现金的正确姿势	55
基金到期如何解决退出问题.....	57
行业篇：六大TMT行业投资退出研究报告	60
社交网络行业：热潮下的冰冷数据，366起天使投资Vs.3起D轮融资	61
团购行业：数百家公司融资100亿美元，仅3家活下来.....	66
在线旅游行业：493起投资仅3个IPO，创业公司或将迎来倒闭潮	74
生鲜电商行业：吸金170亿元，何时退出成难题.....	78
汽车交通-1：美元基金更青睐国内的二手车和汽车金融市场.....	81
汽车交通-2：1200亿资金投向了国内的交通出行领域.....	87
汽车交通-3：投资汽车后市场，几家欢喜几家忧.....	92
互联网金融-1：互联网金融的下一个主战场：消费金融	95
互联网金融-2：P2P行业投资退出新途径，平台股东卖老股套现3000万.....	98
互联网金融-3：互联网金融高压监管之下，投资退出不确定性增加	101
机构篇：国内知名投资机构的投资退出情况	104
创新工场投资退出状况分析.....	105

经纬中国投资退出状况分析.....	107
真格基金投资退出状况分析.....	111
红杉中国投资退出状况分析.....	115
同创伟业投资退出状况分析.....	121
案例篇：卖老股也可以赚的盆满钵满	124
Groupon: IPO之前，投资人已经通过卖老股赚了10亿美金	125
投得好不如退得好：拉手网虽没IPO,但这家公司成了唯一赚钱的投资机构.....	129
51Talk: 有人说徐小平被打脸，我们说徐老师做了笔好买卖	132
步长制药：创始人家族卖老股套现80亿	135

知名投资人谈退出

（对于投资项目）其实不同的时段，不同的阶段，就应该退出。

——真格基金创始人，徐小平

投资人应该歇斯底里做好退出。

我是非常非常的相信分阶段、分时段的退出，有机会我们就要认真地考虑退出的事情我们对于每一个找上门来的，有退出可能性的机会都是非常的认真对待，退出非常非常的重要。

——经纬中国创始管理合伙人，张颖

投进去退不出来，你估值都是假的，退出才是创投本质！

——达晨创投执行合伙人，肖冰

我从事股权投资20多年了，退出这件事情一直是我们最重视的环节，对于基金管理人来说，只有退出才能为LP创造回报。

过去，我们主要依赖IPO和并购进行退出，但当投资机构越来越多时，同业之间的股权转让成为一种重要方式。我认为，股权转让这件事情，有可能成为未来投资界一种趋势，成为和IPO、并购同等重要的第三种退出方式。

而这本书，是目前我看到的国内第一本专门阐述股权转让现状、方法、案例的书籍，值得股权投资领域的从业者一读！

——联创永宣创始合伙人，冯涛

投资、增资、退出的良性循环是创投行业的逻辑，退出渠道不畅通是中国创投行业最大的问题。

——信中利资本集团创始人兼董事长，汪潮涌

股权转让是投资机构除了IPO和并购以外最重要的退出方式。中国的股权转让市场正在形成，未来将会对股权的流通和流动性起巨大的推动作用！

本书是股权投资行业难得的一本具有实操指导意义的蓝皮书。数据详实，案例生动。不仅有行业研究，也有经验总结，对投资退出工作很有借鉴价值。

——中国风险投资有限公司，总裁 王一军

股权投资回报由退出实现。退出是衡量股权投资最客观、最终极的标尺。在这个宣传过度、泡沫泛滥的时期，研究、探讨退出的重要手段——股权转让，具有“及时雨”的效果：既让人冷静，又解决实际问题。每位在股权投资领域拼杀的专业人士，都有必要静下心来思考本书所探讨的话题。

--联想之星管理合伙人，王明耀

股权转让的时点和价格是天使投资回报率的关键，创新的股权转让平台，将增加天使投资的流动性，进一步带来源头活水，活跃早期投资。

--英诺天使创始合伙人，李竹

作为一家专注于TMT特别是文娱领域的VC，我们在投资时就会思考该项目可能的退出策略。并购和其他类型股权转让一直是我们的退出渠道。其中潜力股为我们提供了有效的途径和优质的服务。《中国股权转让蓝皮书》系统性地分析和探索了这个问题，有利于促进私募股权投资市场的流动性。

--华映资本创始合伙人，季薇

在我过去十年为很多中国互联网企业融资的案例中，存在不少老股转让的需求。有的和新股发行同时做了、一并转让给了公司的新投资人，有的采取了公司回购的方式，也有很多最后没能出售。退出市场一直以来过于依赖于IPO和并购，缺少更加通畅的渠道和多元化的手段，也严重依赖于被投企业的配合。潜力股希望能够专注于这个细分领域提供服务，不失为一个有益的尝试。而股权转让研究中心所整理出的这本蓝皮书则为市场从业者提供了很好的参考。

--华兴资本董事总经理，杜永波

区域性股权交易市场是我国多层次资本市场的重要组成部分，也是未上市企业尤其是科创企业股权融资转让的承载主体，有利于促进了企业股权的流动和合理定价，有利于支持实体经济股权融资。像潜力股这样的优质服务商是对股权转让市场的探索，我们期待它结出硕果。

--浙江股权交易中心董事长，蒋潇华

在中国做投资，最重要的就是退出。IPO和并购当然是最重要的退出路径，当市场玩家足够多时，同业之间的转让也变得很重要。股权转让这个方向，我认为在未来有很大的发展机会！

--PreAngel创始合伙人，王利杰

眼下国内创投火热，但投资机构面临的很大困扰就是——退出难，项目很成功，却不能获得现金回报。“投得好也要退得好”，少壮派投资精英李刚强先生率先提出这个理念，并撰写《股权转让蓝皮书》一书，以10万字之篇幅，首度阐述其退出理念。

刚强兄乃1985年生人，少年英俊，年纪轻轻却业绩斐然，履历光鲜而丰富多彩。他将多年创投实战经验集结成书，在丙申、丁酉交替之际付印，有望成为国内创投圈的一本操作指南，专业宝典。

作为刚强兄多年老友，我热切期待着《股权转让蓝皮书》上市，也期待成为此书最早的读者。

——易一天使创始合伙人 曹日辉

中国的经济转型离不开一群异想天开并且抛家舍业的创业家以及他的信徒们。但创业的道路漫长而艰辛，如果能有一种快速便捷的方式帮助创业者实现少量股权变现，改善生活品质，能够为企业稳定发展起到一剂强心针。

——唱吧创始人，陈华

股权投资退出是创业投资必要的一环，是投资的目的和可以持续发展的手段。股权的转让和退出意识在中国这样一个都想“赌一把大的”投机心态下，没有得到应有的重视和敬畏。退出环境和手段还有非常大的改善和丰富的空间。中国股权转让研究中心在这个时间点发布一部全面介绍股权转让的报告很合时宜，适合广大投资者参考学习。

——泰山天使基金创始合伙人，泰山兄弟基金创始合伙人，陈亮

退出是PE / VC行业最关键的一个环节。IPO固然能带来高回报，但毕竟是少数，股权转让是更为常见的退出方式。本书对股权转让做了系统性的梳理，对行业的从业者是很好的借鉴。

——华盖基金合伙人，王宝华

未来十年，是属于产业投资与并购升级的时代。有进必有退，有退才有进。《股权转让蓝皮书》告诉我们，要提高投向数百万家创业企业的投资退出效率，仅仅依靠二级市场是远远不够的，必须重视潜力股平台和北京产权交易所这样的一级股权市场退出平台，发挥好互联网投行的作用，才能更好地迎接我们并购投资的新时代。

——北京产权交易所，副总裁 高佳卿

李刚强先生自北大毕业后，主要从事股权投资和金融投资工作。股权转让是股权投资的重要退出方式。在美国等成熟资本市场，股权转让已经很普遍。这本蓝皮书的发布对于中国股权市场的发展具有十分积极的推动作用，对国内资本市场的完善同样大有裨益。

——北京大学软件学院金融管理系教授，赵占波博士

早期基金的投资和回报周期很长，通常在5-10年。股权转让能帮助LP解决长期投资的流通性问题，对LP来讲是刚性需求。所以这是一个非常值得探索的领域，未来的市场空间很大，也希望大家能通过本书获得一些启发和收获。

——迅雷创始人，松禾远望基金创始人，程浩

中国股权投资行业经历了多年快速发展之后，积累了海量的存量股权资产尚未实现顺利退出，这种现状的背后是全行业对于股权退出渠道的思维局限和知识匮乏所导致，我们亟需对于股权转让的理论和实践方面进行深入研究学习。我向您隆重推荐《中国股权转让蓝皮书》，这是一部开启中国股权转让新时代的标杆之作，值得认真品读，对于所有投资机构和投资人具有重要的参考借鉴意义。

——中青创投创始人 付岩

现状篇

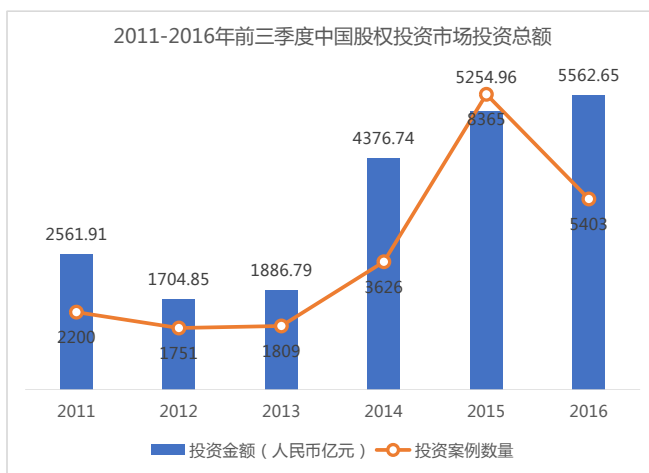
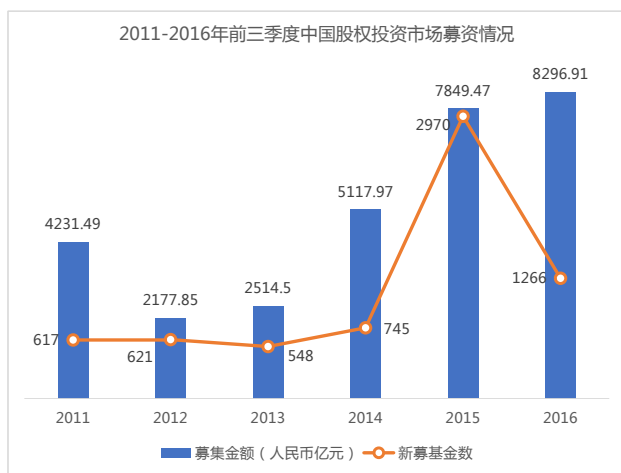
退出不畅是制约国内股权投资市场发展的核心问题

2016年前三季度中国股权投资市场投资退出概况

中国股权转让研究中心依据清科私募通提供的数据，对2016年前三季度中国股权投资及退出状况做一个统计总结。截至2016年9月底，中国股权投资市场，活跃投资机构超过10000家，比2005年的500家，增长了20多倍。在管资产总额超过6万亿元人民币，市场规模排名全球第2。

2016年前三季度募集资金近8300亿元，远超2015年

2016年前三季度，中国股权投资市场上，新成立基金（天使/VC/PE）1266家，同比减少49.5%。募集中金额8296.91亿元，同比增长29.5%。数量减少，金额增加，代表着资金越来越集中。



数据来源：清科私募通，中国股权转让研究中心整理

资本寒冬并不存在，2016年前三季度投资额5562亿元

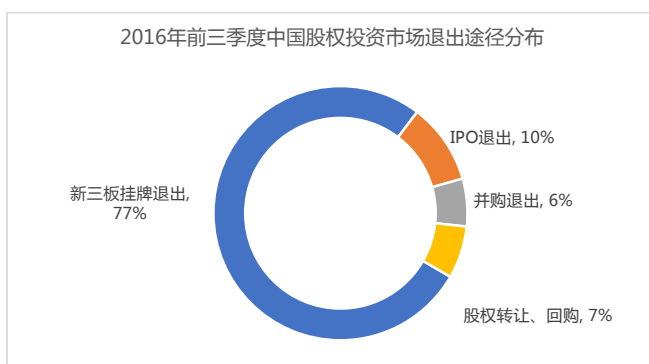
2016年1-9月份，中国股权投资市场投资案例数为5403例，同比减少22.8%。同期，投资总额为5562.65亿元人民币，同比增长30.6%，超过2015年全年的5254.96亿元的投资总额。

从投资案例上来看，2016年全年的水平要低于2015年。但是，从投资金额来看的话，2016年前三季度已经超过2015年全年的水平。2016年，创投圈一直在说资本寒冬。结合上面的数据，实际上可以认为，2016年也许并不是什么资本寒冬，**只是2015年的投资过于疯狂而已，2016年更多是回归。就像你刚从桑拿室里出来，去哪里都会觉得冷。**

2016年前三季度实现投资项目退出2869例

在2016年前三季度，中国股权投资市场实现投资项目退出2869例。通过新三板挂牌来实现退出的占比最高，总共2209例。研究中心认为，在目前市场下，新三板的流动性很差，即便企业挂牌新三板，投资机构所持有的股份也无法在短期内变现。

在退出途径中，股权转让占不到7%的市场份额。这与发达的美国股权投资市场形成对比。在美国

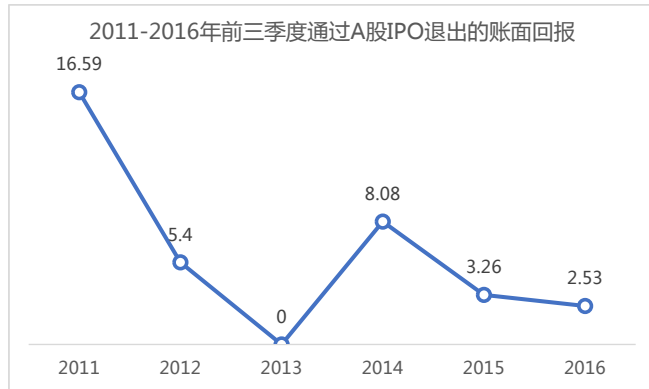


数据来源：清科私募通，中国股权转让研究中心整理

的市场中，股权转让作为一种退出方式占市场份额的12%左右。

IPO退出回报率持续降低，2016年前三季度仅为2.53倍

根据统计数据，我们可以发现股权投资机构通过在A股IPO实现退出的回报从2014年开始持续走低。从2014年的8.08，降到2015年的3.26，直至2016年9月底底2.53。研究中心认为，根据A股目前以及未来12个月底预计大盘水平，通过IPO退出的回报仍将保持在2X的低位水平。（由于2013年A股IPO关停，所以当年等IPO退出的账面回报是0。）



数据来源：清科私募通，中国股权转让研究中心整理

天使投资退出现状：市场热潮后的退出方法论

2015年：全民天使年，创造国内天使投资的资金募集及投资高峰

受益于国家的“双创”政策的提出与推行，国内天使投资在2014年开始走向热潮，并在2015年达到了历史的顶峰。从下面搜集到的统计数据可以看到，2015年一年期间天使投资累计募集资金204亿元，完成募集124支天使基金。

需要特别提醒的是，这里所反映的基金募集额度只是机构天使的情况。国内有很多天使投资人是以自己的个人财富进行投资的。既包括知名的个人天使投资，如薛蛮子、曾李青、王刚等，又包括很多对创业投资十分感兴趣的高净值个人，这些个人天使投资人他们所能动用的资金都不在统计之列。



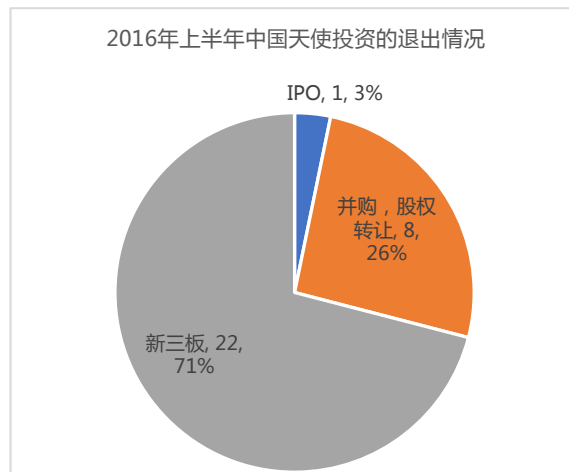
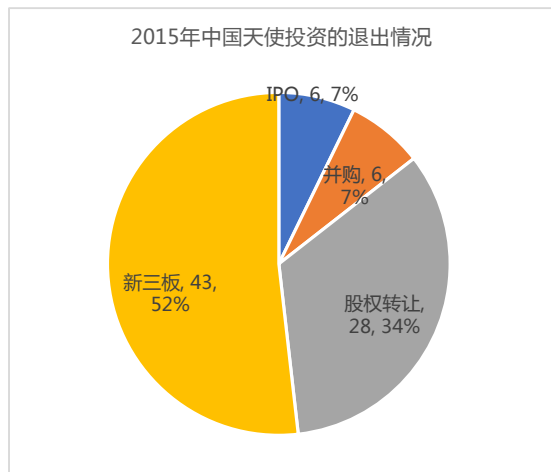
数据来源：清科私募通，中国股权转让研究中心整理

在投资方面，中国天使投资人在2015年总共投资了2075个项目，投资金额累计102亿元。**无论是投资数量还是投资金额，都比2008-2014年之和还要多！**

结合上面的数据，今年大家都在说资本寒冬，实际上，是不是可以认为，2016年也许并不是什么资本寒冬，只是2015年的投资过于疯狂而已，2016年更多是回归。**就像你刚从桑拿室里出来，去哪里都会觉得冷。**

当前天使投资机构主要依靠新三板进行退出

市场虽然热，但是退出依然是投资人首要关注的问题。我们先看一看天使投资的退出数据是怎么样的。



数据来源：清科私募通，中国股权转让研究中心整理

2016年上半年统计数据 displays, 通过IPO、并购和股权转让的方式退出的天使项目共9起。然而, 作为历史上的一个投资高峰, 2015年当年天使投资机构投资了2075个项目。这样算下来的话, 项目的退出率将更低。

从上面数据来看, 天使投资的退出情况其实不太乐观。

退出路径有限, 单纯IPO已经无法满足当前天使投资的发展要求

天使投资机构通过所投资的明星项目在IPO的时候获得成百上千倍回报的故事, 充斥着各种财经媒体和八卦新闻网站。例如, 软银投资阿里巴巴, 在阿里巴巴IPO之后获得数千倍的投资回报。在2016年6月, 软银第一次减持其所持有的部分阿里巴巴的股份, 其原因是需要偿还软银公司所欠下的债务。

连软银这样财大气粗的国际投资机构都有缺钱的时候, 更何况以个人财富支撑的大量个人天使呢? 对于个人天使来说, 由于弹药有限, 就需要在适当时候退出一部分原来投资的公司的股份, 来补充弹药, 从而可持续投资。

对于机构天使, 在退出之前, 不管投资增值多少倍, 都是纸面财富。没有一个好的投资回报率, 特别是现金回报率, 机构天使日后的融资也将会困难重重。特别的, 很多天使基金都是第一期基金, 尤其需要给国内保守的LP群体创造一些回报, 才能使得LP们更安心的等待, 并且在第二期募资时, 才有更强的说服力。

因此, 除了IPO之外, 天使投资要寻找其它的投资退出路径。

通过股权转让分阶段的退出是天使投资退出的一个选择

所幸的是, 以经纬为代表的早期投资机构越来越重视退出, 在退出方法论上也越来越成熟。在2016年11月6日中国私募基金峰会上, 经纬中国创始合伙人张颖指出:

“投资人应该歇斯底里做好退出。我是非常非常地相信分阶段、分时段的退出, 有机会我们就要认真地考虑退出的事情。我们对于每一个找上门来的, 有退出可能性的机会都是非常的认真对待。退出非常非常重要!!”

不少投资人信奉的是将其所持有的股份一直熬到IPO, 认为这样的回报最高。殊不知, 如果从单个项目来说, 这样的回报确实更高; 但是对于一个投资了上百家公司的天使机构来说, 选择分阶段的退出回报会更好。

中国股权转让研究中心根据天使投资的行业平均回报水平大致估计制作出了下表, 尽管在具体的数值上, 也许不那么客观精确, 但我们希望能通过这个表格从理论上来说明天使投资分阶段退出的理念。

传统观念上, 天使投资都押宝在1%甚至更低的明星项目的IPO概率。如果假设明星项目在IPO的时候估值相对于天使投资时的100倍, 则此时的天使投资回报为1(1%*100)。

假设天使投资人在所投资项目进入B轮之后, 就开始有计划地通过股权转让对投资项目进行退出的话, 其最终的回报要高于单纯地等待IPO退出。假设从B轮开始, 每轮退出1/2, 则总回报为 $2*50\%+5*25\%+4*12.5\%+1*12.5\%=2.875$ 。

投资阶段	天使	A轮	B轮	C轮	D轮	IPO
进入本轮的概率	-	50%	20%	10%	5%	1%
相对于天使轮估值的增长	-	5	10	50	80	100
退出回报	-	2.5	2	5	4	1

数据来源: 中国股权转让研究中心根据行业经验估计

天使投资的正确退出姿势

基于上述数据，中国股权转让研究中心认为分阶段的退出，是对天使投资机构回报最好的方式。那么，如何分阶段退出，我们的初步研究结果和建议如下：

退出时间：项目进入B轮之后

项目进入B轮之后，企业的所提供的产品/服务已经得到了市场的认可，企业的整体经营已经进入了正轨。未来发展的不确定性尽管仍然存在，但减小了很多。项目的风险会大大减少，从而更容易吸引风险偏好低的投资机构。

第一次退出的股份比例：

如果天使投资机构在项目B轮融资前后进行第一次股权转让的话，我们建议转让股权的金额，应该覆盖本金并获得合理的回报。至于回报，要考虑时间因素，如果单纯从回报倍数的角度来看的话，1-3倍是可以接受的。

按照上一节表格中的假设，在项目进入B轮融资时，如果估值得到了天使估值的10倍左右。假设天使机构拥有10%的股份，那么卖掉3%的股份就能回本并获得2倍的回报，同时，手里还剩下7%的股份比例。

后续转让比例的安排：

在后续的转让中，中国股权转让研究中心建议每次转让天使投资人所持有份额的30-50%，使得天使投资人既能继续享受现金回报，又留有足够的股份比例去赌未来更大的收益。

是否等到IPO：天使投资人是否应该持股一直等到IPO呢？我们建议，投资人可以保留适当股权份额等待IPO。一方面，之前通过卖老股的方式，投资人已经获得了客观的回报，缓解了资金的压力。持有剩余的股权份额，再等上一年半载对整个基金的现金流不会有太大的影响。另一方面，任何人都有一个IPO的梦想。等到项目IPO，天使投资人既可以获得更高的回报，又能圆自己一个梦。

退出的价格：

我们建议，对于股权转让的份额，应该适当给予一定折扣。一方面，将股权转变为现金，是有一定流动性折扣的。二级市场的大宗交易尚有5%以上的流动性折扣，更何况一级市场？另一方面，天使投资人通过卖老股套现，不需要承担未来的风险，给予一定风险折扣也是应该的。至于折扣的比例，我们的建议是最近一次增资价格的50-80%。有人认为50%的折扣比例很高，但实际上对于天使投资来说，即使50%的折扣也赚了更多钱了。再说，毕竟到手的现金比虚的估值更有价值。

案例：紫辉创投出售陌陌老股套现3500万美元

如果说，市场上的投资机构，谁最会卖老股，经过中国股权转让研究中心的调查，我们发现非紫辉创投莫属。紫辉创投在投资陌陌的过程中，通过卖老股，在两年时间内套现了3500万美金。

2012年4月，紫辉创投向陌陌投资了约105万美元。随后，紫辉创投分3次以卖老股（股权转让）的形式退出了在陌陌的投资。最后一次转让发生在陌陌美股IPO的半年之前。紫辉创投总共套现3500多万美元，IRR达到490%！

紫辉创投的例子也告诉我们，在中途通过股权转让实现投资的退出依然可以获得不菲的收益。

轮次	时间	投资方	投资金额（\$）	获得的股份	备注
A-1	2012.4.18	紫辉创投	1,049,936.49	22,272,730	
B	2012.7.17	阿里巴巴	1,400,000.00	4,894,500	紫辉的老股转让
	2013.1	阿里巴巴	4,300,000.00	10,079,373	紫辉的老股转让
	2014.5.15	公司	30,800,000.00	7,298,857	紫辉剩余的老股转让

数据来源：陌陌招股说明书，中国股权转让研究中心整理

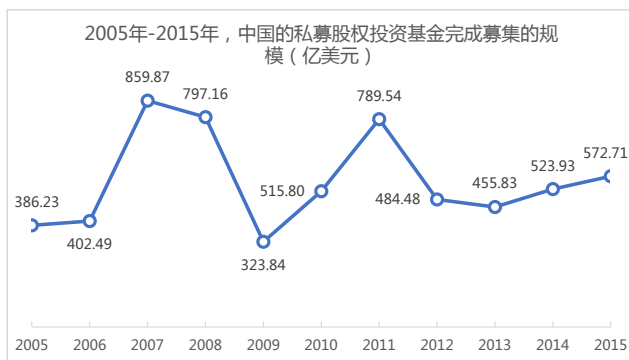
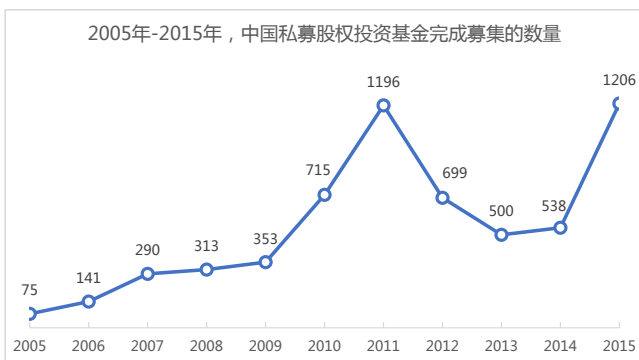
PE基金投资退出现状：千亿美元股权投资资金待退出

中国股权转让研究中心通过所搜集到的中国过去10年在私募股权投资领域内完成募集的基金数量，**完成募集基金的规模，投资案例数量和投资总金额**，以及截至到2015年年底**完成退出的金额**等长期宏观数据，对中国私募股权投资现状做一个盘点。通过对历史数据的盘点，我们发现在过去10年，中国私募股权投资领域积累了1500-2000亿美元的天量投资等待退出，然而传统的IPO和并购这2种主要退出方式已经无法快速满足这日益增加的基金退出压力。其它的退出途径，如借助第三方平台来实现的同业转让，应该得到投资界的高度重视。

6026只私募股权投资基金在过去10年完成募集

根据统计，研究中心整理出来2005年-2015年中国私募股权投资基金完成募集的数量是6026只。在2015年，共有1206只基金完成了募集资金，为历史最高纪录。上一次历史最高纪录发生在2011年。当年有1196只基金完成了募集资金。

从图中，读者也可以看到从2005年到2011年，基金数量逐年增加。即使在2008-2009的全球金融危机期间，国内的基金数量仍然保持了增长的态势。但是，2011年之后，中国投资界迎来了第一次所说的资本寒冬，基金数量急剧减少，连续2年下滑。直到2014年才扭转颓势，再次增长，并在2015年实现了实现了创纪录的1206只。



数据来源：投中CV-Source数据库，中国股权转让研究中心整理

10年共计募集资金6100多亿美元

上面提到的6026只基金在过去十年共计完成了6112亿美元的天量资金的募集。作为对比2015年国内生产总值大约是10.4万亿美元。这6100多亿美元几乎全部投入到实体经济和互联网经济中，对中国经济的发展带来了巨大的推动作用。

相对于完成募集的基金数量，基金完成募集的规模也许更能体现私募股权投资行业的周期变化。2007年，基金完成募集规模达到了**历史高点，860亿美元**。到了2008-2009年全球金融危机的时候，基金募集额骤然下降。2009年完成募集**324亿美元**，是**历史的最低点**。在2011年反弹之后，又再次进入资本寒冬。2014-2015年中国私募股权市场逐渐复苏，完成募集的金额增加。但即使在2015年，只达到了573亿美元，远低于2007年和2011年的2个高点。

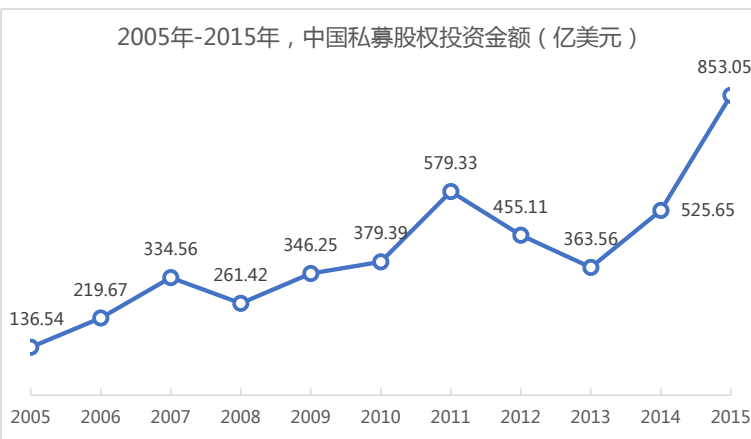
从基金完成募集的资金量来看，中国的私募股权市场已经经历了一个完整的周期。这预示着中国的私募股权投资市场正在逐步走向成熟。

10年间累计投资4400多亿美元

在看完了基金的募集之后，我们再来看一看基金的投资。根据统计数据，2005年-2015年，中国私募股权投资市场共完成了4455亿美元的投资。

尽管与基金募集数量和金额所呈现的变化趋势类似，投资金额也呈现出了一定的周期性，但投资金额的总体趋势是逐年增加的，并在2015年达到了历史最高点，853亿美元。目前为止，2015年是历史上投资最热的一年。

在上面的一节，提到过2005年-2015年，中国私募股权投资市场共募集到6112亿美元。在相同时期，投资出去了4455亿美元。两者相差，1657亿美元。这主要的原因有2个。



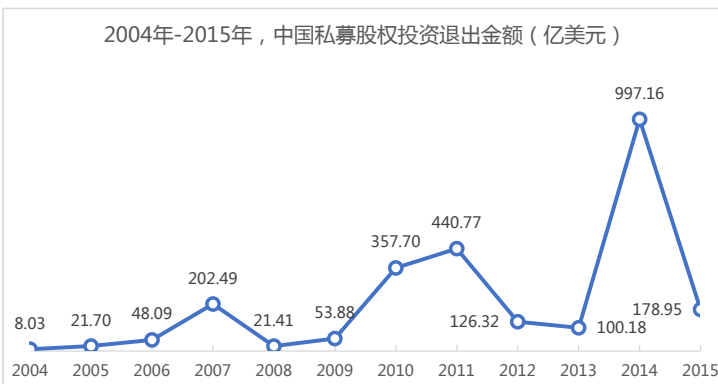
数据来源：投中CV-Source数据库，中国股权转让研究中心整理

1. PE基金的存续期一般5-7年，VC基金的存续期一般7-10年。所以，过去几年募集的基金有的还没有投出去，特别是最近2年募集的资金。

2. 私募股权投资是一个非公开的市场。即便有专业的数据机构去搜集相关的投资信息，终究也会有疏漏之处。这也是另外一个造成误差的原因。

与其说2016年是资本寒冬，不如说2015年市场太热！

目前在国内创投界的各个公开或私密场合，大家谈论的一个话题就是资本寒冬。VC的投资经理放假，一年内投资的项目数在个位数，投资界人心惟危。然而，如果读者看上面的近10年中国私募股权投资金额变化的走势的话，我们可以清楚地看到，2015年全年的投资总额是850多亿美元，是历史的最高点，比2007年和2011年，募资最高的2年的投资额都要高。比上一个投资高点2011年的579亿美元，高出47%！！



数据来源：投中CV-Source数据库，中国股权转让研究中心整理

因此，研究中心认为2016年也许并不是什么资本寒冬，只是2015年的投资过于疯狂。

已经退出2500多亿美元

根据研究中心的统计，中国私募股权投资市场已经累计完成了2557亿美元的退出。目前国内私募股权投资退出主要还是依靠IPO和并购。

这里说的实现退出2557亿美元是最终退出金额。例如，1000万美元投资某个企业，若干年后企业上市，

投资机构所持有的股权已经成为价值1亿美元的股票。投资机构通过二级市场卖出股票实现退出。这样的话，退出金额就是1亿美元。

因此，如果按投资成本计算的话，已实现退出的金额会更小。如果保守估计，按平均2倍的退出收益计算，已实现退出的投资约850亿美元。

估计实现退出的850亿美元和前面提到的已经投出去的4455亿美元之间还有着巨大的差距。我们认为除去还在发展中的项目以及已经破产清算的项目，至少还有约1500-2000亿美元的投资需要退出，而且这个数字每年还在不停地增加！

退出难，催生新的商业模式

国内的股权投资退出，通常是以IPO和并购为主，然而在IPO堰塞湖、并购被严格监管的情况下，千亿美元的投资需要找到一个稳妥的退出通道。

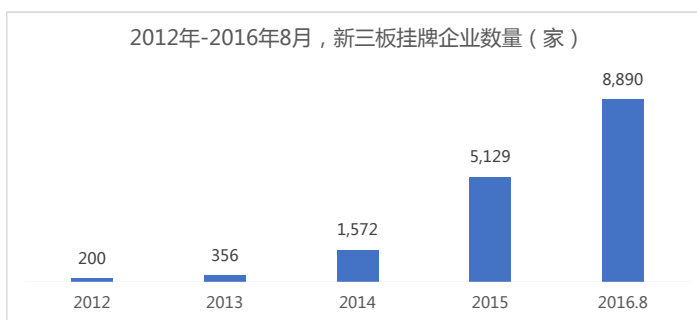
如果我们放眼到私募股权投资的发达市场，美国，除了IPO与并购之外，投资机构之间的同业转让作为一种退出方式在美国的私募股权投资市场也十分普遍。根据数据统计，美国市场上有15%左右的退出是通过同业转让进行，而这一数据在国内还不到1%，未来还有很大的增长空间。

新三板投资退出现状：千亿新三板基金，到期退出成难题

根据中国证券投资基金业协会的统计数据，截至到2016年8月底，共有943只专注投资于新三板的金融产品。如果再考虑其他投资到新三板的金融产品，估计总共有近5000亿元已经或将要投资于新三板企业。这943只新三板金融产品，大多在2015年成立，而且，存续期只有2-3年。面对目前新三板低迷的交易量，以及日益临近的退出期，这些新三板金融产品面临巨大的退出压力，如何退出成为悬在新三板基金头上的达摩克利斯之剑。

新三板全国扩容，挂牌企业数量激增

全国中小企业股份转让系统，经国务院批准，于2012年9月正式成立。股转系统被业界称为“新三板”，是与之前所存在的“新三板”所对应的。为了使“新三板”不仅在业务范围上，同时也在区域范围上，突破过去“新三板”所受的限制。2013年12月13日，国务院发布了国发[2013]49号，《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》。这个文件奠定了新三板全国扩容的法律基础。在2014年1月24日，全国扩容后的首批企业集体挂牌仪式上，266家公司集体挂牌。

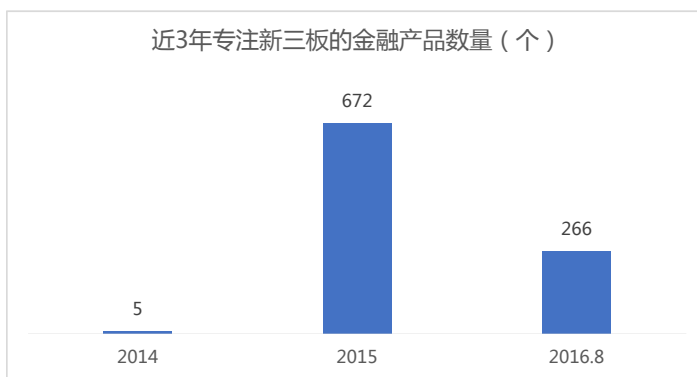


数据来源：股转系统，中国股权转让研究中心整理

由于，在新三板挂牌，企业所面临的门槛较在主板上市发行的要低得多，而且，在挂牌后的融资等方面，证监会还给予企业和投资机构诸多政策红利，因此，一时间企业纷纷在新三板挂牌。

投资机构纷纷加注新三板

不仅仅是企业，各路投资机构也看好新三板，认为这是继中小板之后的又一个政策红利。为此，大量投资机构纷纷发布针对新三板的金融产品。从2014年到2016年8月，在证券投资基金业协会注册备案的专注于新三板的金融产品就有943个。这些金融产品的形式包括：有限合伙企业、信托、资管计划等。



数据来源：私募汇数据库，中国股权转让研究中心整理

这里所说的“专注”是，这些产品的名称里都注明要专注投资于新三板。截至2016年8月底，在证券投资基金业协会注册的基金产品有45238支。除去上面提到的943支产品外，其余的4万多支基金产品也有大量的在参与对新三板拟挂牌和已挂牌企业的投资业务。但是，这个数据目前尚未有官方的统计。

但有新闻报道，截止到2015年8月，涉及新三板投资业务的基金有2000多支，可投资金达到5000亿元。

2015年火热爆发之后，新三板急转直下，大量投资机构账面浮亏

在上面提到的943支专注于新三板的金融产品中，有71%是在2015年成立的。之所以会这样，除了新三

板本身的吸引力之外，另一个重要原因是，2015年上半年国内A股市场火热，而且，这个投资热情也被传到了新三板。但当A股股灾爆发之后，新三板也急转直下，到现在也还没有恢复。

2015年3月，股转系统发布三板成指（899001）。随着2015年火热的A股市场，三板成指在5月底到达了历史高点1842.83。2016年8月30日，三板成指为1153.16，比高点下降37.4%，比历史低点1139.99略有恢复。



数据来源：同花顺财经截图，中国股权转让研究中心整理

尽管投资于新三板的投资机构是以何种估值、何种PE倍数进入被投企业的并没有披露，但是根据目前三板成指的走势，研究中心可以断定，很多投资机构账面上已经为浮亏了。

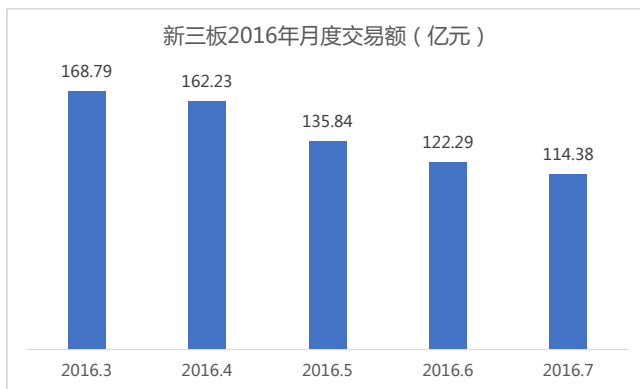
新三板基金投资期最短才1年！

与其他普通的私募股权投资基金不同，这些专注于投资新三板的金融产品的存续期都不长。在这些金融产品发布时，发行机构也许是过于乐观，也许是为了募资方的方便，将产品的存续期压缩到了2-3年。更有甚者，某信托产品的投资期只有1年！从第1年的年底开始，每年1次，分3次，返还投资者的投资。也就是说，投资机构从第2年开始就要考虑基金的退出了。大家知道，普通的私募股权基金存续期一般在5-7年，而新三板基金平均期限只有2-3年，如果在三板市场不能退出，则这些基金面临着退出无门的困境。

新三板交易量低迷严重影响了投资机构的退出

由于新三板挂牌企业本身业绩，交易门槛等因素，新三板的交易量持续低迷。2016年上半年，每个月的月度交易额都不足200亿元，而且有逐月递减之势。作为对比，2016年5月，A股录得全年最低的日均交易额4290亿元。也就是说，新三板全年的交易额不及A股一天的交易额！

作为促进交易量的一个手段，股转公司提出了“分层”制度。根据企业业绩等因素挑选出了900多家企业，组成了创新层，并从2016年6月27日开始交易。从目前的统计数据来看，交易金额并没有提升。



数据来源：投中信息，中国股权转让研究中心整理

如此之低交易量对于已经投入的新三板的上千亿元来说，退出难度是可想而知的。如果再加上新三板基金本身不长的存续期，投资机构的退出压力之大，是可想而知的。

市场篇

股权转让交易将迎来春天

国务院发文，市场化股权转让平台迎来春天

2016年9月20日，国务院发布了《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》。这个文件是对创业投资机构和创业企业一个重要的政策利好。整个文件包括10个大项，22点，涵盖了创业投资从募集、投资到退出的各个环节，信息量巨大。今天，中国股权转让研究中心就给大家及时解读一下政策中关于创业投资退出的部分。

在开篇，文件就对创业投资进行了定义，明确了股权转让是创业投资获利退出的途径。由此便可以看出，退出对于创业投资成功与否有着重要的意义。投的好不如退的好，退出的重要性不亚于投资本身。

文件的第6项第13点，又再一次鲜明地提出了“进一步完善创业投资退出机制”，要拓宽创业投资市场化退出渠道。只有过去投的钱，退得出来，挣到钱，大家才愿意继续投资到创业企业中，从而形成可持续发展。

为了实现这个目标，文件中提出了3点措施：

- 1.利用已有的主板、创业板、新三板和地方四板的渠道，并完善新三板的交易机制。
- 2.支持发展机构间私募产品报价与服务系统和证券公司的柜台市场。
- 3.通过并购重组上市。

其中第一点和第三点大家已经很熟悉，但对第2点，通过机构间私募产品报价与服务系统这个途径，还属于新事物。通俗点说，国家是鼓励投资机构与投资机构之间进行股权转让交易。

我们相信，未来机构之间通过股权转让进行退出会成为一种重要方式。具体原因如下：

1.在IPO方面，实施注册制的进程也许会加快。今年3月的两会之后，IPO注册制一度从新闻的热搜中隐去。考虑到目前A股持续在3000点上下胶着，估计监管层在考虑何时推出注册制的时候，会比较谨慎。

2.和今年夏天的消息相应，在新三板方面，估计会在今年后面的几个月中推出一些利好消息，比如期待已久的大宗交易制度等。但从今年6月份实行的分层制度来看，短期内三板的交易量不会出现迅速提升。

3.随着今年夏天证监会所公布的一系列关于禁止跨界并购、收紧借壳上市的政策，投资创业企业的机构通过并购重组实现退出也并非易事。

4.目前国内最大的机构间私募产品报价与服务系统，中证报价，从2014年8月18日上线以来，已经实现1000多亿元的交易额。基于对股权转让市场长期的跟踪与研究，研究中心的合作伙伴潜力股很早就意识到中证报价的意义和价值。**于今年8月份申请成为在中证报价注册的第1家互联网金融创新公司。**双方合作的基础是，中证报价系统提供一个基础交易平台，而潜力股凭借其其对股权投资的深刻专业理解，带来优质股权项目，撮合交易。

因此，国务院昨天发布的政策，不仅是为中证报价和潜力股这样的机构提供了一个政策利好，同时，也肯定了像潜力股这样的完全市场化运作的股权转让平台的市场地位。市场化运作的股权转让平台迎来春天！

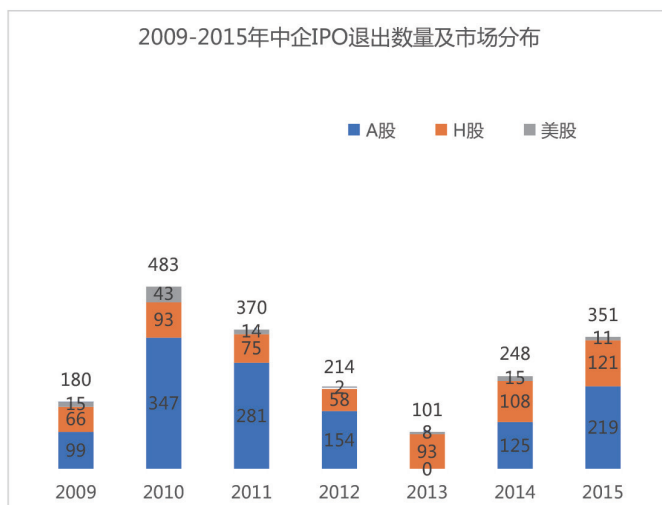
战新板被关，IPO受阻，原来还有这种退出通道

IPO周期长，还要千军万马挤独木桥

一直以来，IPO和并购是VC/PE投资机构的项目退出主要2个渠道。但IPO退出的漫长等待和政策不确定性，并购不及IPO一半的回报倍数，使得投资人不得不去寻找其它的退出渠道。

IPO一直是国内VC/PE投资机构的首选退出渠道。但是，近几年，这一首选退出渠道却并不通畅。

下图是根据投中信息的数据，中国股权转让研究中心整理出的过去7年通过IPO退出的数量及市场分布。尽管A股IPO退出数量起伏变化较大，但从数量上讲A股一直是国内IPO退出的主要市场（2013年除外）。



数据来源：投中信息，中国股权转让研究中心整理

2016年1-8月中旬，共有12批企业成功过会，共计110家。截至2016年8月中旬，国内A股有800多家企业排队IPO，进入上市辅导期的有768家企业，且这2个数目还在持续增加。考虑到当前的A股IPO速度，单纯消化已排队的800多家企业就需要3-4年的时间。

如果从整个投资周期上来看，根据投中提供的数据，PE从投资一个企业到企业IPO退出的平均时间，已经从2014年的39个月上升到了2015的44个月。如果考虑IPO之前，企业本身的成长发展的时间，对于早期投资者，如天使及A轮，和企业创始人及核心团队来说，依靠IPO退出所等待的时间将会更长。

政策关关停停，战新板到底行不行？

除了本身A股IPO退出等待时间较长之外，政策的不确定性也增加了依靠IPO退出的风险。

2012年，中国经济增长缓慢，当年GDP增速破8，创当时13年以来最低值。2013年，GDP增速7.8%。这导致了当时A股市场低迷。证监会出于保护市场的目的，从2012年10月开始，全面暂停IPO，直到2014年才重新开闸。2013年全年，国内A股IPO数量为0！

时隔不到2年，国内A股再次被停，这次的原因是股灾。2015年6月初，上证指数冲击到5000点，随后一落千丈。证监会出于救市的目的，再次暂停IPO。IPO从7月4日开始暂停，直到当年11月份才重新启动

为了推进国内资本市场的发展，逐步放宽企业上市门槛，帮助企业，特别是高科技和新兴行业的企业，上市直接融资，国家先后提出战略新兴板和注册制的方案，但后来，战略新兴板被取消，注册制也推进缓慢。

“战略新兴板”全称战略性新兴产业板，最早是由上交所在2014年推动的，一个主要面向战略性新兴产业企业的股票交易系统。A股上市标准更看重盈利能力，而战略新兴板主要看市值、收入、现金流，对盈利能力不太看重，非常适合仍在尝试商业化的互联网科技公司。

在方案提出之后，战新板不论是在政府方面，还是在市场方面都得到了积极正面的反应。

2015年中国国务院印发的《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》中明确指出要在上交所建立战略新兴板。2015年年底，推动战略新兴板建立的事情被李克强重申，并得到了中国证监会的附议，一度成为了证监会2016年五大重点工作之一。

许多美股上市的中概股都进行私有化，准备回国上市，例如360、陌陌、CNIT、中星微电子等。

然而，2016年3月的两会对“十三五”规划《纲要草案》进行了57处修改，其中删除了关于战略性新兴产业板的部分。没有了战新板，那些估值高，但尚未盈利的互联网科技公司短期无法在A股上市。

全国人大常委会于2015年12月27日表决通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》。于2016年3月1日施行，监管层有两年窗口期。

2016年3月两会的政府工作报告，并未提及“注册制”。市场揣摩，在中国整体经济疲软的情况下，维护市场稳定是监管部门的头等大事。而，注册制则要等到“时机更成熟”的时候才会实行。

并购不受政策影响，但是机会不高回报低

在IPO退出通道受阻之后，通过并购退出的数量在逐年提升。

尽管并购退出不需要等待像IPO那样长的时间，但，回报率和IPO比起来却并不高。根据投中的数据，2010-2015年期间，IPO退出的平均回报倍数为5.64倍，并购退出的为2.34倍，不及IPO回报倍数的一半。

退出周期远长于基金周期，退出压力山大

由于整体经济低迷及A股政策的不确定性，IPO退出渠道等待时间过长，因此给投资人带来的风险敞口过大。等待时间甚至超过了基金的存续期，给基金带来流动性风险。

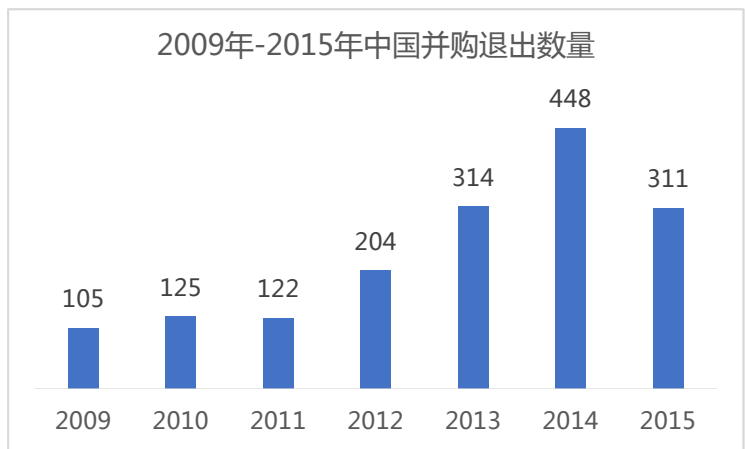
根据投中的数据，2012年中国PE&VC的投资总额为455亿美元。根据投中的市场调查数据，2012年26%的PE&VC基金的存续期在5年，32%的PE&VC基金的存续期在5-7年。也就是说，单就2012年的投资额度来说，就有273亿美元的股权在未来1-3年退出。后续几年的退出金额将越来越大。

股权转让平台成为投资人退出的重要选择

除了退出渠道的选择之外，退出时间节点的选择也格外重要。

以Tesla为例，2010年1月，Tesla股权在股权转让平台SharesPost上的转让价格是10美元每股。那些在平台上进行了股权出让的投资人提前锁定了不菲的回报。在2010年1月，整个世界宏观经济形势不稳定，收益提前稳妥回流，这对他们是很重要的。

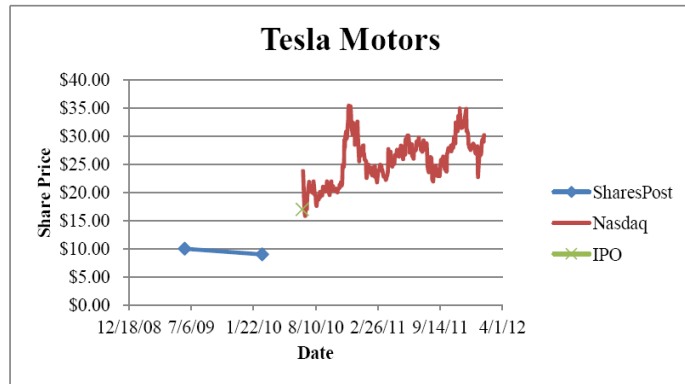
在随后公司股票IPO的时候，Tesla股票价格是17美元每股，接手的机构或个人也有一个不错的回报。



数据来源：投中信息，中国股权转让研究中心整理

再举一个反面例子。2009年，拉手网创立。2011年10月，拉手网提交了上市申请，拟融资1亿美元，估值11亿美元。2012年6月，拉手网撤销上市申请。原因包括：财务问题、模式单一、管理失控、中概股遭阻击等。2014年10月19日，拉手网被江苏三胞集团收购，市值也从当初的11亿美元缩减至6亿美元左右。如果早期投资机构或创始人团队能够在IPO之前变现一些股权的话，他们的经济损失还可以控制。

因此，不论从等待时间上，还是回报上来看，股权转让平台可以成为早期投资人和创业公司员工一个重要的退出途径。



数据来源：SharesPost，中国股权转让研究中心整理

美国股权转让市场及公司发展历史

为了对国内股权转让市场未来的发展进行准确的预测，中国股权转让研究中心对美国股权转让市场及市场上的主要机构进行了研究与盘点。研究中心希望通过在本篇文章中所展现出来的研究成果向读者说明一个趋势：对比美国的已经成熟起来的股权转让市场，国内的股权转让市场还处于发展早期，但是随着国内投资机构对股权转让的接受程度越来越高，国内的市场将在未来1-2年内迎来爆发式增长。

1. 天时地利

早在1998年，促进私有企业股权转让的Nypex就成立了。之后几家公司也想做同样的事情，但是都没成功。原因是，在没有公开定价和足够公开信息的情况下，转让价格很难定。

2002科技泡沫过后，在美国IPO的公司越来越少。政策监管、信息公开以及申报成本等都是IPO减少的原因。金融大环境的变化改变了融资周期和渠道，也正式催生了关于股权转让的买卖需求，特别是针对那些带有明星外衣的社交媒体和科技巨头公司。2015年6月金融时报曾报道，当年1-6月，美国科技上市公司融资6亿美元，但是非公开市场融资（行业内称为private IPOs，非公开上市）达到200亿美元。

未上市的估值超过10亿美元的创业类公司在2014年达到49个

美国知名创业类企业通过私募市场，并非传统的公开二级市场，来募集资金

IPO退出堵塞渐渐出现，投融资历史上投进去的钱比退出的多。因此，VC和PE的流通性缺乏逐渐受到关注。美国全国VC协会的主席在2004年曾强调，流通性是王道。流通性会严重影响基金表现，以致影响后续募集。迎合市场需求而出现的，为非上市公司提供股权转让服务的那些机构，对于股权投资的积极作用，可以堪比1800年代NYSE的出现而对提高流动性所做的贡献。

2. 市场玩家大盘点

2.1 SecondMarket

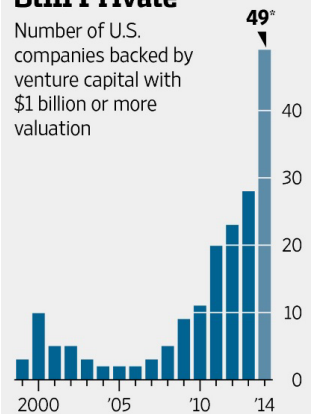
2004年在纽约成立，是最早的一个玩家，不过从来不是一个专注的玩家。其最初是为上市公司受限证券交易做的。2008年收购了一家公司做破产拍卖。2009年开始做LP份额转让、CDO和MBS、全额贷款和政府借贷。2014年又进入比特币交易领域。

SecondMarket从2008年开始，为未上市公司提供股权转让服务，2009年中旬开通交易平台。因为Facebook员工期权交易一炮而红。2011年的时候成交额5.58亿美元，年增长55%。从2008年到2011年，累积成交额达到10亿美元。

公司盈利模式是每笔交易收取费用。每单金额不一样，影响因素包括转让类型（美国股权投资，区分优先股普通股）、转让价值和额度、转让的复杂程度等。最低金额10万美元，用于覆盖固定成本。帮助股权转让的

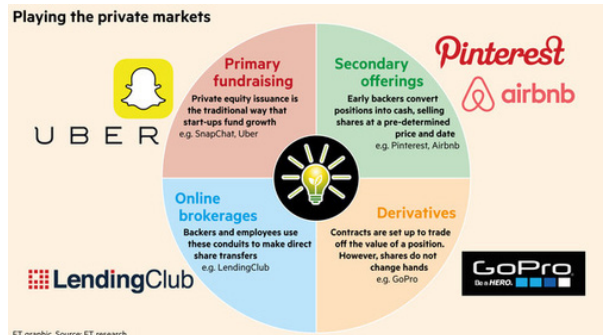
Still Private

Number of U.S. companies backed by venture capital with \$1 billion or more valuation



*Through Wednesday
Source: VentureSource
The Wall Street Journal

数据来源：华尔街日报

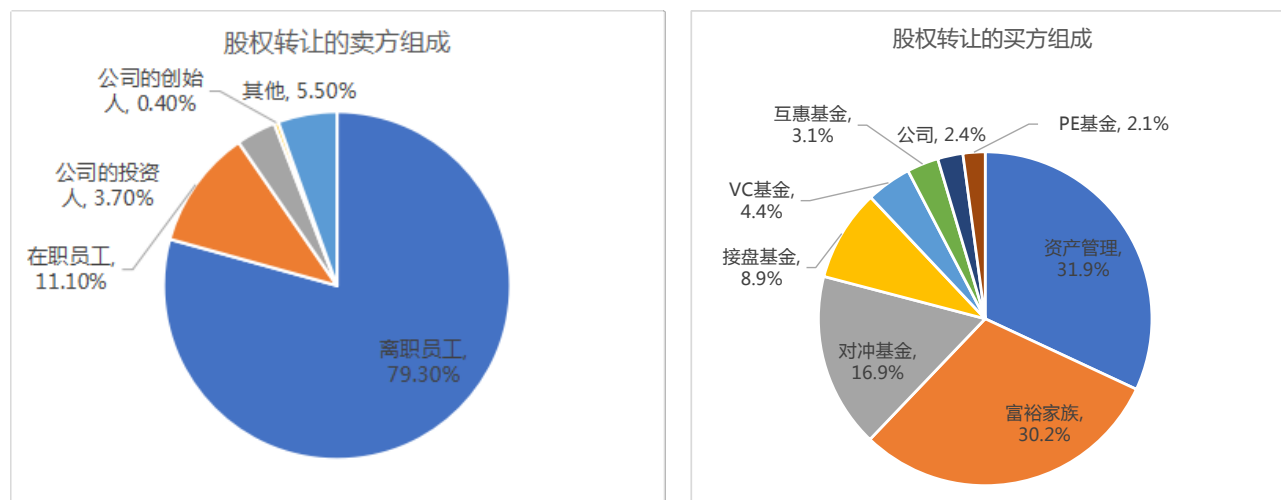


数据来源：金融时报

过程中还可能收取行政费用。

在解决信息公开方面，卖方可以在平台上选择性地给买方提供一些保密信息。一家公司可以在一年内打开一次交易“窗口”，并且公司可以控制交易进程。

股权转让中的卖方以离职员工为主，占总交易额的79.3%。



数据来源：互联网，中国股权转让研究中心整理

相对于卖方，买方的组成更复杂，占总交易额最多的2类买家是资产管理公司和富裕家族办公室，占比分别为31.3%和29.6%。

平台交易额在2011年达到了顶点。平台本身完成了3400万美元的融资。

转型1

Facebook上市之后，股票表现不如预期。并且，市场很多其他企业表示不喜欢这种上市前的股权交易。早期创始人也从一开始就确立了一些政策防止日后交易发生。SecondMarket裁员紧缩并开始转型。

2011年，平台推出了“观察追踪”功能，让投资人可以对感兴趣的公司进行持续跟踪。2012年1月份，被“跟踪”的公司有近1.9万家，但是只有不到三分之一的公司有人追踪，使用此功能的用户数量有限。被追踪的公司也都是知名公司，如Facebook、Twitter等。

SecondMarket开始考虑能为这些拒绝股权转让的公司做些什么。首先是法律服务，其次是信息保密。然后逐渐把这套服务产品化，发明了“定制流通方案”，把公司变成了客户。公司可以决定谁能卖给谁、卖多少、出让频次、定价（沟通谈判或者竞拍）。整个过程包括保密、合法和无缝对接及安全。SecondMarket不再是一个自由交易的市场，而是一个私密式的大厂牌。并且SecondMarket积极开发技术，将自己的软件做成主要产品。Facebook时期是人工销售，比如打电话。平台认为自己是产品科技公司，基本不用人工销售。

转型2

公司限制股权转让，但同时员工对流通性的要求变得越来越重要。2014年SecondMarket又到了一个高峰，半年时间就达到了近10亿美元交易额。这是因为此时，三分之一买方都是公司自己——公司回购员工股份。另外三分之二中的四分之三都是证券投资信托基金，四分之一是对冲基金。SecondMarket之前开发的软件和咨询服务派上了用场，客户也选对了。

2015年10月份SecondMarket被纳斯达克收购，配合纳斯达克自己的未上市公司股权交易平台，主要还是针对员工的期权交易。

SecondMarket认为未来会不断重复出现公司回购。如果公司每年一次或者两次进行回购，员工对股份的看法会产生改变，不是像彩票一样而是真正的员工额外奖励。

2.2 SharesPost

SharesPost在2009年成立。与SecondMarket不同，SharesPost从一开始便专注于非上市公司的股权转让交易。

公司产品设计为公告栏模式，买卖双方公告出售及需求信息，包含数量和价格，并且可以直接邮件对方。如果交易合适，双方会在站上选择相关的合同签署，并由第三方委托支付付款公司完成交易。SharesPost主要追求自动化，被交易股权的公司可以参加或者制止交易，但是也可能不会被通知。

最早的时候平台遇到盈利难题。因为平台不是在美国证监会注册的交易机构，所以不能对交易收费，只好向用户收取每月34美元的月费，但是后面月费也取消了。之后的盈利模式是自己募集资金购买转让的股份，做GP收钱。比如募集了两只Facebook基金和一只LinkedIn基金。不过这样平台也就变成了买方客户的竞争对手。募集方式上是通过自身平台的做竞标，比如拍卖了36.2万支Facebook普通股。

后来网站对交易双方都收取25000美元的手续费，最低交易金额是两万五千美元。并且网站雇佣美国金融监管局注册的专家协助交易，手续费3%，最低5000美元。银行可以作为监管第三方，向买卖双方收取1500美元。最低交易价格2.5万美元。

整体来看，在SharesPost上交易的公司一般估值1亿美元以上，收入至少1千万美元，一般成立5年左右。并且由于是期权性质，所以交易是可持续的。在2009年-2012年期间，有200多笔关于Facebook的交易。其他标的公司主要是新技术和能源企业。

SharesPost最大的特点，是在试图解决信息公开和定价问题上，自己做了一个SharesPost Venture-Backed Index指数，也发布很多调研报告在Bloomberg等地方。指数综合了交易情况、平台公告情况和市场研究情况，成为了一个未上市公司股权交易趋势参考指数。同时网站利用第三方调研机构和顶级VC提供尽可能多的项目信息。不过报告的客观情况受到质疑。

和SecondMarket一样，SharesPost也是因为Facebook一炮而红，后来公司也提供为帮助公司进行IPO前的流通性解决方案，包括要约收购和structured liquidity programs.。纳斯达克收购SecondMarket之前，最先与SharesPost达成了在未上市公司股权交易方面的合作。

2.3 NASDAQ Private Market纳斯达克非公开市场

初期，纳斯达克出资一千万美元和SharesPost一起成立了纳斯达克Private Market。2015年12月，纳斯达克Private Market收购了SecondMarket，实现了在未上市公司股权交易方面的大一统。

这是一个云系统SaaS产品，客户（多为公司）可以管理一切和股权相关的事宜，比如在知情下的股权转让，寻找并筛选投资人，然后邀请他们到公司建立的私密空间交流信息和洽谈。

公司在2014年6月，推出了ExactEquity™产品。该产品是一个一揽子的股权方案以及股权变换追踪系统，涵盖早期到pre-IPO。公司并在2015年8月和摩根斯坦利财富管理一起成立了财富管理教育和服务计划。

关于纳斯达克非公开市场的最新状况，研究中心根据市场的2015年年报，发表了相关的文章并收录在本白皮书中。

2.4 Xpert Financial

公司在2009年成立，著名投资人Tim Draper任董事长，是一个非常封闭的平台，注重信息保密，只有股东、机构和认证投资人才能登陆查看信息。一级市场募资和股权转让都做。转让价格可以定价也可以拍卖，公司可以控制买卖细节。Xpert Financial设计了一个技术叫“auto-execution technology”可以在几天内完成交易。

2.5 其他

2011年的时候由于SecondMarket和SharesPost的巨大成功，一些企业宣布进入股权转让领域，不过多集中在机构投资者，很少涉及个人。比如Gate Technologies 收购了InfoExchange，其他还有Wedbush Securities（着重在社交媒体领域），Cantor Fitzgerald, Liquidnet, GFI Group, Knight Capital Group（和研究机构形成搭档）和影响力投资机构Mission Markets.

XChange（现在叫FinancialOS，产品是由全资子公司XATS Inc.建立）让买卖双方得以交换相对保密的信息已促进交易，并且提供交易平台。XChange的目标是成为像E-Trade一样的自动电子交易平台。

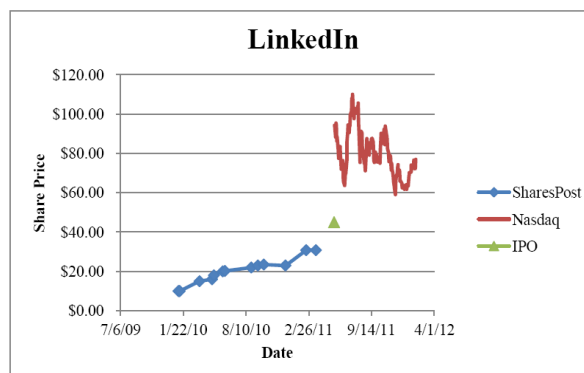
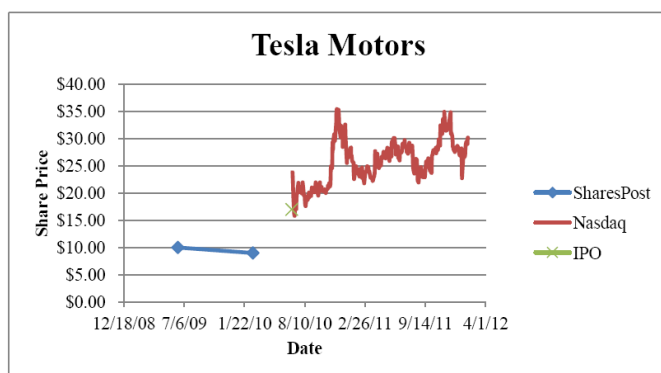
EquityZen：转让收益权但不包括投票权和知情权等股东权益，是衍生品交易。更便宜和快速。交易过程更透明。

Equidate：和EquityZen一样，只不过被交易股权的公司可能不知情。

3.股权转让案例

即便有足够的信息和谨慎的考量，公司的股权在上市前后的交易价格还是不完全相同。下面，研究中心就挑选出来比较典型的几个案例。

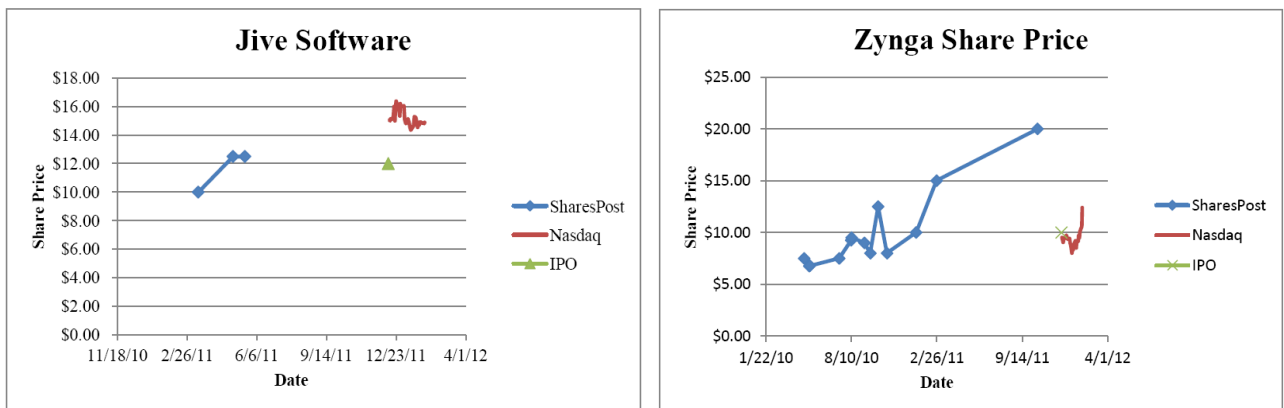
3.1 特斯拉 股权转让的时候10美元，IPO时候17美元



数据来源：互联网，中国股权转让研究中心整理

3.2 LinkedIn 股权转让的时候价格就小步升高，达到30美元，IPO定价在45美元，第一天交易就以94美元收盘。不过这是一个估值低估的情况。

3.3 Jive Software IPO定价比10个月前的股权转让低5毛，但是上市后交易价格走高。



数据来源：互联网，中国股权转让研究中心整理

4. 困扰股权转让的本质难题

根据对美国诸多股权转让案例的研究，研究中心发现，阻碍交易成交的主要因素包括：

- (1) 信息获取和披露；
- (2) 定价；
- (3) 买卖双方的沟通、卖方的审核、股东人数等；
- (4) 公司限制员工出售，包括使用优先回购等规定策略；
- (5) 美国规定公司拥有500个以上股东且资产达到一千万美元则必须向SEC公布财报，所以谷歌当年选择了IPO。

并且从目前美国的商业道路发展来看，各个平台上基本都是大项目才能成交，不知名的很难。

5. 股权转让市场的未来发展方向

根据业界资深机构和专家的看法，股权转让市场未来发展的方向包括：

- (1) 作为后续并购的先行步骤。
- (2) 股权转让对后续IPO有定价作用，有些公司使用股权转让的价格申报IPO。使用SharesPost的“观察”数据和2011年部分及2012在美国IPO的公司的实际价格数据，证明股权转让价格对IPO价格预测是有一定预测作用的。
- (3) 未上市巨头融资。
- (4) 为巨头制定新的激励政策。

6. 华尔街出现专门的接盘基金，市场向利好变化

华尔街出现专项基金，专门购买股权转让平台的项目。如，2010年成立的GSV Capital Corp，专投股权转让。GSV并于2011年在纳斯达克上市。同年上市的Keating Capital也是专注于购买股权转让平台的项目。

美国16亿美元的股权转让市场规模，国内市场爆发在即

本文系中国股权转让研究中心翻译&整理NASDAQ Private Market发布的2015年年度回顾。

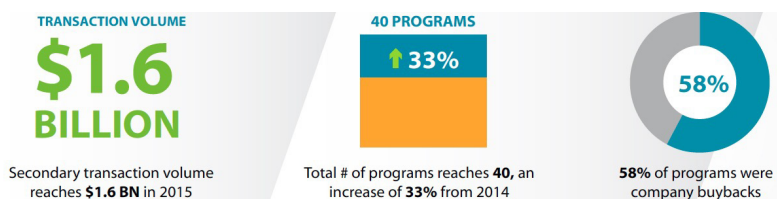
NASDAQ场外市场（以下简称“平台”）是吸收Sharepost和SecondMarket两家从事股权转让平台之后发展起来的，是美国专注于非上市公司股权转让的平台。

本文根据NASDAQ场外市场2015年年度总结中所给出的数据和信息来总结一下美国非上市公司股权转让市场的发展情况。同时，我们也可以感觉到股权转让市场在国内爆发即将到来。

非上市公司股权转让成为投资界中的新趋势

2015年在全球范围内，IPO数量减少，后期融资轮数增加，已经成为一个趋势。越来越多的企业希望保持私有状态的时间更长，这也将使得非上市公司股权转让成为投资界中的一个新的趋势。研究中心认为，这个趋势也将席卷到中国。潜力股作为国内股权转让的最专业的平台将参与并领导这一趋势。

在2015年全年，平台的交易规模为16亿美元，比2014年的15亿美元增长了8%。交易数量从2014年的30起增长到2015年的40起。其中，24起是公司回购股权，其余的16起是涉及外部第三方的交易。



每一起包括多宗交易。如某个公司回购，这被算作一起。但在回购中，肯定有许多员工或投资人出售其所持有的股权。这便有了多宗的交易。在2015年发生的40起交易中，交易规模的中位数是2400万美元，平均数是4000万美元。平均每起交易的参与对手方为89人。



根据平台所提供的数据，参与交易的公司的平均估值在18亿美元，若以交易规模平均数4000万美元计算，平均换手率是2.22%。这为这些企业的投资人和持股员工提供了较为充足的流动性。

在美国，由于公司希望保持私有状态更长，因此股权转让成为保持流动性的必需

平台认为2015年交易规模和交易起数都比2014年有不同程度的增长的原因在于公司可以并且希望更长的时间内保持私有状态。这体现在3点：

1.美国2012年通过的JOBS方案打破了私有企业股东数量的限制。在新方案下，公司股东可以达到2000人，而且，公司当前员工不在2000人的限制之内。这使得公司可以通过增资扩股或老股转让来容纳更多的外部股东。而且，这也对保持公司股权的流动性提出了更高的要求。

2.保持私有状态给公司带来更多的灵活性，不论是在公司发展战略上，还是在信息披露上。二级市场的投资者对于上市公司提出更高的盈利增长性和稳定性的要求，同时，也要求上市公司进行更多的信息披露。但对于，私有企业来说，为了保持盈利性，他们要进行更多的试错工作，承受更多的失败。这都无疑会对盈利稳定性造成影响。但是，作为私有公司，可以避免盈利忽高忽低对股价所带来的负面影响。

3.过去二级市场上的机构投资者，如公募基金，他们也开始投资这些未上市的私有公司。根据平台的统计

数据，在平台上进行股权交易的公司平均成立的时间为9年，员工的规模在400人以上，而且，进过若干轮融资，融资总额已经过亿美元，公司目前估值在10亿美元之上。

这类独角兽公司如果是在2010年的前后，已经IPO了，而且会有大量机构投资人认购公司的股票。但现在，这些公司更希望保持私有的状态更长。以公募基金为主的机构投资人也顺应趋势开始投资这些私有公司。事实上，这些估值在10亿美元以上的独角兽公司与传统定义上的中盘股上市公司并没有多大的区别。



事实上，这些估值在10亿美元以上的独角兽公司与传统定义上的中盘股上市公司并没有多大的区别。

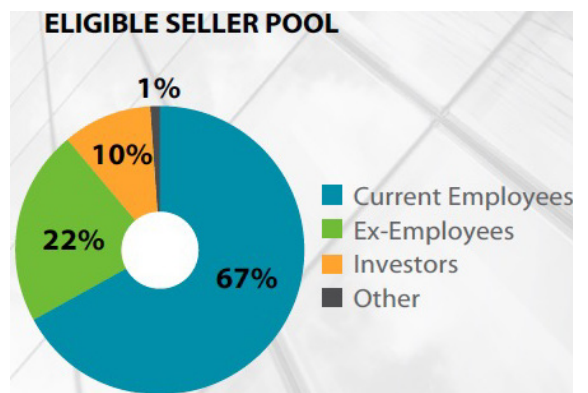
上面讲的是美国方面的原因，结合中国国内的情况，未上市公司的股权转让对国内企业的必要性体现在：

1. IPO排队时间过长。目前IPO排队的企业数超过900家，按照现在上市速度，完全清除IPO的堰塞状态需要4-5年或更长。

2. 商业模式创新的TMT类企业在短期内无法产生盈利，按照现行的国内A股IPO规定，这些企业都被档在了门外。如当初的京东和现在的滴滴。全球电商亚马逊上市之初的亏损状态，在上市之后持续了20多年，但仍没有削减投资者对它的热捧，股价节节攀升。但这种情况在国内的A股是不可能发生的，否则，当初京东也不会跑到美国去IPO。

89%的老股转让方是公司当前或过去的员工，平台为这些持股员工提供了流动性。

根据平台的统计结果，89%的转让方是公司当前或过去的员工。公司的投资人套现退出只占10%。公司希望通过借助平台为员工所持有的公司股票期权提供流动性，从而使股权激励真正体现出价值。这对于这些独角兽企业来说，至关重要。这些估值在10亿美元以上的公司都是从事高新技术的创新型企业，人才是企业成功的关键因素。尽管股权激励听上去很诱人，但如果没有流动性的话，激励作用就会大大折扣。



这也为国内的初创企业提供了借鉴。目前，国内的初创业如火如荼，IT技术及高级管理人员的薪酬包中，股权激励已经成为了标配。但是，如果没有任何的流通性，这些股票期权的吸引力将大大折扣，员工将会要求更高的现金报酬。这不仅增加了企业当前的现金压力，同时，也削弱了员工利益与公司利益的捆绑。

这不仅增加了企业当前的现金压力，同时，也削弱了员工利益与公司利益的捆绑。

国内股权转让服务平台大盘点

一直以来，投资银行和财务顾问是股权转让的双方信息撮合的主要服务方。但是，卖老股并不是这些机构的主业，他们更多地将业务精力放在融资等其它业务上。

根据中国股权转让研究中心的研究结果，中国私募股权投资的整个市场在过去10年间，共募集资金6100多亿美元，累积投资4400多亿美元，已经实现退出2500多亿美元，还有近2000亿美元的天量投资等待退出。仅新三板市场就有近千亿人民币的投资等待在未来1-2年内变现退出。考虑到IPO和并购退出途径无法满足如此之大的退出需求，投资机构开始通过其它途径来变现退出。股权转让是美国股权投资市场上一个重要的退出途径。根据2015年的数据，股权转让占据了美国股权投资的退出市场中13%的市场份额。

为了迎合市场上日益增长的需求，出现了一批专门提供为股权转让的双方提供信息撮合的专业机构。这些机构大体上可以分为3类：迎合市场需求而出现的初创公司、地方股权交易所和具有官方背景的交易平台。

初创公司平台百花齐放

在2014年-2015年，出现了一批为股权转让的双方提供信息撮合的初创公司。

1. 潜力股

潜力股，是北京潜力股科技有限公司下属的国内最专业的股权转让服务平台，由李刚强、张颖于2015年发起成立，致力于为早期投资人、公司创始人及持股员工提供专业的股权转让服务，为投资者提供国内外优质高科技公司的股权投资机会，同时为企业优化股权结构，引进优质股东，帮助企业的健康发展。潜力股已经获得了来自梅花天使等知名投资机构的A轮千万级融资。

潜力股作为国内最专业的股权转让服务商，致力于为早期投资人、公司创始人及持股员工提供专业的股权转让服务，为投资者提供国内外优质高科技公司的股权投资机会。

尽管股权转让市场的需求巨大，但是，一个机构要想在这个市场上成功，也并非易事。首先，要有足够多的潜在买家的积累。其次，要有一个可以与日益增长的业务量相匹配的强有力的IT系统。而且，所有的这一切最终都要落实到成交。而，成交需要一支有执行力的团队所保证。

到现在，潜力股已经建立了积累15000多家国内投资机构的潜在投资人数据库。其中，与潜力股有活跃业务往来的有3000多家。2016年至今，潜力股平台完成的交易量近4亿元人民币，在谈交易量近2亿元。平均每周签署顾问协议的项目6个。

2. 股权通

股权通成立于2015年的下半年，号称是国内首家股权流通服务平台。股权通在其平台上为客户提供股权及员工期权的流通服务。

近期，股权通又开始为初创企业提供定制化的股权激励方案制定服务。在公司的官网上，股权通号称与国内多家知名投资机构建立了合作伙伴关系，其中包括：真格基金、黑马会、七海资本等。

目前，股权通在其官网上发布了25条股权转让信息。官网上最新的信息更新是2016年4月份发布的，相关信息已经很久没有更新。根据其网站介绍，股权通目前整个团队转型做股书这个股权激励方案平台，股权通业

务基本放弃。

3. 因果树

因果树于2014年12月成立。已经完成A轮千万元人民币级融资，是国内第一家被券商投资的股权投融资平台。根据研究中心的跟踪发现，因果树自成立以来进行了多次业务变化。

因果树刚成立时，主要为初创企业提供众筹融资服务。根据互联网信息，因果树号称，截至2015年9月，为6个项目完成了近亿元人民币的融资，为2家新三板挂牌企业完成部分定增份额的募集，与100余家创业项目签署了战略合作协议，已服务创业项目300多家，并有1000家初创公司通过了公司平台的审核，完成了初步的访谈。

后来，因果树平台转型为员工期权持有者提供流通服务。在平台上向个人投资人销售互联网独角兽公司的员工期权，起投资金额为万元。鉴于监管政策的收紧，平台暂停了此项业务。

2016年10月，因果树再次进行了业务变更，高调发布了人工智能股权投融资服务平台图灵。图灵产品号称能够在3s之内回复一切与互联网公司、行业以及投融相关的问题。

4. 云创股 (Venture Shares)

公司于2014年成立，获得曾李青的天使投资。公司定位于线上股权交易平台，主要为大陆的高净值客户提供投资美国硅谷的独角兽项目的机会，方式包括融资或买老股。目前，公司平台上正在认购的项目包括美国大数据公司Palantir，太空技术公司SpaceX，Uber等。公司官网披露已经为这些项目募集了近8千万美元的资金。公司满足了目前大陆高净值客户日益增长的出海投资的需求。

5. 创业股平台

创业股平台成立于2015年。公司的创始人具有较强的技术背景。创业股平台提供股权转让和质押服务。从平台官网所展示的产品来看，创业股平台更类似一个资产管理平台。平台提供3类不同的产品，分别为新股募集类、老股转让类和股权质押固定收益类，供客户选择。平台官网显示，平台已经完成3单，累积交易金额6550万元。最近一支产品的完成时间是2016年3月。近期官网无其它产品上线及募资的消息。从其它渠道了解到，创业股平台已经获得来自纽信创投的早期投资。

6. 优股通 (91老股)

优股通是在2016年成立的一个平台。互联网上的2个域名，优股通和91老股指向同一个网址，优股通的官网。尽管优股通也是以股权转让为主业，但其走的并不是信息撮合平台的道路。优股通更向一个资产管理 / 财富管理的公司。从其官网上所展示的部分产品的描述来看，优股通为其它投资机构的产品提供资金渠道，扮演着财富管理的身份。对于官网上的其它产品，优股通组织自己的C端用户成立起有限合伙基金去接盘，这是资产管理的角色。

研究中心在2016年10月对优股通进行过研究分析，当时公司官网上显示成功完成2个项目，即将开始1个项目。但在2016年12月，研究中心再次计划登陆优股通网站的时候发现，从百度网页上已经无法搜索到优股通 / 91老股的相关页面了。

地方股权交易所：前海创投基金转让平台

在今年10月份在深圳召开的“双创”周的时候，前海股权交易所在新闻中宣布，交易所设立前海创投基金转让平台，为国内的股权投资机构提供股权转让服务。在新闻稿里，同时提到已经有54家国内投资机构在平台上对223个项目进行展示。但据消息灵通人士告知，截至到目前，前海股权交易所的这个基金转让平台还尚未对外开展实质业务。

具有官方背景的交易平台：中证机构间报价系统平台

中证机构间报价系统平台，简称为中证报价系统，是经中国证监会批准设立的为机构投资者提供私募产品报价、发行、转让及相关服务的专业化电子平台。股东包括：中国证券业协会、上海证券交易所、深圳证券交易所等机构。

截至2015年4月21日，该平台参与人数量411家，合格投资者70.45万户，参与人净资产合计3.54万亿元，参与人管理资产规模23.33万亿元。自2014年8月18日报价系统首只产品正式上线，报价系统已与全国93家证券公司、私募基金和证券投资咨询机构、区域市场实现互联互通。

中证机构间报价系统平台经过多年的发展，积累了丰富的资金端优质资源，现因业务发展对股权转让资产端项目需求增大，基于潜力股在股权转让方面已经建立起来的优势，中证机构间报价系统平台与潜力股建立了战略合作关系。2016年8月，潜力股正式成为第1家注册为中证报价系统机构会员的互联网金融公司。双方将在股权转让领域展开深度合作。

总结：蓝海市场，大有可为

中国股权转让研究中心认为，股权转让市场尚处于蓝海市场，可以预期在2017-2018年将进入井喷期。原因在于，2009年-2011年期间成立的PE基金均将到期，2013-2015年期间成立的新三板基金亦将到期，这些即将到期的基金将面临巨大的退出需求。

但目前股权转让市场还处于早期阶段，需要更多的投资人认识和接受老股转让，需要更多的市场参与者共同营造这个市场。

从行业参与者来说，我们看到越来越多的创业公司和政府机构参与到该市场中来，这也意味着市场热度的提高，越来越多的人看到其中的机会。但从行业参与者的表现来看，我们认为，目前绝大多数的参与者还处于摸索过程中，对于买卖双方资源的掌握，对于交易流程的把握等都还处于朦胧状态，亟待加强。

当然，我们也看到类似于潜力股这样的公司，属于在市场中发展相对较快、上下游资源较为丰富的机构，初步成为了行业引领者的势头。

研究中心认为，目前股权转让市场，不是参与者太多，不是竞争太激烈，而是太少，需要更多的机构参与到这个市场，共同将市场做大。



方法篇

股东实现股权退出的正确姿势

创始人到底该不该卖老股套现？

春雨医生创始人张锐病逝后，其妻在悼文中提到，虽然公司已经准备IPO，但这么多年，他们没有买过车、买过房，连理财和保险都没有。作为一个身价十亿的创始人，其现实的经济条件如此窘迫，在令人诧异的同时，也让人深感唏嘘。

其实，绝大多数创业公司的创始人过得很苦逼，从创业到IPO这一路要经历千难万险、九死一生。在这个过程中，除了微薄的工资之外，创始人获得的最大财富就是股权。然而，当创始人想卖一些股权的时候，投资人却不干了。创始人到底可不可以卖老股套现呢？这是创始人和投资人吵得喋喋不休的话题。

投资人说：创始人套现后就不努力创业了

创业公司的投资条款中一般都包含两个条款来限制创始人套现。其一是优先出售权，约定如果第三方向创始人购买股权，在同等条件下，投资人有优先出售权；其二股权转让限制，约定公司IPO或者并购前，创始人不得将其股份出售。

从投资人的初衷来说，能够理解设置这些条款的原因，投资核心是投人。如果创始人套现了，谁来创业？所以，投资人不让创始人卖股权套现的原因之一就是担心创始人套现离开公司。

第二个原因则是相当部分投资人认为，创始人天然的就应该过得紧巴巴、紧张兮兮的，就应该全力以赴的创业。如果创始人套了现，生活变好了，创业心态就会发生变化，不会全心全意地去创业。这样的想法对创始人实在是过于苛刻。

创始人说：我们需要卖些股权的N个理由

从创业者的角度来说，对于卖股权套现，却是来自于现实中的压力和无奈，使得其不得不为之。这中间的原因说来，估计很多创始人都是一把眼泪，一把辛酸。

（1）创始人的生存状态不容乐观

如果要列出世界上最苦逼的人群，创始人估计会排到前十名。根据一项调查发现，创始人的生存状态十分不容乐观。调查发现：

●80%以上的创始人年龄在25-35岁之间。这个年龄的人工作年限一般较短，积累的财富不够，却又是花销最大的人群（谈恋爱结婚生子养老，买房买车消费看病）。

●创始人薪酬水平基本很低：天使之前不拿工资；天使-A轮，5000元-15000元/月；B轮-C轮，30000元/月左右。

●85%以上创始人属于无房无车存款少一族：在北上广深，一套房动辄数百万元的情况下，绝大多数的创始人们都过着租房的生活。又由于创业时投入的启动资金，早年打工攒下的钱也全都投入到了公司。

●创业者面临着巨大的精神压力。公司各种事务缠身，对家庭深刻的愧疚感，外部竞争压力，投资人带来的快速发展压力等等，使得创始人精神压力巨大。

●每周工作6天，每天12小时以上。

●创业者压根没时间过性生活。

（2）选择创业，是在博取万分之一的成功概率

选择创业，大多数创业者是选择跟随梦想、跟随内心，然而一旦踏上创业这条路，也意味着选择万分之一

的成功概率的赌博。

在创业盛行的美国，创业公司存活10年的比例仅为4%。创业公司成立一年之后会有40%破产，5年内80%会破产。活过第一个5年的创业公司在后面的5年中又会有80%的会破产。

尽管目前国内还没有类似的统计数据，但根据国家工商总局的数据，截至2015年5月底，全国的企业数是1959.4万户。而当时，国内A股的上市企业的数量还不到3000家，而且还有大量的国有企业。创业企业在国内A股上市的概率不到万分之1.5！

随着国家“双创”的推行，越来越多的人加入到了创业大军。根据工商方面的数据，2015年3月到2016年5月底，新登记的企业就有485.4万户，平均每天新登记注册企业1.06万户。从这近500万家企业中脱颖而出，做到IPO上市，概率比买彩票中大奖的概率高不了多少。

(3) 即便发展到Pre-IPO阶段的企业，创始人的个人财富状态也远低于人们的想象

回到开篇时提到春雨医生张锐的例子。

张锐在2011年的夏天创立了移动问诊平台，春雨医生。根据互联网上的新闻报道，在2016年6月份的时候，公司已经承认开始为IPO做准备。而且当时，公司已经完成了12亿元的Pre-IPO融资。公司2015年的收入为1.3亿元，盈利3000万元。

如果让外面的人来判断，大家一定会认为作为公司的创始人张锐，在公司发展到了Pre-IPO的阶段，应该早已实现了个人财富的自由。但是，在张锐今年10月初不幸逝世后，从他的妻子所撰写的悼文中，我们才知道张锐的经济状况绝非大家所想象的那般。张锐不仅还没有买车、买房，而且连保险和理财的都没有！他唯一的财富都套在了春雨医生的股权上，是无法短期变现的纸面财富！

创业公司的创始人到底可不可以卖老股适当套现呢？

中国股权转让研究中心认为，创业公司创始人应该卖部分老股适当套现。原因如下：

● 回馈家庭：实际上一旦创业，就再难以照顾家庭。大多数创始人早上7点多出门，晚上十二点回家，回家就是睡觉，很难照顾上家庭，对家庭其实有一种深深的愧疚感。适当套现，改善家庭的经济条件，是对妻子父母的一种交代。换句话说，创业的目的之一，不就是让自己，尤其是自己爱的人过的更好一些吗？

● 改善生活：大多数创始人的生活也过得十分清贫，租房子挤地铁吃盒饭，穿着朴素，过度节约。适当的套现，有助于改善创始人的生活，提高其幸福感。

● 适当套现，并不会影响创始人的创业激情：投资人为了防止创始人当甩手掌柜，一棒子打死，不让做任何套现。实际上，对于B轮-C轮的公司，卖出1%的股份，就可以在北京给孩子买一套学区房。而1%的股权，丝毫不会影响创始人的公司大股东地位，不会降低创业的动力。

● 适当套现，有利于核心团队的稳定与团结。创业过程中，不少团队成员由于家庭压力而选择既得利益更高的职位，离开创业团队。适当套现，实际上可以让团队成员既享受到眼前的利益，又有长足的动力为未来奋斗。

所以关于创始人套现，中国股权转让研究中心认为，其实核心问题是：什么时候套现、套现多少、以及如何套现的问题，而不应该是可不可以套现的问题。

创始人股权套现方法论

至于如何套现，著名投资人经纬中国创始合伙人张颖在2015年4月就这个问题发表了自己的看法：

- 创始人和核心团队在适当时候，通过卖老股适当套现是可以的，而且是必须的。
 - 创始人拿到钱让老婆和孩子的生活过得更好一些，安抚了家里人，减少了后顾之忧。
 - 核心的团队成员拿一些现金回去，这会有利于团队更加团结，为长远的打仗做好准备。
 - 张颖建议，套现的时间应该安排在B轮、C轮融资金额比较大的时候
 - 套现额度在当轮融资额度的10%-15%。如果融了2000万美元，就可以套现出200-300万美元。
 - 奖励的人员范围包括创始人在内的6-7个人
 - 套现金额的分配比例上，创始人可以多一些，在30%-50%。其余的就给各位弟兄一起分了。
- 应该说，张颖对于何时套现、套现多少、怎么分配给出了十分具体明确的意见。

对于套现的方式，中国股权转让研究中心认为有如下操作方式：

●方式一：在融资时配套部分套现。一般来说，B/C轮融资时，一般融资金额比较大，公司也相对成熟，创始团队奋斗的时间较长，给予适当套现，投资人容易理解。

●方式二：在融资后，单独套现。正常情况下，融资时，投资人的钱希望给到公司发展。只有在少数情况下，投资人愿意让创始人卖部分老股，一是公司估值很高，需要卖老股降低价格来综合估值；二是公司太热，投资人挤不进来，只好要求买老股；三是创始人和投资人商量好。上述三种情况发生的概率其实不高，一般不到10-20%。那么在融资后再单独找机构来受让老股成为一种选择方式。目前国内有少量机构可提供诸如此类服务，如潜力股平台。

至于创始人套现部分股权的价格，中国股权转让研究中心建议适当给予一些折扣。原因很简单：一是流动性折扣，二级市场还有5%的大宗交易折扣，更何况一级市场；二是老股的保障条款没有新股好。

创始人卖老股，需要注意的坑

（1）与股东友好协商，动之以情晓之以理

首先，卖老股这件事一定需要经过股东们的同意。在大多数情况下，只要是适量股权的套现，有合情合理的理由，通情达理的投资机构是同意的，毕竟投资人也是正常人，有同理之心。切忌未经与股东协商，擅自转让。

（2）注意股权结构的合理性

由于引入新的股东，创始人要选择合适的股东作为合作伙伴。中国股权转让研究中心建议在引进股东时，尤其注意如下关键点：一是控制股东数量，最好1-2个；二是严选股东质量，选择那些正规机构、不添麻烦的股东；三是防止投资过竞争对手的股东。

PE投资机构为什么受让老股？

本文作者：匿名，某股权投资机构合伙人

投资圈内很多同行都觉得接老股是件挺不靠谱的事。原因无非有两个：1) 别人卖老股，项目肯定不行，你去做接盘侠不是当冤大头吗？2) 我接老股，不是说明我没有投资判断力吗？这让LP知道了多没面子。

我并不认可上面的观点。投资就是赚钱，跟面子无关。我觉得，无论新股还是老股，只是一种形式，主要是看项目质量。

我的基金，在过去两年投了2个接老股的项目，表现并不比别的项目差，甚至要更好。从我个人角度来看，我未来会更关注接老股的机会，原因很简单，听我一一道来。

PE投资已成红海，要想胜出并不容易，接老股是种方式

我所在的PE基金，是我们几个合伙人的第一期基金，2个亿，5个人，是典型的小PE。国内类似我们这样的PE机构，不说万家，也有数千家吧。本质上大家都在同质化竞争，相同的商业模式，投着相同的领域，抢着相同的项目。不自欺欺人的说，我们并没有什么特别的地方，相比其他PE基金没有差异化和特别的竞争力。

在这个年代，好的PE项目真找不到几个了。经过2009-2014年全民PE时代，好项目已经全被捋过了，剩下留给我们这些新成立PE的机会并不多。

所以我能看到的现象是，一方面好项目很少了，另一方面PE的数量却在不断增加。这种竞争的激烈程度，与其说是红海，不如说是血海。

作为一家新PE，我要投到好项目，我不得不想一些偏招斜道。既然大家都不愿意接老股，我倒觉得反而有机会。

基金到期潮，是一个捞好货的机会

2009-2012年成立的PE基金马上就要到期了，他们的基金都面临退出问题。IPO走不通，肯定就要通过卖老股，而且心态还着急。这对于我们这些潜在接盘方来说，实际上能掌握主动权。我们投的一个环保项目，就是接某知名PE转让出来二手项目份额。

这个项目是做垃圾焚烧的，在三个中等城市有垃圾焚烧发电站，一年有4000多万元的净利润，而且项目发展比较稳定。项目转让方是2013年投资的，投资的时候，基金已经成立2年了。基金在2017年就到退出了，因此，投资方着急要把项目清掉，好给LP还钱。他们转让的价格也不高，去年12倍PE，在当下这个时间点，这个估值真心还不算高，比我们增资做的十四、五倍要划算多了。对于卖方来说，他们也算赚钱了。2013年，他们按照2个亿估值投资的，3年赚了2倍，也还算可以了。

对于我们基金来说，之所以会接盘是因为：1) 环保是一个热点行业，垃圾焚烧发电也是属于地方垄断性经营，比较有保障；2) 公司规模还行，4000多万元的净利润。即使项目后来不能独立IPO，被上市公司并购，也是极有可能的；3) 转让方基金到期退出压力大，给的价格也不算离谱。

买老股有折扣，投了就有浮盈

很多卖老股的项目，其实能给的折扣还挺大的。我们今年上半年就接了一个天使投资人的老股。

一个做新媒体营销的项目，今年有1000多万净利润。刚完成了新一轮融资，投后3个亿。我们按照2.2亿估值接了天使投资人5个点的老股。

我们问天使投资人，你为什么要卖。天使投资人给出的理由是，他们当初按1500万元估值投的，投了不到两年。按现在的2.2亿元估值转让1100万元的份额，他们就已经赚了800万元。转让完成之后，天使投资人手中还剩7个点股份，这都是干赚的。一方面，天使投资人觉得回报已经很好了。另一方面，他们也能给LP一个很好的交代。换你你卖不卖？

就我们自己来说，首先这个项目本身质地不错，业绩增长很快，又有知名基金刚投进来。我们按照2.2亿元的估值接老股，相当于打了7折。我们把相关情况跟LP一汇报，LP觉得挺好的，投了就相当于有30%的浮盈了。甚至LP们建议我们，我们自己后面的项目也要早点退，不一定要等到IPO。

想要投知名项目，买老股是种方式

对于我们这类小型PE，是想要投资一些明星项目的，比如滴滴、映客、摩拜单车之类。一方面，是向LP证明我们的项目开发能力，我们能搞定和投到明星项目。另一方面也是品牌营销的需要，免得后续去跟其他项目方介绍，说出去的案例都没人知道。

但是，类似滴滴这类的明星项目，在他们增资时，说实话，我们可能连门槛都进不去。一方面是机构品牌知名度不够，人家为什么让我们投呢？另一方面是筹码不够，两、三千万人民币，对他们来说根本就上不了他们的赌桌。

但是，我们又确实需要这样的一些明星案例来撑门面。怎么办？我觉得卖老股是一种方式。类似滴滴、映客、摩拜之类项目，他们的天使投资人、或者创始团队的成员，可能都有卖掉部分老股套现的诉求，而且还有可能是打折卖。他们卖这些股份时，卖给其他知名基金，知名基金嫌少，而且他们的投资流程太长了。卖给其他老股东，老股东也是嫌份额少，而且流程麻烦。卖给我们，我们的优势是决策快、灵活，我们几个合伙人一协商就可以，签字打款速度快。

接契约型基金的盘，又是一个捡便宜的机会

买老股这个事情，你越钻研，越觉得有意思。我还发现一个捡便宜的机会，那就是接契约型基金的盘。2013-2015年的时候，国内的信托、资管发过很多契约型基金产品，投了很多新三板公司和PE公司。这些公司上市的时候，按照A股IPO的要求，契约型基金无法成为股东，必须清掉才能满足合法合规的要求。对于这些契约型基金，他们的管理人（信托、资管）其实很多时候仍然抱着固定收益的思维。他们对基金的回报要求不高。而且，当初设计这些基金产品的时候，产品周期安排得都很短。基金面临着兑付的要求，退出压力很大。因此，很多时候给这些基金一个年化10%左右的收益，他们就愿意把所持有的股权转让出来。

此外，还有一个价差的细分领域。2014-2015年，券商因为给新三板企业做市，接了很多进行做市转让企业的股份，而且是按照很低的价格来接的。但现在新三板这个样子，很多券商都累了，不想干了，于是就想把他们的股份卖掉。这里面价差空间十分丰厚。

股权转让在国内投资领域越来越被接受

通过观察，我发现，老股转让在国内投资领域内已经越来越被接受。歌斐资产早在2年前就募集了专门受让其它投资机构转让出来项目份额的基金，由于市场的需求较大，该基金目前已经完成了3期的募集。此外，国内另一家知名的财富管理机构，宜信财富，最近募集了一支母基金，其中40%的资金份额是用来专门受让

其它投资机构转让出来的项目份额。

举一个实际发生的投资案例。阿里巴巴投资陌陌，最初就是通过受让紫辉创投转让出来的股权份额来进入陌陌的。之后，阿里巴巴又再次受让紫辉创投转让出来的股权份额。紫辉卖老股赚了4000万美元，而阿里投资陌陌也赚了好几个亿美元。

很多人都觉得接老股的是傻X。实际上，国内投资市场中，哪里人多，还往那里挤的才是真傻。PE一片红海，VC一片红海，天使也是一片红海，上市公司，呵呵，等着跟他们勾兑的人恐怕一个团都不止。

我之前也觉得接老股这事不靠谱，但是越往里面研究，就越发现有意思。很多时候，卖老股并不是因为项目不好，也有基金到期、收益已经很高、资金周转等原因，我们不应该一棒子打死。投资，本质上还是对企业质地的判断，其次才是交易结构。

我们投资企业的时候，都会问企业的CEO / 创始人，企业有什么差异化优势，有什么核心竞争力。这句话如果反问我们自己，恐怕很多同行都会被噎着，哑口无言。这就可能是我们很多投资人的悲哀。朴素的道理，几千年前的老祖宗就告诉了我们。从我个人角度来说，与其在PE这片红海中竞争，不如做一些创新。对股权投资市场来的更有价值，也更容易赚到钱。

关于股权转让，你不可不知的13个问题

这是一篇关于股权转让实操的文章。我们希望通过本篇文章帮助读者解决股权转让过程中常见的问题。闲话不讲，我们直接进入干货环节。

1. 股权转让的定义

按照法律定义，股权转让是指公司股东依法将自己的股份让渡给他人，使他人成为公司股东的民事法律行为。依据我国《公司法》规定，公司的股东有权通过法定方式转让其全部股权或者部分股权。

2. 为什么要做股权转让？

鉴于目前国内股权投资退出路径有限且不通畅的现状，股权转让可以作为继IPO、并购之后，又一退出路径。根据美国股权投资市场的的市场数据，在美国股权投资退出市场中，股权转让占据12%的份额，而中国目前可能还不到1%。

关于股权转让作为退出路径的重要性，感兴趣的读者可以参阅中国股权转让研究中心公众号（Ex-Shares007）发布的相关文章。

3. 股权转让的项目，是不是都是差项目？

市场上普遍有一种观点认为，股权转让的项目就是不好的项目。实际上，根据中国股权转让研究中心的研究发现，公司股东卖股权有诸多原因：

● 创始人卖股权，是为了适当改善生活质量，不要过得那么苦逼。这个理由很自然。大部分创始人都很穷。从人性角度来看，创始人卖股权是应该被理解和支持的。通常情况，创始人转让的股权份额不宜过多。

如果读者希望了解更多关于创始人转让股权的事宜，可以参考研究中心在11月17日通过微信公众号（Ex-Shares007）发布的相关文章，《创始人到底该不该卖老股套现》。

● 天使投资人，赚的回报已经足够多，希望适当套现。通常情况下，天使投资时，项目的估值都很低。到转让时，投资增值可能有数十倍。这样高的回报对于天使投资人来说已经足够好。个人天使需要卖掉一些股份补充自己可投资金，机构天使则由于成立时间普遍较短，需要创造一些业绩给LP看。

● 基金到期，不得不转：很多人民币股权投资基金的存续期一般在4-7年，周期短，难以陪同公司继续走下去，自然需要卖掉。

● 投资重心或者战略方向发生改变：尤其是很多战略投资者，当公司战略发生改变时，就需要卖掉所持有公司的股份。

● 资金短缺，需要卖掉股份获得资金来补充流动资金：很多公司自身发展过程中可能面临突发性的资金短缺，需要将长期股权投资变现，来支撑公司发展。例如最近市场上盛行乐视缺钱，其实乐视就可以卖掉一些所投公司的股份来获得急需的现金。

● 公司发展不好，想要卖掉。这类诉求也很自然，就不多做介绍。

4. 股权转让与融资的不同

这是一个经常被问到的问题。很多读者都很容易混淆股权转让与融资。股权转让与融资（即增资）主要有2点的不同。

- 资金的流向
 - 股权转让中，资金由股权受让方转到股权转让方。公司的总股份数没有变化。
 - 融资中，资金由投资人投到企业中。一部分资金进入公司的注册资本，从而导致公司的总股份数增加。一部分资金作为资本溢价成为了公司的资本公积。
- 交易流程
 - 融资中，由于资金进入公司，符合创始人的利益诉求，创始人的配合程度相当高。
 - 股权转让中，除非创始人转让股权，否则创始人的配合程度相对弱些，从而对居中服务机构有更高的要求。

5.什么时候进行股权转让？

中国股权转让研究中心建议，在公司完成B轮融资之后再行进行股权转让。原因如下：1) B轮之后，公司经营更加规范化，盈利模式清晰。2) B轮时公司有一定估值，股份的对价好体现。3) B轮时，无论是之前的投资人还是创始人，都陪同公司走过了一段时间，可以考虑变现的问题。

至于转让的具体时间点，我们发现有以下3种情况：

- 与新一轮融资一同进行
将股权转让与新一轮融资安排在一起，主要基于2个原因：1) 有一些新进入的投资人希望通过购买老股降低综合投资价格。2) 安排与融资一起操作，公司可以配合受让方提供尽职调查。而且，交易交割后，方便一起办理股东的工商变更。
但这类情况出现的概率较低。在增资时，投资人的资金希望全部给到公司，只有在少数情况下存在受让老股的机会。一是公司估值过高，投资人希望通过受让老股来降低综合投资价格。二是公司股份太抢手，很多人想投投不进来，只能买老股。但上述两种情况只出现在少数项目上。
- 增资完成之后的半年时间内
我们建议，在增资完成之后的半年内进行股权转让。这是最合适的转让时间段。原因在于：1) 公司刚有投资人进来，此时买家能看到新进投资者对公司的信心2) 定价有参考。一般来说，转让价格是根据增资价格适当折扣。刚完成的增资价格有很大的参考意义。3) 不会影响公司的增资。增资期间公司事务较多，可能无暇顾及。
- 股东遇到流动性要求的时候
如果股东有突发的流动性需求，也可以在与创始人进行沟通之后，随时转让。

6.所转让股权如何估值

股权估值的确定方法取决于股权转让的时间点。如果股权转让是与最近一轮融资一起进行，则转让价格通常会有有一定的折扣。研究中心建议折扣在6-8折。

之所以价格上会有折扣原因有3个：1) 流动性折扣。从流动性差的股权到现金，众所周知，是需要流动性折扣的。举例来说，二级市场的大宗交易，一般都有5%的流动性折扣，更何况是一级市场的股权呢。2) 保护性条款减弱。增资时投资人有各种各样的保护性条款，如回购、对赌等，但对于老股受让方来说，这些保护条款可能会减弱，因此也需要适当的折扣。3) 钱是由套现的转让方拿走，并没有进入公司，去支撑公司的未来发展，因此，新进入的股东，也就是受让方，当然要求价格上要有一定的折扣。

当然，我们也要考虑项目的抢手程度。我们曾经看到过一些明星项目的老股就是与融资一个价格，而且即便不打折，还供不应求。比如当前市场上的OFO、摩拜单车的老股，都会溢价转让。

如果股权转让是单独进行的，转让价格仍然会与上一轮融资价格进行锚定，但会根据企业融资后的发展情况进行调整。这种情况下，讨价还价的余地较大。

7. 股权转让的受让方一般有哪些？

中国股权转让研究中心发现，股权转让的受让方一般为如下群体：

●非著名投资机构：比如红杉、经纬、中信产业基金、今日资本等这类知名投资机构一般很少买老股。原因在于：1) 他们的项目来源更丰富；2) 他们的交易流程太长，而老股转让又要求灵活快速。而市场上的中小机构，如基金管理规模在数千万到数亿元的机构，他们一般来说品牌相对弱、资金实力弱、获取优质项目的渠道能力弱，但他们决策更灵活、更市场化。

●产业集团或上市公司：一般来说，他们与项目方都有较好的协同，且项目获取的来源渠道也较窄。

●高净值个人：将股权投资作为一种理财的方式，投天使类项目可能风险更大；后期的项目更靠谱一些。

●市场上专门投资新三板挂牌企业的投资机构：这类投资机构从投资阶段和风险偏好上来看，更类似PE机构。他们对受让老股作为一种投资方式，更熟悉。

8. 如何寻找受让方

股权转让一直以来都是在小圈子里进行的。

●卖家在自己的朋友圈里，寻找买家

●通过投行、财务顾问等居中服务机构，寻找买家。

●通过专门进行股权转让服务的平台寻找买家

第一种和第二种方式进行股权转让的效率并不是很高。1) 卖家的朋友圈一般都有限，不能够快速找到合适的买家。2) 尽管投行、财务顾问等居中服务机构能够接触到的投资人群更广，但是所对应的人群有着各自的不同点需求。通常情况下，卖老股并不是这些居中服务机构的主业。他们更多地将业务精力放在融资上。因为融资的额度和提成更高，而且，融资之后还有其它的相关业务。所以，卖老股并不会得到这些居中机构更多的业务精力。

然而，由于卖老股需求的日益增长，美国市场上率先出现了专门为股权转让提供居中服务的机构，如SharesPost和SecondMarket。这2家机构利用互联网为股权转让方和有意向的投资人提供信息撮合的服务，极大地提高了股权转让的效率。类似Facebook等独角兽企业等股权/期权在公司IPO之前都在这2个平台上进行过转让。平台上的转让金额累计上十亿美元。处于战略需求，NASDAQ交易所的母公司先后将这2个平台并购到了麾下，目前称为NASDAQ Private Market，负责美国一级市场中的股权转让。中国市场上，最近一年也有创业机构在提供这类服务，如北京的潜力股。前海交易中心也将推出全国创投基金转让平台。

9. 股权转让之前，拟转让方要与创始人进行好沟通

有了股权转让的计划之后，拟转让方首先要与创始人进行好沟通，并要得到创始人的许可。因为在得到了作为大股东的创始人的认可之后，其他股东也会容易通过。至于董事会/股东大会的书面同意文件，在与创始人沟通之后再办理，在转让交易交割之前完成签字即可。

如果潜在的标的公司是在新三板挂牌的公司，那么转让方直接转让即可，无需与创始人/公司进行沟通。挂牌新三板的目的之一，就是可以使股东可以进行公开转让。

10. 共同出售权和优先购买权

股权转让方除了要得到董事会书面同意其转让股权之外，还要看是否有其他股东希望以相同的价格一起转让股权（共同出售权），和是否有企业现有的其他股东愿意优先于外部的投资人购买欲转让的股权（优先购买权）。

如果没有其他股东行使共同出售权，那么所转让股权的份额便可以确定下来了。如果其他股东放弃行使优先购买权，那么外部的投资人便可以购买所转让出来的股权了。

特别地，在股权转让时，转让方经常会问到一句话，如果公司股东不同意我转让，怎么办？实际上，上述优先购买权，只是规定了公司其他股东只有两个选择：其一是，我要优先购买；其二是，好吧，你卖给别人；而不是说，对不起，你不能卖。也就是说，如果没有特别约定，其他股东是没有否决权的，不能限制你卖股份。而且，如果其他股东说要行使优先购买权，但在公司章程规定的时间内，股东没有真正出资购买，那么，法律上认为股东放弃行使优先购买权，转让方可以将股权转让给外部的投资人。

11. 受让方的权利

投资人在对企业进行投资的时候，除了股权之外，都会要求其它相关的附加条款来保护自己的投资。在进行股权转让的时候，股权的受让方是否可以继承这些保护条款呢？我们下面就一一进行讨论。

● 董事会席位

股份有限公司的最高权力机关是股东大会，而董事会在股东大会的授权下，对公司的日常经营中的重要事件进行决策，对公司的战略发展有重要影响。在董事会上有一席之地，是保护自己投资的最好手段。

董事会的席位主要是依据股东手中所持股份多寡来决定的，跟新股或老股关系不大。因此，只要受让方买入足够多的股权就可以要求董事会的席位。一般持股份额在5%以上就有可能获得一个董事会的席位。

● 优先清算权

优先清算权也是投资人在最初投资的时候所获得的一项保护自己投资的权力。优先清算权只用在企业清算的时候（破产或并购）。在企业清算的时候，具有优先清算权的股东先于其他股东收回投资本金和事先约定的收益。优先清算权本身也是有先后顺序的，一般是按照投资顺序来排列的，后进入的投资人具有更高的优先级。

虽然是受让老股，而非新融资所进入，但是，受让方通常可以要求继承转让方所享受的清算权优先级。

● 对赌

对赌是就企业未来的发展业绩（收入、净利润达到某个指标），或企业发展的阶段（新三板挂牌、IPO上市）等目标，企业的大股东对外部投资人做出的一个承诺。如果无法完成目标的话，大股东要向投资人进行补偿。通过融资新进入的投资人都会要求附加对赌条款来保护自己的投资。

受让方是否能够得到对赌条款的保护，一定程度上取决于转让方的身份。如果转让方是创始人或者大股东的话，受让方很大可能可以得到对赌条款。原因很简单：大股东为了转让能够顺利完成肯定愿意做出一定的让步。

如果转让方并非是大股东的话，中国股权转让研究中心建议，受让方可以要求继承转让方与大股东签署的对赌条款。对于公司大股东来说，通常会同意接受这样的安排，因为这并没有增加大股东额外的负担。

● 回购

回购条款也是一条常见的投资人保护条款。如果投资企业后，企业在事先约定的时间内无法通过IPO、并

购等手段退出的话，企业等大股东就要以本金加上一定的固定收益回购投资人手中的股权。

与上面的对赌条款类似，受让方是否能够享受回购的权力，与转让方的身份有很大关系。如果是大股东转让的话，得到回购条款的可能性就很高。如果转让方不是大股东的话，中国股权转让研究中心建议，受让方可以要求继承转让方与大股东签署协议中的权利。

12.股权转让中的税收筹划

股权转让的金额一般都很大，少则几百万元，多则几千万元。转让方不论是个人也好，还是机构也好，所要承担的所得税的金额都是非常巨大的。个人股东转让股权按财产转让所得缴纳20%的个人所得税。如果个人股东转让三板挂牌企业的股权，按照目前的税法规定，所得收益是免税的。企业股东进行股权转让要缴纳25%的企业所得税。

由此可见，通过合理合法的避税途径来降低所得税的税负是十分必要的。但是很多的时候都是在转让交易马上完成交割，需要缴纳相应税款的时候，转让方才想起避税的事情。到了这个时候，所能做的避税手段已经非常有限了。因此，**股权转让中合理避税要提早进行安排。**

现在进行税收筹划最常用的手段是，在享受税收优惠政策的地区建立股权投资公司/有限合伙企业。通过这些能够享受税收优惠政策的公司/有限合伙企业持有被投企业的股权，从而在日后进行股权转让的时候，在这些持股平台层面降低所得税的税赋。

前面提到了进行税收筹划要提前，原因有2个：1) 在享受税收优惠政策的地区建立持股平台，并在当地主管税务机关备案，确认可以享受相应的优惠政策，是需要时间的。2) 被投企业的股权由原来的股东转移到新建的持股平台，这个流程需要时间。同时，股权转让的越早，股权升值有限，在这个转移过程中，所缴纳的所得税也就越少。目前具有优惠税收政策的地区包括新疆的霍尔果斯、西藏的山南地区等地。

13.注意事项

除了上面所提到12个大问题之外，在股权转让过程中，还有3个环节，不论是潜在转让方，还是潜在受让方都应该注意。

●保密性

尽管当前国内的投资行业对于股权转让抱有越来越开放的态度，但是，在股权转让进行的初期，我们建议还是要控制信息披露的范围，尽量确保公司信息控制在合理范围内。

●公司配合性

对于潜在的受让方，他们在对股权转让进行决定的时候，也是需要对被投资企业进行尽职调查。但在前面也提过了，由于股权转让的最终受益方只是转让方，不是公司。除非是大股东进行转让，否则，大股东和企业的配合程度都可能相对有限。因此，潜在的受让方要考虑在进行尽职调查的时候公司对股权转让所提供的配合程度。

●选择合适的投资人

与融资一样，在选择潜在股权受让方的时候，除了考虑价格之外，还要考虑受让方是否合适，这种合适体现在两种程度上，第一种程度是最基本的要求，就是受让方是合法的投资机构，并且清楚自己所拥有的权利和义务，不会做出逾越相关权利和义务外的动作；第二种程度就是考虑潜在受让方能够为企业所提供的其它资源，以及受让方与现有其他股东的匹配程度，如果能够达到这样的协同，当然是最好的了。

如何做好股权转让的税收筹划

中国股权转让研究中心已经完成对国内的社交网络和团购行业的投资退出以及典型案例如陌陌、Groupon等进行了深入的研究分析。通过研究发现，**投资人合理管理资产的流动性，通过股权转让，适时退出，锁定一定的收益，对于提高IRR，降低风险，具有十分明显的帮助。**这些研究发现已经得到了业界很多投资人的认可。

股权转让是一个涉及多方利益、极其复杂的交易过程。其中一个影响转让收益的重要因素便是税收。本文围绕着这个主题，将研究中心近期对股权转让中税收问题所做的研究成果拿出了来与读者分享。

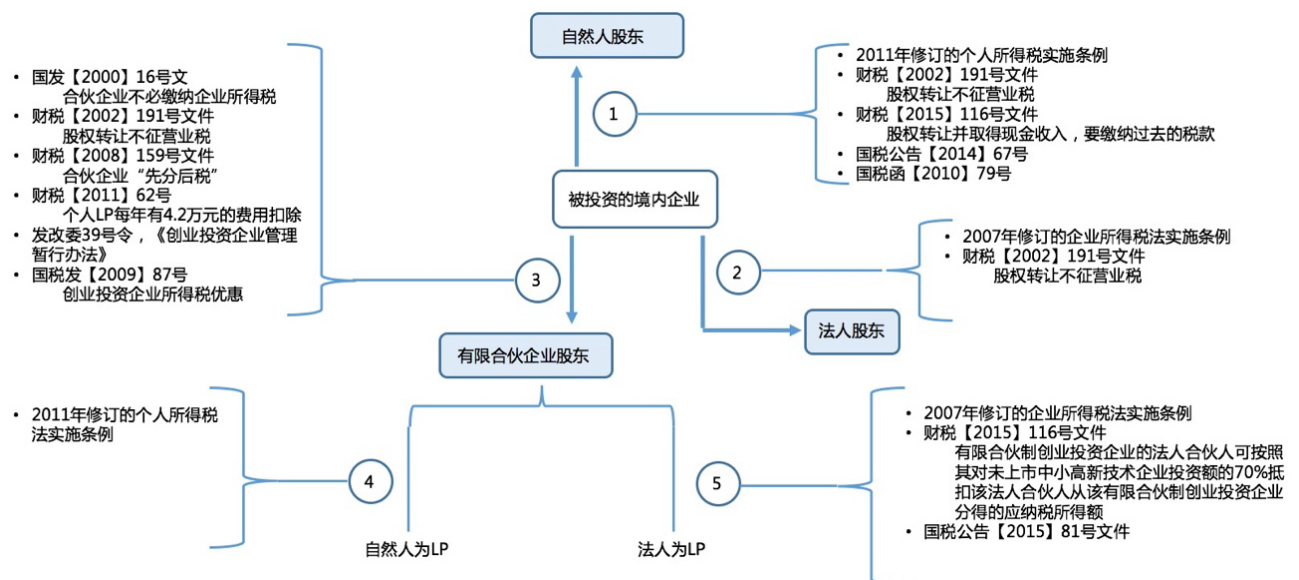
本篇文章中所提到的股权转让只是针对非上市企业的股权。对于已在国内A股市场上市的或在新三板挂牌交易的企业的股权，有其它适用的税法规定，这里不再赘述。

股权转让如果按所涉及企业的性质来分，可分为2大类：普通境内企业及带有VIE结构的境内企业。本文重点介绍不带VIE结构的境内企业的股权转让，在文章最后会稍作介绍VIE结构下境内公司的股权转让税收问题。

普通境内企业的股权转让

根据转让方的属性不同，普通境内公司的股权转让交易有5类转让主体：1) 自然人直接持股，2) 企业法人直接持股，3) 有限合伙企业持股，4) 有限合伙企业中自然人LP转让所持份额，5) 法人LP转让份额。

无论是哪一类主体转让，其都会涉及到如下几个核心问题：1) 要交哪些税；2) 成本和收益如何核定；3) 应该交多少税；4) 如何合理避税。因此，下面每个部分都会围绕这4个问题来展开。



1、自然人股东转让

对于这类转让类型，计算缴纳个人所得税，现在是最易操作的。在上面的图中，列出了5条相关的税法条例，但最直接相关的是国税公告【2014】67号，由国税总局颁布的，自2015年1月1日开始施行的《股权转让所得个人所得税管理办法（试行）》（以下简称管理办法）。

管理办法从5个方面约定了转让方是自然人的股权转让所涉及到的个人所得税问题。

(1) **这个管理办法只适用于自然人转让其所持有的境内企业的股权的情况。**自然人转让有限合伙企业份额的属于类型4，会在后面进行详细介绍。

(2) 管理办法规定此类转让将按“**财产转让所得**”征收个人所得税。按照目前施行的2011年修订的《个人所得税法》，**该类收入将按20%征收个人所得税。**

(3) 主管的税务机关是**被投资企业所在地的地税机关**。股权受让人，不论是法人，还是自然人，负有代扣代缴的义务。

(4) 除了(1)由于国家产业政策调整，公司经营业绩下滑；(2)配偶及3代之内近亲之间；(3)员工激励，这3类明确的情形外，都被税务机关认为没有正当理由的转让价格偏低。对于转让价格偏低的，税务机关可以进行审核。

(5) 税务机关可以依据2种明确的方法核定股权转让价格：

净资产核定法：特别是被投资企业的土地使用权、房屋、房地产企业未销售房产、知识产权、探矿权、采矿权、股权等资产占企业总资产比例超过20%的，主管税务机关可依据资产评估报告来核定股权转让价格。

类比法：类比法就是参照同一家公司过去的转让价格或同类企业的转让价格。

尽管管理办法只适用于个人股东转让企业股权的情形，但，其中所提出的股权转让价格过低的合理理由及转让价格的核定方法在其它情形下都是具有借鉴意义的。

个人转让其所持有境内企业的股权：

不需要缴纳营业税

个人所得税由受让方代扣代缴，主管机关是被投资企业所在的地税机关。

通常按“**财产转让所得**”缴纳个人所得税，**现行税率为20%**。

依照**净资产核定法**和**类比法**核定转让价格

无通用的避税渠道

2、企业法人股东转让

(1) **股权转让不需缴纳营业税，只需缴纳企业所得税**

对于此类交易，根据财税【2002】191号文件，转让方的企业法人**不必缴纳营业税**。只需按照企业适用的所得税税率缴纳企业所得税即可。**一般企业按25%缴纳企业所得税，高新技术企业按15%缴纳企业所得税。**

(2) 主管税务机关的确定

企业法人转让其所持有境内企业的股权：**主管机关是企业法人注册地的主管税务机关**。在撰写本篇文章的过程中，潜力股曾咨询过北京及外省市的税务机关的人员，他们大多持有本观点。但也有认为，主管机关是被投资企业所在地的税务机关。对于这一点，潜力股建议在股权转让之前，和两地的税务机关进行沟通，确定主管机关。

(3) 转让收入的确认

企业转让股权收入，应于转让协议生效、且完成股权变更手续时，确认收入的实现。转让股权收入扣除为取得该股权所发生的成本后，为股权转让所得。

(4) **分配被投资企业的未分配利润来降低转让对价。这是此类转让的主要避税途径。**

建议企业法人股东在转让股权之前，将被投资企业的未分配利润等股东留存收益中按该项股权所可能分配

的金额进行分配，从而可以降低转让价格。

这些投资收益是免税的。根据2007年修订的《企业所得税法》的第二十六条及同年修订的《企业所得税法实施条例》的第八十三条中规定，股息、红利等形式分配的权益性投资收益是免税的。

3、有限合伙企业股东转让股权

有限合伙企业具有如下6大方面的税收优势，因此，这类企业形式被广泛应用到投资领域。

(1) 根据国发【2000】16号文件，**有限合伙企业不必缴纳企业所得税。**

(2) 财税【2002】191号文件规定，**股权转让不征营业税。**

(3) 根据财税【2008】159号文，有限合伙企业是“先分后税”。

综合1-3，在有限合伙企业这个层次，股权转让所得是不缴纳任何税的。相关的税务都下沉到合伙人的层次。根据合伙人的性质，自然人或是企业法人。缴纳相应的个人或企业所得税。

(4) 根据财税【2011】62号文件，有限合伙企业的自然人合伙人**每年有4.2万元的费用扣除**。尽管这与100万元的投资门槛比起来算不上什么，但抵扣的4.2万元也能节省一部分税费。

(5) 如果有限合伙企业在设立的时候及后续的投资过程中，满足了以下条件，成为有限合伙制创业投资企业，那么其企业法人合伙人根据财税【2015】116号文件，可以“**可按照其对未上市中小高新技术企业投资额的70%抵扣该法人合伙人从该有限合伙制创业投资企业分得的应纳税所得额**”。

根据发改委39号令，《创业投资企业管理暂行办法》，要成为创业投资企业要满足下列条件：

■在国家发改委或省级管理部门备案

■**实收资本不低于3000万元人民币**，或者首期实收资本不低于1000万元人民币且全体投资者承诺在注册后的5年内补足不低于3000万元人民币实收资本。

■**投资者不得超过200人**。单个投资者对创业投资企业的投资**不得低于100万元人民币**。所有投资者应当以货币形式出资。

■有至少3名具备2年以上创业投资或相关业务经验的高级管理人员承担投资管理责任。

■创业投资企业对单个企业的投资不得超过创业投资企业总资产的20%。

■创业投资企业可以事先确定有限的存续期限，但是**最短不得短于7年**。

对满足以上条件的有限合伙制创业投资企业，自2015年10月1日起，采取股权投资方式投资于未上市的中小高新技术企业满**2年（24个月）**的，其企业法人合伙人可以享受上面提到的抵扣政策。

未上市的中小高新技术企业在被投资时，应满足：**注册在中国境内实行查账征收的、经认定取得高新技术企业资格，且年销售额和资产总额均不超过2亿元、从业人数不超过500人的企业。**

(6) 为了招商引资，国内的许多地区都针对**在当地注册的有限合伙企业的合伙人给予税收优惠政策**。目前，有类似优惠税收政策的地区包括，西藏山南地区、新疆位于喀什、霍尔果斯、乌鲁木齐、石河子的经济开发区、天津、上海自贸区、深圳前海、北京、宁波等地。

4、有限合伙的自然人合伙人转让有限合伙企业的份额

在股权转让中，还存在着这样的情形。有限合伙企业投资单个项目，合伙人中的个人或企业法人要转让其所持有的有限合伙企业的份额。这就产生了转让类型4和5。

前面提到了针对自然人股东转让其所持有的企业的股权，税务总局专门颁布了《股权转让所得个人所得税

管理办法（试行）》来适用。但**管理办法中明确指出管理办法并不适用于自然人股东转让合伙企业的股权。**

针对此类型转让，厦门市地税局（<http://www.xm-l-tax.gov.cn/xmdscms/zixun/2016/00000000037540.html>）给出的建议是，按照合伙企业清算，来处理该部分行为的个人所得税问题。

除了按清算处理之外，潜力股认为，还可以依据2006年修订的《中华人民共和国合伙企业法》中，关于合伙人退伙和入伙的相关规定，根据有限合伙企业设立时所设定的书面合伙协议来商讨。

在这种情况下，**个人所得税的主管机关应为有限合伙企业的注册地。**适用的税率应为“**转让财产所得**”的税率，现行为20%。

5、企业LP转让有限合伙企业的份额

此类转让应该与上面个人转让有限合伙企业份额的情形类似。企业法人按转让所得来确认收入，应该还可以继续享受诸如国税公告【2015】81号文件中所规定的税收优惠，如果先决条件满足的话。

带VIE架构的境内企业的股权转让

在上面的章节，潜力股介绍了当被转让股权的主体是境内企业的情况。但，在TMT行业中，很多的企业都搭建了VIE架构。境内企业是真正的运营主体，而海外主体是未来的上市主体，所转让的股权是海外主体的股权。如下图所示。

这类企业股权转让的特点是：

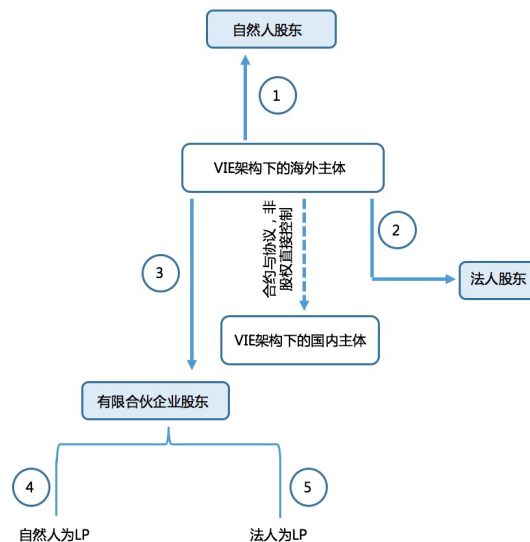
- 被投资企业注册在海外的离岸天堂
- 交易通常以美元在境外交割
- 转让方一般也是注册在海外的机构

除非触及国内个人所得税或企业所得税中针对境外收入的条款，否则，转让方不必缴纳中国的税金。

在必须缴纳税金的情况下，转让方在境外所缴纳的所得税可以抵扣其在国内应该缴纳的税金。

根据2011年修订的个人所得税法第七条的规定，“纳税义务人从中国境外取得的所得，准予其在应纳税额中扣除已在境外缴纳的个人所得税税额。但扣除额不得超过该纳税义务人境外所得依照本法规定计算的应纳税额。”

根据2007年修订的企业所得税法第二十三条的规定，“企业取得的下列所得已在境外缴纳的所得税税额，可以从其当期应纳税额中抵免，抵免限额为该项所得依照本法规定计算的应纳税额；超过抵免限额的部分，可以在以后五个年度内，用每年度抵免限额抵免当年应抵税额后的余额进行抵补”



关于员工期权，你不可不知道的20个关键问题

什么？你在创业公司工作？那你有不少员工期权吧？

时至今日，员工期权已经成为了创业公司招人必备的胡萝卜。可不是，不然为啥大家要放弃在BAT公司的百万薪酬加入一个前途未卜的创业公司呢？获得未来独角兽公司的员工期权，对很多人来说，是晋升成为千万富豪的快速通道。君不见，阿里巴巴的很多员工们都已经摇身一变成为天使投资人了呢。

经纬中国创始人邵亦波讲过一段轶事。在他创办易趣的时候，几个应聘工程师因为当时不知道员工期权为何物，以为是骗局，而没有加入易趣，从而与千万富翁失之交臂。

时至今天，今天估计没人不知道期权了。但是，你要说了解多少，恐怕98.888%的人也说不出个所以然来。今天，我们要告诉大家的是关于员工期权你不可不知道的20个关键问题。

问题1：为什么要设员工期权？

员工期权激励最早出现在美国硅谷的创业企业中。初创企业向核心员工发放期权激励以代替部分即时的现金报酬，而且，员工也愿意接受这种形式。对于企业来说，原因很简单，没钱又要能人干活，所以要用未来的梦想和员工深度捆绑。初创公司，现金有限，把钱用在更容易出成绩的研发、销售上，是更为重要的事情；而另一方面，通过期权，收买人心，何乐不为。

对于个人来说，原因也很简单。通过空间换时间，以自己的人力资本做一次风险投资。如果押对宝，换的是未来人生的财富自由。

问题2：员工期权的股份从哪里来？

主要来自2个部分：

- 公司创始团队一般会事先预留出来一部分股权作为员工期权；如果没有预留出来，投资人一般会要求创始团队成员从其股份中拿出一部分来作为员工期权。

- 在后续融资过程中，通过增发一部分股份用作员工期权池。

问题3：员工期权的设计步骤？

员工期权主要涉及4个步骤：授予、成熟、行权和变现。

- 授予：包括员工期权授予的对象，分配比例，以及整个期权占公司股权的比例

- 成熟：期权成熟（vest）时间

- 行权：行权价格的确定

- 变现：股权转让或者公司对员工期权的回购

问题4：初创公司应该设多少期权？

一般初创公司应该设10%-20%的期权。后续公司需要大量的人员加入，CFO、COO、产品总监、技术总监、人力总监，各种人员，都需要发期权，数量太少不够发，数量太多，对创始团队又不利。

问题5：员工期权应该发给谁？

员工期权的激励对象包括：高管、技术骨干、普通员工以及外部顾问或重要伙伴。对于天使、A轮、A+轮项目，对于这些员工期权所面对的对象，业界普遍的分配比率是：高管，5%–8%；技术骨干，0.25%；普通的员工，不高于0.1%；外部顾问0.5–1%。

问题6：员工期权该什么时候发？

这包含了2个问题公司什么时候开始发放期权和公司从什么时候开始向新加入的员工发放期权。

对于第1个问题，我们建议在天使期阶段最好不要向员工发期权，原因在于天使期，股权不值钱，发给员工不受重视，同时员工待的时间短，未经过时间验证。我们建议至少在Pre-A或者A轮之后开始发放期权。

对于第2个问题，硅谷创业公司称为cliff。一般公司不会在员工加入公司之后，立即向其分配员工期权。通常在员工工作1年之后，公司开始和员工谈员工期权的事情，这个时候公司和员工对彼此都有评价和了解，更容易达成共识。

问题7：该发给每个员工多少期权？

一个非常模糊的参考值：头5名员工为百分之一，头50名员工为千分之一，头500名员工是万分之一。所以早参加革命，收益高，但风险也高，晚参加革命，风险低，收益也低。

问题8：我有员工期权，该如何行权？

员工期权在成熟之后便可以行权。所谓成熟，是指达到行权的要求，一般来说是工作满多少年，或者达到什么目标。成熟后，根据当初签订的员工期权协议中约定的行权价格，员工向公司购买公司股权。钱货两清，并签署行权文件之后，交易完成交割。但通常，员工股东不会显名在股东名册中，会由公司创始人/CEO代持。这个时候还要签署一个代持协议来保护员工的股权。

问题9：员工获得期权的成本该怎么定？

员工获得期权的成本，也就是行权价格，一般来说有几种定价方式：

- 一是公司无偿赠与员工期权；
- 二是按照最近一轮融资打折。一般来说是最近一轮融资的5–8折；
- 三是按照当时公司净资产。

TMT领域，可能第二种方式最多，第一种方式次之。

问题10：员工期权是口头承诺还是书面文件约定？要不要签协议？

所有不签协议的员工期权都是耍流氓。一定要签，而且员工一定要自己留一份。有些公司会签，但是只签一份或者不给员工留存一份。这类公司员工切记要小心，后面可能会遇到各种扯皮。

问题11：员工期权协议上要写明哪些内容？

员工期权协议作为一个法律合同文件，除了规定双方基本的权利和义务之外，最主要明确的员工期权要素是：授予对象、授予期权数量、期权成熟（vest）条件、行权时间、行权价格、回购价格、附加要求等。

问题12：为什么员工期权一般要分3-5年行权？

前面提到了员工期权激励是一项长期的员工激励方式。为了能够最大程度地发挥长期的激励作用，因此，期权是分为若干年成熟行权的。一般情况下，期权成熟的时间在3-5年。在第1年之后，有的是分年成熟，有的是分月成熟。如果不分3-5年行权，而是立即给予，就无法避免员工一拿到期权就跑路的行为发生。这时，公司所授予的期权就无法实现公司想要达到的目标。

问题13：员工期权是采取代持形式还是员工直接持有？

由于一般员工获得的员工期权比例不高，不足1%，甚至是按股计算的。因此，为了保持公司股权结构清晰，避免过多小股东在股东名册中，员工期权都是被公司的创始人/CEO所代持。而且，这时员工与创始人/CEO都应该签署代持协议，明确对员工股权的保护。一般来说，代持的股份，在上市时，是应还原到个人持股的。

问题14：如果员工从公司离职，他手里的期权怎么办？

分成两部分：员工离职时，员工手中已经行权的股权，是员工自己的股份，可以选择让公司回购，或者保留；员工手中已经成熟但未行权的期权，员工会有一段时间（一般是90天）考虑，可以选择行权将期权变为公司的股权，或者放弃行权。对于尚未成熟的期权，将被公司收走，一般来说是零成本。

问题15：员工期权是否有投票权？

员工期权本身没有投票权，即便成熟之后也没有。只有员工行权，将期权变为股权，并且是显名在股东名册中，员工才有投票权。在实操中，一般来说，即使已经行权，这部分投票权可能也在协议中委托给了公司CEO。

问题16：我持有的员工期权如何退出，或者变现？

潜力股会在后面有一篇文章专门讲如何将员工的期权变现。在这里简单地讲一下。员工期权变现一般有4个途径：

- 期权行权，变为股权，在IPO或并购的时候退出
- 公司回购
- 员工自己转让
- 公司和外部投资方成立员工期权回购基金

问题17：员工期权的回购价格一般按照什么依据设定？

员工期权回购的价格一般在员工期权协议中就有约定好，一般会从如下几种方式中选择一种：一是按照投资时的金额*N倍，N可以是公式年数+一个固定数，比如3年+2=5，也可以就是直接的固定数；第二种方式是锚定最近一轮融资时的股价，在融资股价的基础上，打一定的折扣。

对于第二种方式，一般来说，可能有两种情况，对于员工主动离职，可能是按照最近一轮融资的5-7折；如果是员工被开除，则可能是按照最近一轮融资的3-5折。

问题18：代持的员工期权何时可以要求显名化？

在IPO、并购的时候，出于合法合规的要求，公司一般会将过去被代持的员工期权股东释放出来，放到股东名册中。

问题19：我是员工，工资、期权，我到底该如何平衡？

这就要回到员工当初加入初创公司的初衷以及你本人的风险偏好了。如果你看好这家初创公司的前景，愿意押宝公司的未来，你就可以增加期权在整个薪酬里的比例。

如果你更侧重即时的现金回报，你则可以要求更多的工资。但如果是这样的话，你加入初创企业的原因究竟是什么？

实操中，很多公司会给员工三个选择，高工资低期权、中工资中期权、低工资高期权，让员工自己选择。

问题20：我的期权变现了，我要交哪些税，怎么交，交多少？

从员工期权到变现有两步：员工期权行权成为公司的股权，员工通过股权转让变现。

这2步都会涉及到个人所得税的征收。期权行权，员工低于目前市场的价格购买到了公司的股权。这一道环节，尽管员工只是纸面财富上增加，并没有获得现金，但根据税法规定，员工需要缴纳个人所得税。如果按照按照工资薪酬来缴纳个人所得税的话，可能会面临高达45%的超额累进税率。当员工转让股权来套现的时候，员工还需要按“转让个人财产”再缴纳20%的个人所得税。

为了减轻初创公司员工的税赋负担，在2016年9月，国家财政部和国税总局颁布了财税[2016]101号文。根据这道文：（1）员工在期权行权的时候，不必缴纳个人所得税。（2）在将手中股权进行转让套现的时候，员工只需缴纳20%的个人所得税即可。

创业公司的员工，你保护好你的期权了吗？

哦，你有创业公司的期权？那你知道怎么保护好你的期权吗？

它可能是一句空口承诺，也可能是一张白纸，变得一文不值。

它也有可能价值千万，让你一秒钟变土豪。但是，前提条件是，你真正学会了如何保护好你的期权。

聪明的你，应该在中国股权转让研究中心上一篇《关于员工期权，你不可不知道的20个重要问题》中了解了期权的基本知识。不要紧，我们继续教你如何保护好的期权，毕竟老板套路深，拿期权也要谨慎。

有可能你还不信，说，我老板人品很好的，不会坑我的期权。那我先给你举几个例子，看看城里人套路到底有多深吧。

案例一：丁香园，你欠冯大辉一个回购

这个案例其实很简单。2016年，在丁香园工作了6年的CTO冯大辉提出离职，要求公司按照市场价格回购其已经成熟并行权的员工期权（丁香园2014年融资了7000万美元，可以将此看做市场最近一期对丁香园的估值）。但是丁香园并不愿意按照市场价。

因为在价格上，双方一直争执无果。一个原本很简单的员工离职，演变成了当时自媒体上一个热搜新闻。

研究中心点评：

为什么会出现这种情况？其实很简单，当初签员工期权协议时，没约定回购按照什么价格。如果约定了，就没这些纠纷了。

案例二：搜房网和员工孙宝云，官司打到最高法

如果说丁香园与冯大辉的股权纠纷还只是自媒体上的一个热搜新闻的话，那么搜房网与其员工孙宝云关于员工股权激励的纠纷，从北京的中级法院一直打到了全国的最高级人民法院，成为了日后解决公司与员工股权纠纷的样板案例。

在搜房网工作了9年的孙宝云在2009年被公司辞退。辞退后，孙通过电子邮件等书面方式与搜房网当时的CEO沟通，要求行使其所持有的，已经成熟的（vested）员工期权行权。那位CEO同意了孙的要求，但以公司上市在即为理由，将行权的事情推延，承诺公司上市时一并解决。然而，2010年9月，搜房网在美股上市时，公司并未找孙去行权。在与公司沟通多次无果的情况下，在2011年，孙将搜房网告上了法庭。尽管搜房网找到各种理由，但经过了一审、二审、以及最高法院的再次审判，三次均判决搜房网败诉。

研究中心点评：

没啥好点评的了，搜房太赖，力挺老孙！

案例三：4399前CTO曹政，1.5%的股份莫名变成万分之七

当年，蔡老板请享誉IT界的技术大牛曹政加入4399时，蔡老板许诺了5%的干股，由蔡老板自己代持。后来，蔡老板又用股权招兵买马，把留给曹政的股份降到了3%。2011年，曹政决定离开4399。至于原因，江湖上有种种传闻，这里就不在展开了。离开的时候，曹政向蔡老板要当初许诺的3%的股权。蔡老板以曹政在4399的时间不长为理由，说只能给1.5%的股权。曹政去心已定，希望套现走人。蔡老板根据当时2笔股权转让的价格用200万元现金买了曹政的1%股权。

纠纷的焦点就在于，套现1%股权之后，那曹政还剩多少呢？曹政认为，蔡老板认为他来的时间不长，当

时只能套现1%，剩余的2%以后会给的。蔡老板则认为，你曹政来的时间不长，一共只能给你1.5%。现在套现1%，你只剩下0.5%的股权了。你看，老板与员工不在同一个频道上。

曹政离开之后，4399在2011年当年以40亿的投后估值引入深创投等VC机构。由于新的投资人的进入，包括曹政在内的老股东的持股比例统一被稀释了20%。但是，后来4399业绩疲软，公司估值缩水。这前前后后折算下来，曹政的当初留下的0.5%，就变成了现在的万分之7.5了。

研究中心点评：

老板承诺的再好，也一定要落在纸面协议上。同时，员工与老板的理解一定要同步。免得出现，员工认为股权以后还有，而老板认为就这些了的情况。

案例四：优酷网恶意将员工股票稀释18倍

2010年12月优酷网在纽交所IPO。然而，当时优酷的员工却并没有像其它IPO公司员工所应有的高兴心情。原因很简单。就在优酷上市之前，员工所持有的股权被公司重新计算合并，原来的18股合并为1股。这样一来，就连优酷许多高管老将的持股比例降到了连1%都没有。

研究中心点评：

上市之后不久，优酷老员工大批离职，员工团队士气一蹶不振。这就是当时员工持股被稀释18倍的最直接结果。如果当初优酷的高层能够预测到日后的结果，想必也不会搞一个什么18:1的合并了。

看完上面几个例子，你是不是感到很焦虑？很着急？很想知道，自己手里的股权到底该怎么保护了？别着急，下面我们就给你支招。

大法第一招：所有口头承诺都是耍流氓！员工期权都要签协议！

原因一：老板都很狡猾，为了忽悠你进公司、好好干活，会给你画大饼；

原因二：老板原来也不觉得股权值钱，公司估值越高，越觉得值钱。换谁不动心，不想少给、晚给？

原因三：老板也忘记许诺你啥东西了。

总之，所有空口承诺给你多少期权的，都是耍流氓。要认真谈恋爱，就要写在纸上。否则就会像曹政一样，由最初蔡老板许诺的5%，到最后连1.5%都没有拿到。

那么，要签哪些期权协议呢？一般来说，有如下4个文件：

一是公司员工期权相关政策：主要是描述公司期权的整体政策，这个文件一般是发给全公司作为参考依据的。这个文件要留存，后续看公司给的期权公平不公平，出现纠纷都可以参考做证据。

二是员工期权的授予协议，这个协议是公司、员工期权代持人、员工期权获得者签的。上面会明确告诉你，给你多少股权、什么价格给你、分几年行权、后续如何退出等。这个协议非常非常重要。

三是行权文件，这可能是个协议，也可能是个告知书之类的文件。这个文件一般是你行权条件成熟时，跟公司签的，或者公司发给你的，约定你在这个时间点，行权了多少期权。行权了之后，期权变成了你的股权，你合法的拥有它的所有权了，这个时候才是他真正的主人，在此之前，你只是说有可能获得这部分股份（期权）。

四是代持协议：上述行权文件签署了之后，你最好还要跟股权代持人，签署一个股权代持协议。因为大多数初创公司，没到上市时，是不想造成股东太多的，所以员工期权基本就被CEO代持，或者通过一个持股主体持有。这个时候，需要跟代持人签署一份代持协议，以证明他所持有的部分股份是你的。

大法第二招：行权条件一成熟，就要主动找公司兑现

一般期权都是按年分批成熟的。成熟之后，员工便进行行权获得公司的股权。不论以后继续持有，还是日后离职时转让，持有股权都要比持有期权更保险。

大法第三招：抓住一切机会将自己变成显名股东

这一点更适合持股比例在1%之上的员工。员工行权成为了公司的股东，但是，为了公司股权结构的清晰，避免过多持股比例过低（低于1%）的小股东出现在股东名册上，公司一般会安排由CEO代持，或将持股的员工放到一个专门的持股平台上。

然而，对于持股比例大于1%的股东可以要求公司将其放在公司的股东名册中，成为显名股东。这样一来，员工股东的名字就会出现在公司在工商系统中的注册信息中。员工所持的股权由进一步得到了保护。

大法第四招：离职就要明确股权的变现方式

这一点在当初签订的员工期权的授予协议中，应该有详细地规定与明确。如果当时没有明确的，趁着还在职，应该及时与公司把这个信息落实好。万一哪一天离职，那时的主动权就在公司手里了，谈都不好谈了。就像丁香园与冯大辉的例子。

大法第五招：主动寻找合理避税方式

员工行权时，以较低的价格购买公司的股权，即便股权没有马上变现，但也增值了，形成了纸面财富。有增值就要缴税。如果按照按照工资薪酬来缴纳个人所得税的话，可能会面临高达45%的超额累进税率。

根据所持有股权的多寡，合理避税的方式有2种：

一是持股比例较高的（5%以上的），比如核心创始团队成员。对于这类股东，他们的持股比例较高，日后股权升值后，税赋较重。针对这种情况，潜力股建议，这些股东在享有税收优惠政策的地区设立一个一人有限责任公司。在免税地区设立一人有限责任公司是有成本的，包括设立成本及后续维护的费用。设立费用，一般要几千-几万元。后续维护的费用，每年要1-2万元。设立之后，将个人的持股转移到这些持股公司。而且，转移做得越早越好。由个人持股转变为公司持股，如果日后进行股权转让，可以免交企业层面的所得税。由个人向公司转变得越早，股权还未完全升值，此次转让所涉及的个人所得税也就越低。

二是持股比例一般的（1%一下，甚至持股数按股计的）。对于这些员工，就不适用于上面的办法，因为费用较高。对于这些小股东就要利用现有的税收政策，来推迟或规避税收。例如，为了减轻初创公司员工的税赋负担，在2016年9月，国家财政部和国税总局颁布了财税[2016]101号文。根据这道文：（1）员工在期权行权的时候，不必缴纳个人所得税。（2）在将手中股权进行转让套现的时候，员工只需缴纳20%的个人所得税即可。持股比例低的员工股东就可以利用这个政策来节税。

大法第六招：谈利益，要做到脸皮厚、舌头巧、手段狠

员工与公司对员工期权进行谈判就是一个利益博弈。很多员工厚黑学学的不好，脸皮薄，不会说，心肠又软，还容易被老板忽悠。你在为你自己争取利益。既然公司愿意和你谈判，就说明他们认可你的价值。否则，你连和公司谈判的机会都没有。

总体来说，期权是员工辛辛苦苦挣来的，如果不能保护好，岂不是让自己白忙活；但是大多数的员工基本上都不太会保护自己的合法所得。上面讲的潜力大法六招是帮我们的读者如何保护好自己辛勤劳动所换来的期权。

在我们的下一篇系列文章中，我们将和大家谈一谈，如何将自己手中的员工期权变现。我想这才是大家最想知道的，是不是？

一纸员工期权变成千万现金的正确姿势

你可能拥有某个创业公司价值千万的期权，然而你可能正在为十万块现金发愁。

原因很简单，你的期权无法变成你急需的现金。

这可能是所有期权持有人的共同烦恼，如何将期权变成实实在在的现金，这个市场可能的方式太少了。

中国股权研究中心之前教过你关于员工期权的基础知识，也教你了保护期权的6招潜力大法。今天，要教你的是将期权变现金的4种方式。有人说这篇文章价值一百万。好吧，不骗你，真的值100万！！

期权变现方式1：IPO、并购

员工按照期权合同上的行权价格，将自己手中的已经成熟的期权变为公司的股权。员工获得股权之后，便可以通过公司IPO、并购等方式变成现金。这一招想必大家都知道，我就不废话了。

期权变现方式2：公司回购

发生公司回购的情况有2种：

1.公司设定的回购计划，可能每年在某个时间点，回购一部分员工期权，用于员工将期权变现，改善生活。

实操过程中，这类公司很少。遇到这类公司，真的是良心公司。同学们，一定要在心里感激这家公司和他们的CEO，因为他们是真真正正在为员工着想。

大多数公司，都不会这么干，原因有三：一是在员工期权制度上不专业、理念上不成熟；二是没回购的钱；三是觉得就应该让员工不套现，这样大家才拼命干，将公司做到上市。

2.员工离职，按照期权授予协议，公司有权回购。

记得哦，大多数情况下写的是公司有权回购，而不是公司有义务回购！！！细心的员工能注意到其差异，有权和有义务，差别还是很大的。这核心是要看原来期权协议怎么签，一般来说公司方会比较强势，所以会写成有权回购；如果有任何机会，员工都应该让公司写成有义务回购才好。

这种情况下，公司一般会按照协议中约定的回购价格进行回购。公司为什么要回购离职员工的期权呢？原因也有四：一是毕竟现在成本低，预留更多股份，未来还有升值空间，或者也可以授予给别人；二是如果员工跟公司不和，还是让他干净点出门；三是简化股权结构，不要让公司太多股东了；四是公司也希望让员工看到公司期权的价值，从而让员工觉得老板不是在忽悠他们，更好的激发员工积极性。

研究中心建议，如果从公司离职，员工最好也将股权卖掉，原因如下：

（1）套现，这是最基本的，辛苦那么多年，总得犒劳下自己和老婆孩子。

（2）以后你对公司了解越来越少，地位也越来越弱，你的股份也基本少到没有说话的权利，你的股份很难受你保护控制。

（3）未来具有不确定性，谁知道公司未来会发展成什么样呢？

（4）筹集资金为新事业做好准备。

当然也不排除，即使离职了，员工依然对公司十分看好，从而不愿意被回购的情况，这当然该另当别论。

期权变现方式3：员工自己转让

这种转让分成两种方式：

（1）公司内部员工之间转让。A员工离职，B员工还在公司呢，且对公司很看好，愿意增持公司股份，为何不让他们之间交易。

(2) 将自己的股份转让给公司外的人。逻辑也很简单，你是滴滴出行的员工，我不是，而且对滴滴看好，所以我想变成公司股东。阿里在上市之前不是也有很多黑市交易么？

上述两种方式都离不开几个条件：一是公司允许，至少默认；二是有一套SAAS系统能记录交易、甚至最好有一个第三方中间服务商做担保。

期权变现方式4：公司和外部投资方成立员工期权回购基金

这种方式在美国比较盛行，SharesPost上多半交易都是员工期权回购基金的交易。

方式其实很简单，A基金跟B公司合作，约定为公司员工设立一套流动性解决方案，帮助公司每年定期回购部分员工期权，或者回购离职员工的期权。

公司为什么要这么做？有几个好处：

(1) 让员工的一纸期权变成现金，看到期权价值，让员工知道老板不是在忽悠它了，从而更加相信期权的价值

(2) 激发其他员工的积极性，共同努力将公司市值做的更高

(3) 将分散的员工期权集中到一家基金上，股份变更更合理

(4) 公司如果要回购员工期权，占用公司现金流，可能影响公司发展。

投资机构为什么要这么做？原因也很简单，只要公司质地好，员工期权更便宜，更能跟公司创始人建立良好关系。

坐拥千万期权不是梦，不能流通怕成空。每一个公司的创始人都应该为员工提供期权流通解决方案，这样才能让员工看到期权的价值，才相信你许诺的不是镜花水月；每个员工也应该争取将自己的股权流通的方式，这样才能真正的将纸面价值变成实际财富。

至此，研究中心完成了关于员工期权的三部曲：《关于员工期权，你不可不知的20个重要问题》、《创业公司的员工，你保护好你的期权了吗？》、《一纸员工期权变成千万现金的正确姿势》。

基金到期如何解决退出问题

1. 事件回顾

近日，国内某领先PE投资公司（以下简称JD）在微信朋友圈频频刷屏。其中一则是关于该公司旗下一支PE基金被投资人指责“冒充投资人签字、合同抽页”将基金锁定期由7年变为9年。

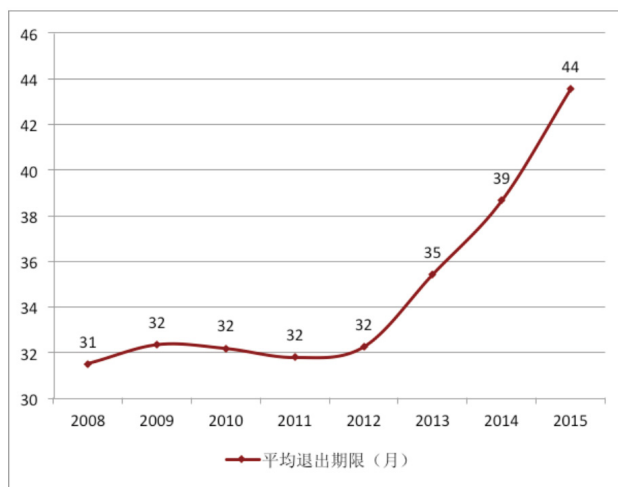
让我们先回顾一下这个事件。

5月28日，一家自媒体发文披露，近日，在JD召开的投资者大会现场，部分投资者打出标语指责，JD集团“冒充投资人签字、合同抽页”将基金锁定期由7年变为9年，并配有多副现场照片。一时间，这则新闻在互联网上疯狂转发。

5月30日，JD发出公告，指出此次事件只是个误会。涉事基金是一支在2011年3月成立的PE基金，基金规模2.1亿元人民币，原本存续期7年（投资期3年，回收期4年），并可延长2次，每次1年。但在，2015年8月，部分投资人要求将基金存续期由7年缩短到5年。GP同意，但变更协议需要全体LP签署才能生效。而，部分LP没有签署协议，所以导致了误会的产生。

误会也许是部分投资人没有签署变更协议造成的。然而，为什么投资人要缩短基金存续期，却是一个值得整个股权投资行业关注的核心问题。

PE投资退出期限（单位：月）



数据来源：CV Source，诺亚财富，中国股权转让研究中心整理

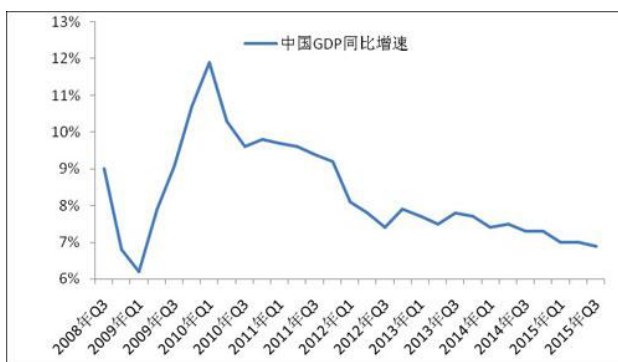
2. 股权投资本身就具有退出时间长的特点

根据投中提供的数据，PE从投资一个企业到企业IPO退出的平均时间，从2011年的32个月上升到了2015的44个月。即使是PE投资，从投资到退出，时间也需要4年时间，这中间如果加上政策的因素，可能就更长了。而VC和天使基金投资的项目相对更不成熟，一般来说至少需要5-6年以上时间才能到退出期。

3. 宏观经济下行，IPO关关停停

然而，在基金成立之后，中国的整体宏观经济发生了巨大的变化，特别是2015年6月发生的股灾，随后IPO暂停，人民币贬值，通货紧缩。这些因素综合起来使得投资人希望缩短基金存续期，尽快拿回自己的投资。

从2010年开始，中国经济增速放缓，进入持续下行通道。2012年之后，整个经济下滑更加严重。这就给PE投资带来了压力。根据公告披露，基金的规模是2.1亿元人民币，但到现在仍有近1500万元没有投出去。由此可见，宏观经济的下行对PE投资的影响。



数据来源：国家统计局，中国股权转让研究中心整理

从2014年下半年开始，中国的A股市场进入了“疯牛”阶段，在2015年6月站上了5000点，但随后经过18个交易日，由顶峰的5178一直下跌到3373，出现了数次千股跌停的“奇世壮观”。为了避免股市出现不可恢复的创伤，证监会在7月4日发布公告，暂停IPO。而且，这已经是在此支基金存续期中，遇到的第2次IPO暂停。上一次是在2013年，2013全年A股IPO为0。在2015年8月，投资人心里对IPO能够短期开闸没有任何希望。

上证指数 (SH000001) 日K图



数据来源：新浪财经，中国股权转让研究中心整理

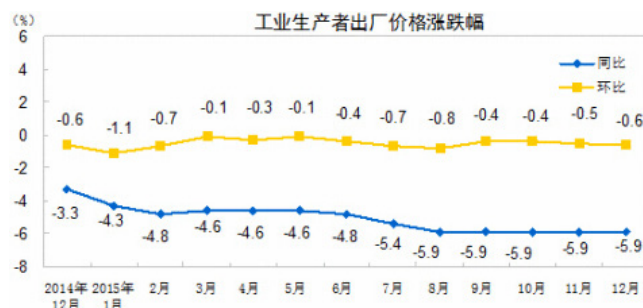
不论是从CPI分析，还是从PPI分析，中国经济已经进入通缩阶段。普通消费者和企业都不消费，经济发展不起来。以前投资的企业发展不起来，规模上不去，投资退不回来。现在也没有新的增长点去投。所以，投资人希望把钱尽早拿回来。

CPI同比和环比变化 (单位: %)



数据来源：国家统计局，中国股权转让研究中心整理

PPI同比和环比变化 (单位: %)



数据来源：国家统计局，中国股权转让研究中心整理

4. 中国LP普遍不能忍受长时间的股权投资

国内的LP普遍不太能接受太长时间（超过5年）的股权投资周期，原因在于：

- 一是中国LP人群的主体是高净值个人或企业，5年之间个人的财富状况会发生极大的变化；
- 二是中国LP人群过去的投资普遍都较为短期，一般是1-3年时间，就希望能拿回投资；
- 三是在投资的5年期内几乎都拿不到投资收益，需要等到基金结束后才能获得回报，这中间的过程太煎熬。

因此，综合上面诸多因素，投资人希望缩短基金存续期，尽早拿回投出去的资金。

然而，LP的这一诉求其实在此之前很难得到满足，除了等着所投资项目IPO和被收购之外，几乎没有其他渠道。

那么，除了前面提到的缩短基金存续期外，投资公司是不是还有一种更好的选择？

投资机构可以借助类似潜力股的股权转让服务平台。这些平台专注股权转让，所提供的服务能够有效解决这些投资公司和LP们所面临的问题。

这类平台为投资人提供两项服务，一是所投资项目的股权转让，帮助投资公司尽早实现投资的退出，缩短基金期限；二是基金份额的转让。

就如本文开头所说的案例，JD完全不必被部分投资人所绑架。哪位投资人如果希望提前退出，可以让他们在这些平台，去转让出自己的基金份额。这样，看多看空的矛盾得到了调节，省去了修改协议的数十万的中介费用，还避免了声誉受损。这样做，一举多得，所以说，如果JD集团早知道有类似潜力股这样的平台，就不会做7变5了。

国内股权投资已经存在近20年时间，这样一种股权投资转让服务目前看起来，在国内还是特别需要的。



行业篇

六大TMT行业投资退出研究报告

社交网络行业：热潮下的冰冷数据，366起天使投资Vs.3起D轮融资

—国内社交网络行业投资退出研究报告

本文系中国股权转让研究中心关于股权投资退出系列文章。关注研究中心的微信号，可获得最新最全的股权转让、股权退出、股权流通干货、案例和投资机会。本文作者系研究中心首席研究员徐祥君。

根据研究中心的搜集和整理，国内围绕社交领域的创业公司有1500多家，投入的资金量有40亿美元，真正到最后通过IPO退出的企业寥寥无几。那么，这么多的资金的投资回报又是怎样的？本文通过2个已经IPO退出的案例，再次验证了这么一个结论：对于早期投资机构，通过老股转让完全可以获得较好的收益，不必苦苦等待IPO。

近1500家创业公司，社交已成一片红海

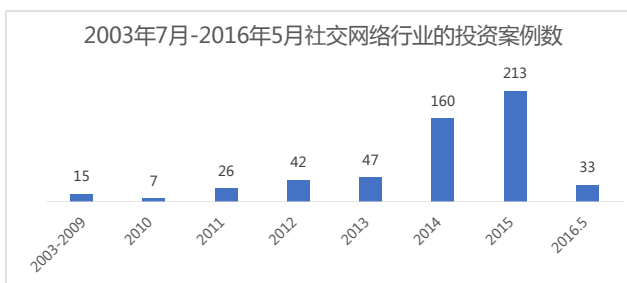
根据IT桔子和36氪提供的数据，围绕社交领域的创业公司累计达到1500家左右。

13年间543起投资案例吸金40亿美金

根据IT桔子提供的数据显示，从2003年7月到2016年5月，国内社交网络行业内的投资案例为543起。

移动互联网催生了社交投资热潮

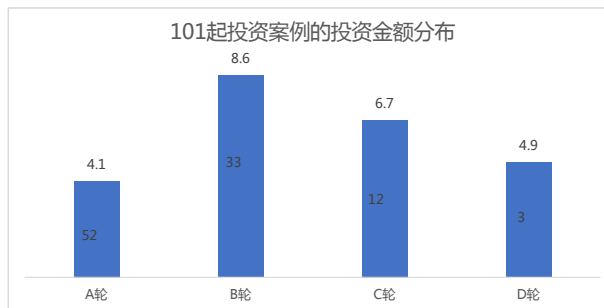
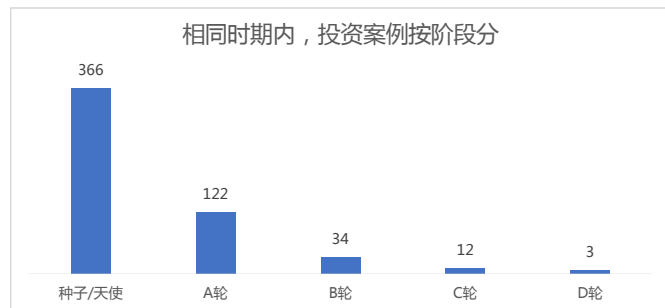
在2011年之前，国内的社交网络投资有限。研究中心认为，主要原因是腾讯独大的市场格局在国内已经形成；桌面和手机端社交已被手机短信和QQ所垄断。从2011年开始，社交网络的创业与投资开始增多。这一方面是受国外Facebook的影响，投资机构在寻找中国版的Facebook，另一方面，苹果和安卓智能手机开始普及，人们的社交需求从桌面开始向移动端转移。特别是，到了2014和2015这2年，社交网络投资急速放量。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

获得新一轮比例不到1/3，D轮仅为3起

然而，从投资阶段来看的话，绝大多数的初创企业都停在了天使轮。能够从天使轮进入A轮的不足1/3。在122家获得A轮投资的企业中，只有3家最后走到了D轮，陌陌、百合网和优谈网。



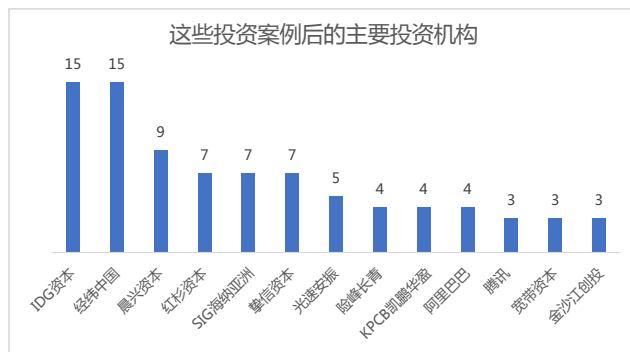
数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

这543起投资案例到底投了多少钱呢？根据IT桔子及相关公开信息对B-D轮及52起有知名机构参与的A轮投资案例进行了进一步分析。总共涉及101起投资案例，总投资额为24.3亿美元。加上种子/天使阶段的366起投资案例，研究中心认为，在过去13年内，投向中国社交网络行业的金额为39.4亿美元。

美元基金更加青睐投资社交网络

在整理数据的过程中，研究中心还发现另外一个现象。相比人民币基金，美元基金更青睐投资社交网络，这一类虚拟经济。人民币投资案例为24起，美元投资案例77起。这也说明美元基金的风险偏好更高。

下面的这幅图是前面101起投资案例所涉及的投资机构的统计。从中，我们可以看出，IDG资本和经纬中国是在国内社交网络行业投资最多的2家机构。除了这两家机构之外，排在前面的其它4家机构也都是来自境外的美元基金。IDG投资的知名项目有，天鸽互动、脸萌科技、脉脉、果壳网等。经纬中国投资的知名项目有，陌陌、九言科技（in APP）、辣妈帮、宝宝树等。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

投出去了543家企业，IPO退出了4家

在过去5年里，社交网络行业投资案例通过IPO退出的只有4家。去年有2家通过新三板退出。

为了考察投资人在投入了大量真金白银之后，得到的回报又是怎样的？笔者对2个IPO退出案例进行了深入的数据解剖。

陌陌是在2011年7月上线的，基于地理位置的陌生人交友应用。2014年12月11日，陌陌在纳斯达克上市交易。

时间	公司	方式
2011.5.4	人人网	IPO，美股
2011.5.11	世纪佳缘	IPO，美股
2014.7.9	天鸽互动	IPO，港股
2014.12.11	陌陌	IPO，美股
2015.8.26	天涯社区	新三板
2015.11.20	百合网	新三板

数据来源：互联网公开数据，中国股权转让研究中心整理

陌陌的早期投资机构紫辉创投通过老股转让实现了33.8倍的投资回报

陌陌投资机构列表

轮次	时间	投资方	投资金额（\$）	获得的股份	备注
A-1	2012.4.18	经纬中国	1,049,936.49	22,272,730	
A-1	2012.4.18	紫辉创投	1,049,936.49	22,272,730	

轮次	时间	投资方	投资金额（\$）	获得的股份	备注
A-2	2012.4.18	经纬中国	劳务交换	8,909,090	
A-3	2012.7.3	经纬中国	3,999,983.88	19,797,980	
B	2012.7.17	经纬中国	1,500,472.20	4,588,600	
B	2012.7.17	阿里巴巴	15,004,702.38	45,885,940	
B	2012.7.17	DST	1,500,472.20	4,588,600	
B	2012.7.17	阿里巴巴	1,400,000.00	4,894,500	紫辉的老股 转让
	2013.1	阿里巴巴	4,300,000.00	10,079,373	紫辉的老股 转让
C	2013.10.21	经纬中国	13,000,000.50	10,402,497	
C	2013.10.21	阿里巴巴	9,999,999.42	8,001,920	
C	2013.10.21	DST	9,999,999.42	8,001,920	
C	2013.10.21	Gothic Partners	999,999.94	800,192	
C	2013.10.21	PJF Acorn I Trust	999,999.94	800,192	
C	2013.10.21	Gansett Partners	1,999,999.88	1,600,384	
C	2013.10.21	PH momo investment Ltd	6,000,000.90	4,801,153	
C	2013.10.21	Tenzing Holding 2011 Ltd	1,999,999.88	1,600,384	
D	2014.5.15	红杉资本	90,000,000.00	18,570,966	
D	2014.5.15	云锋	90,000,000.00	18,570,966	
D	2014.5.15	老虎基金	31,750,000.00	6,551,424	
	2014.5.15	公司	30,800,000.00	7,298,857	紫辉剩余的老 股转让

数据来源：陌陌招股说明书，互联网公开资料，中国股权转让研究中心整理

2014年12月11日，陌陌在纳斯达克上市交易。发行价为\$13.50/ADS（1 ADS = 2股），开盘价14.25美元，上市首日收盘17.02美元，当日收盘市值为31.74亿美元。

主要投资机构的回报

投资方	IPO之前的持股数	累计投资金额	平均持股价格	折算成ADS后的价格	IPO的退出回报倍数	累计投资时间	IRR
阿里巴巴	68,861,733	30,704,701.80	0.4459	0.8918	29.3	2年5个月	310.21%
经纬中国	65,970,897	19,550,393.07	0.2963	0.5927	44.6	2年8个月	318.90%
云锋	18,570,966	90,000,000.00	4.8463	9.6925	1.8	7个月	484.19%
红杉	18,570,966	90,000,000.00	4.8463	9.6925	1.8	7个月	484.19%

数据来源：陌陌招股说明书，互联网公开资料，中国股权转让研究中心整理

紫辉创投通过老股转让的方式退出，其投资回报倍数为33.8，累计投资时间2年，IRR为489.92%。

从这可以看出，对于早期投资机构来说，提前通过老股转让的收益回报完全不亚于熬到IPO的回报。

天鸽互动是实时社交视频平台9158的母公司，2008年的7月成立，2014年7月9日，在香港上市。

A轮投资人在投资后不到1年时间内，通过老股转让成功回收了投资成本，并实现了146%的收益回报，累计投资回报倍数为9倍。

天鸽互动的投资机构列表

轮次	时间	投资方	投资金额 (US \$)	获得的股份 (IPO之前)	获得的股份 (IPO之后)	备注
A	2008.12.18	A轮投资机构	1,500,000.00	15,000,000		
	2009.1.13	公司	105,000.00	500,000		公司回购A轮投资机构的老股
	2009.11	公司	3,577,500.00	7,950,000		公司回购A轮投资机构的老股
	2010.12.29	公司	1,645,000.00	2,000,000		公司回购A轮投资机构的老股
	2012.5.24	公司	2,500,000.00	1,000,000		公司回购A轮投资机构的老股
	2013.4.26	公司	7,100,000.00	3,550,000		公司回购A轮投资机构的老股

轮次	时间	投资方	投资金额 (US \$)	获得的股份 (IPO之前)	获得的股份 (IPO之后)	备注
B-1	2009.1.6	IDG	600,000.03	2,857,143	28,571,430	
B-1	2009.2.19	IDG	1,499,999.97	7,142,857	71,428,570	
B-2	2009.7.30	IDG	3,000,000.00	10,000,000	100,000,000	
C	2010.7	新浪	10,000,000.00	30,000,000	300,000,000	除了现金之外，新浪还向天鸽互动转让新浪Show 5年独家运营权及若干IP。

数据来源：天鸽互动招股说明书，互联网公开资料，中国股权转让研究中心整理

2014年7月9日，天鸽互动在香港上市，发行价为HK\$5.28/股。

主要投资机构的回报

投资方	IPO后持股数	累计投资金额 (US \$)	IPO的退出回 报倍数	累计投资时间	IRR
IDG	200,000,000	5,100,000.00	25.7	5年7个月	80.09%
新浪	300,000,000	10,000,000.00	19.4	4年	112.52%

数据来源：天鸽互动招股说明书，互联网公开资料，中国股权转让研究中心整理

A轮投资者通过转让老股的投资回报倍数为9倍，累计投资时间为4年4个月，IRR为70.13%。A轮投资人在投资后不到1年时间内，通过老股转让成功回收了投资成本，并实现了146%的收益回报。

天鸽互动的例子又一次验证了，对于早期投资机构来说，通过转让老股，提前收回投资成本，锁定收益，完全不要于苦等IPO退出。

团购行业：数百家融资100亿美元，仅3家活下来

—国内团购行业投资退出研究报告

1. Groupon：团购神话的开始

2008年11月，美国团购网站Groupon上线，以网友团购为经营卖点，Groupon给消费者带来一种全新的社交消费模式。瞬间，Groupon迅猛发展，营收稳步增长，在上线7个月后实现盈利。

Groupon被《福布斯》杂志评为“历史上增长最快的公司”，《时代》杂志将它选入2010年最佳50网站之一，《纽约时报》称它可能是史上最疯狂的互联网公司。

2010年秋天，雅虎计划以35亿美元收购Groupon，但被公司拒绝。2010年11月，谷歌给出了60亿美元的收购价格，再次被拒。一年后，事实证明，60亿是远远不够的。Groupon于2011年11月4日在NASDAQ上市，当日收盘26美元，比发行价上涨31%，市值达到176亿美元，超过1年前谷歌给出的收购价200%。

在Groupon快速发展的过程中，吸引了全球VC及PE投资基金的关注。从创立到2011年11月IPO，Groupon总共融资11.2亿美元。

当Groupon的商业模式被证明，并在美国快速发展的时候，大洋彼岸的创业者和投资人也以敏锐的商业嗅觉认为，如果把Groupon的商业模式复制到13亿人口的中国，前途将不可限量。每一个团购创业公司都认为自己将是中国的Groupon，讲着中国故事来吸引着来自全球投资人的融资，投资人也像失去理智一样蜂拥而入。

例如，Groupon在中国的官方团购网站，高朋网，在2011年1月成立的时候，估值1000万美元。半年之后，高朋网的估值达到了5.02亿美元。在半年的时间里，公司估值增长近50倍！而且，即便是估值增长如此之快的高朋网，在2011年的销售额还没有进入Top 10。那些进入Top 10的团购网站的估值及估值增速便可想而知了。

然而，他们猜对了开头，却没猜对结果，在疯狂的融资之后，中国团购市场的惨烈依然让人触目惊心。

2. 团购网站：从5000家的轰轰烈烈到3家的凄凄惨惨

中国的团购市场的确在5年之内从零发展到了一个市场年交易额接近750亿元人民币的行业。但，哪一个团购网站真正为投资人带来了回报呢？从现在的数据来看，可以说很少。那些国内最早的一批雄心壮志地想成为中国Groupon团购公司大都拍死在了沙滩上。

下表是2011年国内团购市场销售额Top 10的排名。当时名单上的每一家公司上至创始人下至员工，以及背后的投资人都认为自己的公司将成为中国第一家上市的团购公司，可是，有很多公司名字被遗忘的速度就像

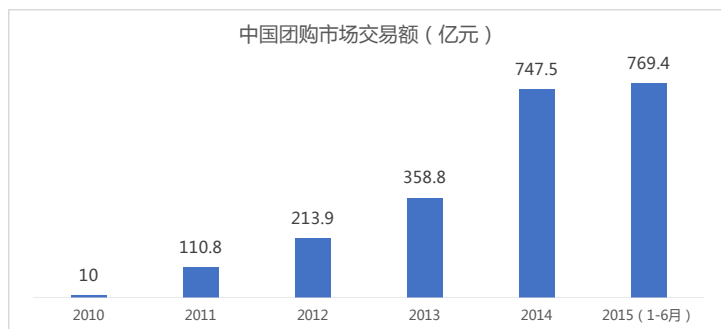
2011年全年团购网站销售额Top 10（单位：亿元）

公司	销售额	市场份额
拉手网	16.3	14%
美团	14.5	13%
窝窝团	12.1	11%
大众点评	10.1	9%
糯米网	8.8	8%
满座	8.4	8%
58团购	8.2	7%
24券	7.2	6%
F团	6.2	5%
嘀嗒团	5.2	5%
其它	13.8	13%
合计	110.8	100%

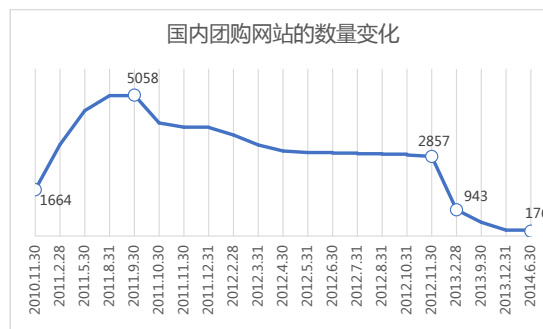
数据来源：团800，中国股权转让研究中心整理

它出现的一样快。看一看，你认得哪几个公司。

从2011年开始，中国的团购市场交易额几乎是每年100%的速度增长的。



数据来源：团800，中国股权转让研究中心整理



数据来源：团800，潜力股整理

在团购市场交易额快速上升的同时，国内从事团购的网站也遍地开花。

中国第一家团购网站是在2010年1月上线的满座网。由于团购行业本事的门槛较低，加之资本的热烈追捧，每一家投资机构都想投出中国的Groupon，所以国内的团购网站遍地开花。在高峰的时期，全国总共有5058家团购网站！名副其实的“千团大战”。

从2010年国内第一批团购网站上线，之后的一年时间内，团购网站迅速放量，在2011年9月底，达到了5058家。

之后的1年多时间，尽管团购市场交易规模不断攀升，但市场上的公司却在快速减少。截至2012年11月30日，市场上的团购网站只剩下2875，比高峰期减少了44%！近一半的团购网站关闭了。

在2012的11月到2013年的2月，团购网站的数量从2875锐减到943。除了本身团购网站的关停之外，团800也改变了统计策略。只有那些有更新，并且售卖单数在合理范围内的网站才可以算入。这样很多“僵尸”团购网站都屏蔽在统计之外。

从2013年2月之后，团购网站的数量继续缩减，到2014年6月，团800最后一次公布此类数据，全国的团购网站只有176家。其中，以电商销售（家居用品、化妆品等）为主的团购网站有110家，垂直细分行业（婚纱摄影等）的23家，综合类团购网站43家（如美团、大众点评等）。

尽管综合类团购网站还有40多家，但是，根据2014年团购市场销售额Top 5的统计来看，整个中国团购市场已经基本定型。而且，后面的1年多时间，又将5家变成了2家。

这样的结果谁又猜对了呢？

公司	销售额
美团	400.6
大众点评	181.6
糯米网	74.6
窝窝团	48.8
拉手网	36.9
合计	742.5
全国总销售额	747.5

2014年全年团购网站销售额Top 5 (单位：亿元)

数据来源：团800，中国股权转让研究中心整理

3. 数百家公司融资超100亿美金投资

根据从团800、IT桔子和相关公司的招股说明书，潜力股整理出，当初的“千团大战”中，知名的12家团购公司从2010年初到2016年初，总共融资额接近69亿美元。

对于剩余的那5000多家曾经存在过的团购公司，他们融了多少钱，无从统计。如果我们假设从公司创立到最后关闭，那5000多家公司每家平均融资500万人民币，那又有42亿美元投到了国内团购行业。加在一起前后总共有超过100亿美元的投资投到了中国的团购行业。

那这100亿美元的投资到最后，又留下了什么，收获了多少回报？

知名团购网站的现在状况（截至2016.5.30）

目前，仍然存活的是大众点评和美团网合并后的新美大，百度旗下的百度糯米。估计未来的团购市场是这2家寡头独占。

窝窝团剥离团购和其它非餐饮业务。拉手网还在坚持做团购，但根据2016年2月26日，互联网上对CEO梁闯的采访，拉手网今后会拓展垂直方向的产业链。

至此，团购行业的格局已定，只剩下了腾讯支持的新美大和百度的亲儿子百度糯米。

4. 泡沫过后，团购只剩下3家公司；绝大多数投资都付之东流

投资人投下了100亿美元之后，他们又得到了什么样的回报呢？

先从活着的开始说。

糯米最初是人人网的全资子公司，百度前后花了近2.3亿美元买了过来。没有外部投资机构的参与。

新组成的新美大还是私有公司，据说未来2-3年内会上市。由于没有具体数据，投资人是亏还是赚，现在

公司	上线日期	目前状况
24券	2010.3	2013.1.10，网站关闭
F团	2010.3	2012.8.1，与高朋、QQ团合并，组成网罗天下集团，以高朋的品牌运营
大众点评网	2003.4	2015.10，与美团合并，组成新美大
嘀嗒团	2010.7	2014.3.31，网站团购业务关闭，转向新的业务模式
高朋网	2011.2	网站自2013年后无更新
拉手网	2010.3.18	2011.10，申请美股上市。2012.6，撤销IPO申请。2014.10，被三胞集团收购。目前，仍在运营中。
满座网	2010.1	2013.10，被苏宁收购。2015.10，网站停止服务。
美团	2010.3.4	2015.10，与美团合并，组成新美大。2016.1，阿里巴巴出售其持有的从美团过渡到新美大的7%的股权，作价9亿美元。
糯米网	2010.6	2013.8和2014.1，百度分2次从人人网购买糯米的全部股份。2014.3，更名为百度糯米
千品网	2011.8	2014.3，网站关闭
团宝网	2010.3	2012.1，因资金链断裂，网站陷入关闭危机，随后网站转向开放平台。2013.6，CEO失联，网站永久关闭。
窝窝团	2010.3.15	2015.4，NASDAQ上市。2015.6，与众美联合合并。2015.9，宣布剥离团购和其它非餐饮业务。

数据来源：互联网公开信息，中国股权转让研究中心整理

还不好说。

拉手网前后从金沙江创投、麦顿投资等国内外11家投资机构融到了近1.5亿美元。在2014年10月被江苏三胞集团收购，收购金额没有官方披露，据传是1000万美元。而且，据说是为了金沙江创投、麦顿投资等机构变现退出。

由于拉手网曾经向美国SEC递交过IPO申请，因此有详细的投资数据可以查询。后面会与已经上市的窝窝团的退出情况一起介绍。

那些没有存下来的团购网站，投资人的钱就打了水漂了。

中国团购第一网站，满座网，前后获得了凯鹏华盈和JP Morgan总共6000万美元的投资。在2013年，被苏宁以700万美元全资收购。

Groupon中国网站，高鹏网，先后从腾讯、Groupon、马云的云锋基金融了1.4亿美元。在2013年之后，网站再也没有了更新。

投向24券、嘀嗒团、F团、团宝网、千品网的上亿美元也打了水漂。

拉手网在2011年10月28日，首次向美国SEC递交了IPO申请。但在2012年6月19日，撤销了申请。2015年4月8日，窝窝团在NASDAQ上市。

5. 拉手网：只有泰山天使通过卖老股赚了钱

拉手网从成立到被收购，期间共计融资金额1.45亿元，其中金沙江创投累计投资2815万美元，麦顿投资4000万美元，德国Rebate Network投资1045万美元，泰山天使投资140万美元。

轮次	时间	投资方	投资金额 (\$)	获得的股份	每股平均价格 (\$)	备注
A-1	2010.7.26	金沙江创投	4,000,000.00	170,466,660	0.0235	
A-1	2010.7.26	德国Rebate Network公司	666,667.00	28,411,120	0.0235	
A-2	2010.7.26	泰山投资	150,000.00	12,785,000	0.0117	
A-3	2010.7.26	德国Rebate Network公司	50,000.00	6,250,000	0.0080	
A-3	2010.7.26	嘉丰资本	50,000.00	6,250,000	0.0080	
A-4	2010.7.26	泰山投资	50,000.00	15,625,000	0.0032	
	2010.12.1	公司	1,800,000.00	5,682,000	0.3168	公司回购泰山投资A-4轮中的部分老股
B	2010.12.31	金沙江创投	9,538,666.65	30,110,378	0.3168	

轮次	时间	投资方	投资金额 (\$)	获得的股份	每股平均价 格(\$)	备注
B	2010.12.31	德国Rebate Network公司	9,733,335.69	30,724,883	0.3168	
B	2010.12.31	泰山投资	1,199,999.89	3,787,998	0.3168	
B	2010.12.31	Banean Holdings	194,666.82	614,498	0.3168	
B	2010.12.31	Tenaya Capital V	3,814,035.02	12,039,632	0.3168	
B	2010.12.31	Tenaya Capital V-P	1,052,631.71	3,322,806	0.3168	
B	2010.12.31	Norwest Ventures	4,866,666.73	15,362,438	0.3168	
C	2011.3.23	麦顿投资	39,999,736.06	26,616,806	1.5028	
C	2011.3.23	IPROP	17,999,880.17	11,977,562	1.5028	瑞士历峰集团下属的PE
C	2011.3.23	Reinet	17,999,880.17	11,977,562	1.5028	瑞士历峰集团下属的PE
C	2011.3.23	Tenaya Capital V	4,075,244.95	2,711,768	1.5028	
C	2011.3.23	Tenaya Capital V-P	1,124,722.57	748,418	1.5028	
C	2011.3.23	金沙江创投	14,612,792.89	9,723,711	1.5028	
C	2011.3.23	Banean Holdings	298,221.64	198,444	1.5028	
C	2011.3.23	Norwest Ventures	14,999,900.65	9,981,302	1.5028	
	IPO之前	麦顿投资	0.00	76,237,397	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	IPROP	0.00	34,306,827	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	Reinet	0.00	34,306,827	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	Tenaya Capital V	0.00	7,767,203	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	Tenaya Capital V-P	0.00	2,143,662	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	金沙江创投	0.00	27,851,216	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	Banean Holdings	0.00	568,395	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	Norwest Ventures	0.00	28,589,023	0.0000	反稀释条款

数据来源：拉手网向美国SEC递交的IPO申请，中国股权转让研究中心整理

2011.10.28, 拉手网首次在SEC递交IPO申请。1 ADS=36普通股, 发行价区间中值为\$14/ADS。

投资方	IPO之前的持股数	累计投资金额 (\$)	平均持股价格 (\$)	折算成ADS后的价格 (\$)	IPO的退出回报倍数	累计投资时间	IRR
金沙江创投	238,151,965	28,151,459.54	0.1182	4.2555	2.3	1年3个月	159.90%
麦顿投资	102,854,203	39,999,736.06	0.3889	14.0003	0.0	7个月	0.00%
德国Rebate Network公司	65,386,003	10,450,002.69	0.1598	5.7535	1.4	1年3个月	101.45%
嘉丰资本	6,250,000	50,000.00	0.0080	0.2880	47.6	1年3个月	2135.16%
泰山投资	26,515,998	-400,000.11			6.7	1年3个月	411.91%

数据来源: 拉手网向美国SEC递交的IPO申请, 中国股权转让研究中心整理

从回报角度来看, 泰山天使是唯一从拉手项目上获得过收益的投资机构。泰山投资累计投资140万美元, 曾向公司卖出过部分A-4轮的老股, 售出金额为180万美元。这不仅收回了当初及后续的投资成本, 并收益40万美元。所以, 在IPO之前, 泰山投资的收益是40万美元加上所剩余的接近2700万普通股。在计算退出倍数的时候, 将40万美元和股票的价值综合在了一起。

而很不幸的是, 其他投资机构的所有投资都打了水漂。由此可以看到, 作为一个明智的投资人, 选择合理的投资退出时间点是何等重要; 而在高峰时卖出部分老股则成了最明智的选择。

6. 窝窝团: 投资机构几乎没有挣到钱

窝窝团累计融资金额约为6750万美元, 其中最大投资方为鼎晖 (3300万美元) 和清科创投 (750万美元)。

轮次	时间	投资方	投资金额 (\$)	获得的股份	每股平均价格 (\$)	备注
A-1	2011.4.3	清科创投	5,000,000.00	5,489,604	0.9108	
A-2	2011.5.25	鼎晖	30,000,000.00	30,803,678	0.9739	
A-2	2011.6.8	清科创投	2,000,000.00	2,053,580	0.9739	
A-2	2011.7.5	天佑	7,716,526.00	7,923,246	0.9739	
A-2	2011.7.5	Besto	5,000,000.00	5,133,946	0.9739	
A-2	2011.7.5	个人 (Lin)	4,283,474.00	4,398,225	0.9739	

轮次	时间	投资方	投资金额 (\$)	获得的股份	每股平均价格 (\$)	备注
A-2	2011.7.5	个人 (Tse)	1,000,000.00	1,026,789	0.9739	
B	2012.2.29	鼎晖	3,000,000.00	7,321,793	0.4097	
B	2012.2.29	Besto	3,000,000.00	7,321,793	0.4097	
B	2012.2.29	清科创投	500,000.00	1,220,299	0.4097	
B	2012.2.29	个人 (Tse)	400,000.00	976,239	0.4097	
B	2012.2.29	个人 (Xu)	3,000,000.00	7,321,793	0.4097	
B	2012.2.29	NEO POWER	1,000,000.00	2,440,598	0.4097	
B	2012.2.29	个人 (Xu)	1,100,000.00	2,684,657	0.4097	
B	2012.2.29	天佑	500,000.00	1,220,299	0.4097	
A-1	2012.2.29	清科创投	0.00	6,713,384	0.0000	反稀释条款
A-2	2012.2.29	鼎晖	0.00	42,414,248	0.0000	反稀释条款
A-2	2012.2.29	清科创投	0.00	2,827,616	0.0000	反稀释条款
A-2	2012.2.29	天佑	0.00	10,909,688	0.0000	反稀释条款
A-2	2012.2.29	Besto	0.00	7,069,041	0.0000	反稀释条款
A-2	2012.2.29	个人 (Lin)	0.00	6,056,011	0.0000	反稀释条款
A-2	2012.2.29	个人 (Tse)	0.00	1,413,809	0.0000	反稀释条款

数据来源：窝窝团招股说明书，中国股权转让研究中心整理

2015.4.8，窝窝网在NASDAQ上市，1 ADS=18 普通股，发行价\$10/ADS。

投资方	IPO之前的 持股数	累计投资金额 (\$)	平均持股 价格 (\$)	折算成ADS 后的价格 (\$)	IPO的退出回报 倍数	累计投资 时间	IRR
清科创投	18,304,483	7,500,000.00	0.4097	7.38	0.36	4年	7.99%
鼎晖	80,539,719	33,000,000.00	0.4097	7.38	0.36	3年11个月	8.17%

投资方	IPO之前的持股数	累计投资金额(\$)	平均持股价格(\$)	折算成ADS后的价格(\$)	IPO的退出回报倍数	累计投资时间	IRR
Besto	19,524,780	8,000,000.00	0.4097	7.38	0.36	3年9个月	8.55%
天佑	20,053,233	8,216,526.00	0.4097	7.38	0.36	3年9个月	8.55%

数据来源：窝窝团招股说明书，中国股权转让研究中心整理

对拉手网和窝窝团2个案例做一个总结：

●泰山投资是拉手网投资人中唯一收回成本并有收益的投资人。嘉丰资本虽然在纸面上取得了不菲的投资回报，但最终也不一定把收益锁定。可以看出，锁定收益，及时退出对于早期投资机构是非常重要的。

●如果以窝窝团的发行价来计算投资回报，清科创投、鼎晖、天佑等机构投资窝窝团的投资回报还不如去买固定收益产品。2013年6月，余额宝的7日年化收益率为6.2%。

7.总结：

●纵观中国的团购行业，从目前所掌握的数据来看，是投资多回报少。

■对于团购这样一个门槛低，要烧钱的行业，也许本身就不是一个好的投资标的。

●像团购这类典型的互联网行业，仍然是海外基金的天下。只有清科创投、鼎晖等少数几家国内基金参与了投资。

■有2家德国机构参加了中国的团购行业投资之中。一家是参与拉手网的Rebate Network，另外一家是投资高朋网的Rocket Asia，德国Rocket的亚洲分支机构。Rocket参与了Groupon的投资。

●金沙江、凯鹏华盈、IDG都折戟了所投的团购项目。

■金沙江投了拉手网

■凯鹏华盈投了嘀嗒团、满座网

■IDG投了嘀嗒团

●红杉估计是投团购所得回报最好的，但这还需要具体数据来验证。

■美团的早期投资者

■大众点评的早期投资者

●腾讯是BAT中投团购项目最多的。

■投资了F团、大众点评、高朋网、新美大

■腾讯投资这些团购网站更多是从产业布局。

●中国的公司和投资机构都在梦想打造出中国的Groupon，但也许他们并没有注意到这一点。

■Groupon上市前共融资11亿美元，其中的9.43亿美元已被创始团队和早期投资者在IPO之前套现。

对于投资机构来说，也许这就是团购行业的关键成功因素，锁定收益，及时套现。

在线旅游行业：493起投资仅3个IPO，创业公司或将迎来倒闭潮

—国内在线旅游行业投资退出研究报告

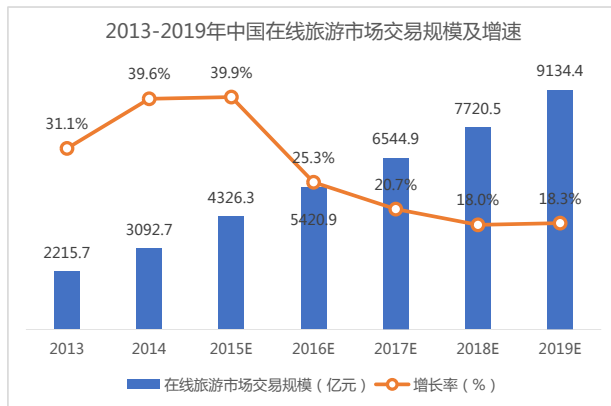
作为中国股权转让研究中心发布的系列投资退出研究文章之一，本文要谈一谈中国在线旅游行业的投资退出情况。在本篇之前，研究中心曾对国内的社交网络和团购行业的投资退出情况做过相应的分析与研究，并发布过相关文章。

研究中心所整理的数据显示，从2009年至2016年6月，国内在线旅游行业的投资案例有493起，总投资额接近260亿元人民币。其中，天使轮融资案例255起，A轮167起。但，通过IPO退出的项目只有3家。尽管未来随着在线旅游行业的快速发展，会有更多企业成长起来，但这些企业未必会独立IPO，更有可能被像携程、阿里巴巴这样的产业投资者所并购，投资者退出的途径越来越窄。

随着消费升级的热潮，国内旅游行业也迎来了快速的发展

近些年，随着收入的不断提高，国内消费者在旅游上的消费也逐年增加。根据2015年国民经济和社会发展统计公报中的数据，2015年全年，国内游客40亿人次，比上年增长10.5%，国内旅游收入34195亿元，增长13.1%。

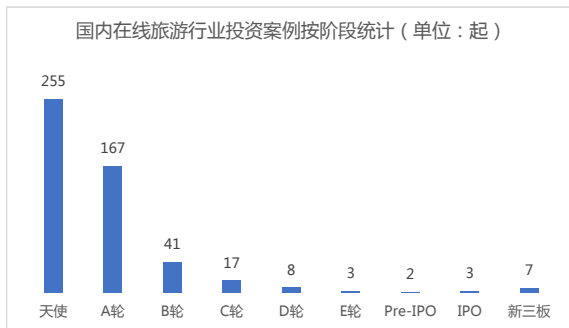
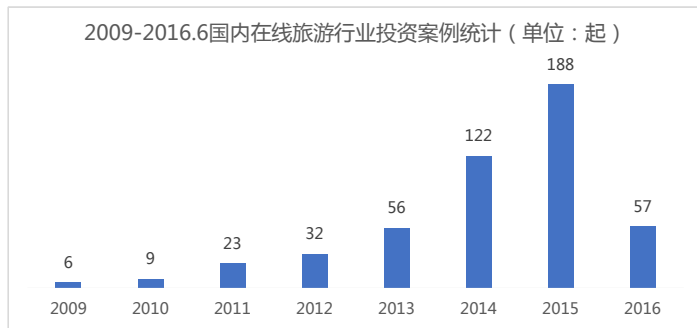
在线旅游约占整个中国旅游行业的12.5%。2015年，中国在线旅游市场交易规模预计超过4300亿元，预计未来5年，其交易规模还将保持2位数的增长。



数据来源：艾瑞咨询，中国股权转让研究中心整理

资本大量涌入，2015年达到顶峰

根据研究中心的统计，2009-2016年共计发生融资事件493起，其中2015年国内在线旅游的投资案例为188起，创造了纪录。比2014年所创造的122起纪录，增加了54%。但进入2016年，投资事件急剧下滑，2016年上半年投资事件仅为57起。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

旅游行业共计融资260亿元，IPO仅3家

根据研究中心的统计整理，从2009到2016年的6月份，总共在在线旅游行业的投资案例为493起。投资总额为259.92亿元人民币。要高于社交网络的40亿美元融资额，远低于国内团购行业的69亿美元投资额度。

从投资阶段上来看，在线旅游行业 and 社交网络、团购行业类似。早期的投资项目很多，但到了中后期，能够存下来的项目就寥寥无几了。

从下面的图表可以看出，天使轮和A轮的项目总共有422例，占总投资案例的85%。进入D轮和E轮的项目才只有11个，IPO的项目只有3个。在新三板挂牌的7家企业中，只有1家进入了创新层，5家还是协议交易，流动性不足。

品牌名称	挂牌名称	挂牌时间	是否进入创新层	转让类型
住百家	住百家	2016.4.22	否	协议
百程旅行网	百程旅游	2016.4.22	否	协议
龙腾出行	龙腾出行	2015.12.7	否	协议
驴妈妈旅游网	景域文化	2015.12.17	否	协议
我要去哪儿	我要去哪	2015.11.11	否	协议
路骋国旅	路骋国旅	2014.11.17	否	做市
差旅天下	差旅天下	2014.1.24	是	做市

数据来源：全国股转系统公司，中国股权转让研究中心整理

产业投资成为在线旅游资金的重要来源，被投资企业不一定会单独IPO

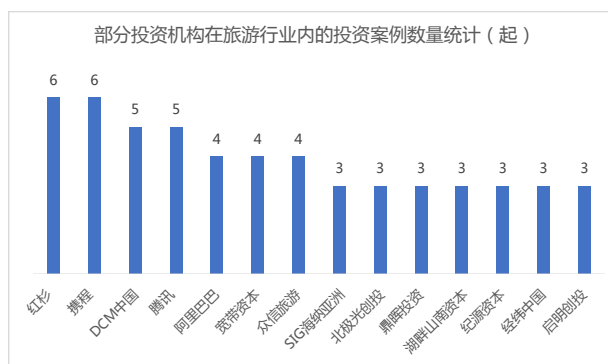
不论从行业交易规模的发展增速，还是从投资案例的增速来看，今后几年仍是在线旅游行业投资高速增长的时间。但，通过IPO退出的项目却不一定会增加。研究中心从投资在线旅游行业的机构这个角度给大家分析出原因。

从图表中可以，与其它行业不同，投资在线旅游行业的机构，除了常规的投资机构之外，还有很多产业投资机构。如，携程、众信旅游、腾讯、阿里巴巴。单纯从投资案例的数量上来看，这些产业投资者已经占据主导的位置。

他们投资的并不是财务回报，而是协同他们的主业，产生协同效应。如果是这样的话，所投资企业发展到一定程度，不一定会单独IPO，很有可能通过股票换股权，实现公司变相上市。

*阿里巴巴所投资的项目还包括湖畔山南资本所投资的项目，因为湖畔山南资本的合伙人本身也是阿里巴巴的合伙人。

除此之外，已经IPO的4家在线



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

公司名称	所投资的项目
携程	途家网（B、C、D轮），同程旅游，途牛网，快捷酒店管家
腾讯	面包旅行，同程旅游（B、C、E轮），我趣旅行

旅游公司，携程、艺龙、去哪儿、途牛、众信也进行着以携程为主导的行业整合。可以相信，除非在某个垂直领域，否则不太会有OTA类的在线旅游公司独立IPO。

创业公司或迎来倒闭潮

2015年以来，随着竞争加剧，资本趋冷，越来越多公司因为行业毛利低、资金消耗快、持续融资能力差而不得不宣布倒闭。有业内人士指出，2016年开始，在线旅游行业将可能迎来创业公司倒闭潮，投资者进入该行业需更为谨慎。

总结：

职业梦（金融老编辑）

1.在线旅游投资在2015年已经进入顶峰期，后续融资状况将更为严峻。

2.财务投资者在该行业的投入会越来越谨慎，产业投资者或将成为该行业的重要整合者，这些投资将不仅仅发生在一级市场，还会更多的发生在二级市场。如携程对艺龙、去哪儿、众信的投资。

3.从退出角度来看，过去旅游行业给投资人带来的回报并不乐观；现阶段早期投资的风险在加大，综合性的旅游服务平台可能很难再有投资机会，在十分垂直细分的领域可能存在少量机会，但难以独自长大成为潜在上市公司。

投资途牛，戈壁创投通过股权转让提前锁定收益

目前最近的一次在线旅游行业项目IPO退出还是2014年5月份的途牛在NASDAQ上市。潜力股把途牛IPO退出的情况整理一下。这个案例再次验证了，潜力股所提倡的观点，**适时退出，锁定收益，可大大提高IRR，降低风险。**

途牛网A-D轮的投资情况：

轮次	时间	投资方	投资金额 (\$)	获得的股份	每股平均价格 (\$)	备注
A	2008.8	戈壁投资	2,000,000.00	20,000,000	0.1000	

公司名称	所投资的项目
众信旅游	6人游旅行网，悠哉旅游网，穷游网，要出发旅行网
阿里巴巴*	穷游网（B、C轮），游友移动，百程旅行网，在路上

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

时间	事件
2015.5.22	携程收购艺龙37.6%股份，成为第一大股东
2015.10.27	携程与百度换股，携程拥有去哪儿网45%的投票权
2016.3	携程战略投资众信旅游，持股5.07%
2014-2015	携程从途牛IPO时，就开始对其投资，共进行了3轮

数据来源：互联网，相关上市公司所发布的公告，中国股权转让研究中心整理

时间	事件
2016.6	淘在路上宣布破产清算
2016.5	市场传言麦兜旅行倒闭，但公司发布公告否认
2015.2	千夜旅游网倒闭
其他公司	旅付通、拒宅网、脚丫旅游网、找好玩、周五旅游网、徒步狗旅行、哪旅游网、果冻旅行、中国好导游、旅途求助、壹游出境网、步旅网

数据来源：互联网，中国股权转让研究中心整理

轮次	时间	投资方	投资金额 (\$)	获得的股份	每股平均价格 (\$)	备注
B	2009.12	DCM	6,000,000.00	17,251,292 ⁽¹⁾	0.3478	
B	2009.12	戈壁投资	1,500,000.00	4,312,823	0.3478	
C	2011.3	DCM	5,000,000.00	2,864,673	1.7454	
C	2011.3	红杉	25,000,000.00	14,323,364	1.7454	
C	2011.3	日本乐天	10,000,000.00	5,729,346	1.7454	
C	2011.3	高原资本 ⁽²⁾	5,000,000.00	2,864,673	1.7454	
	2011.3	公司	5,000,000.00	2,864,673	1.7454	公司回购戈壁投资所持有的部分A轮优先股。
D	2013.8	淡马锡	50,000,000.00	18,142,893	2.7559	
	2013.8	DCM	10,000,000.00	3,628,579	2.7559	DCM从戈壁投资购买其所持有的部分A轮优先股。

数据来源：途牛网的招股说明书，中国股权转让研究中心整理

(1) 按照招股说明书B轮融资的总额及每股价格计算，与招股说明书中B轮优先股总数有出入。这里采用总价、单价计算值所得。

(2) 招股说明书披露C轮有4家机构投资者进入，同时，在招股说明书中，只能确认3家。高原资本是通过新闻稿得知的，还要确认。

2014年5月9日，途牛在NASDAQ上市，发行价为\$9/1 ADS，1 ADS = 3股普通股。IPO之前所有股东所持有的普通股和优先股均按1:1转换为Class B普通股。

投资方	IPO之前的持股数	累计投资金额 (\$)	平均持股价格 (\$)	折算成ADS后的价格 (\$)	IPO的退出回报倍数	累计投资时间	IRR
戈壁投资	17,819,571	-11,500,000.00			18.6	5年9个月	67.78%
DCM	26,079,512 ⁽¹⁾	21,000,000.00	0.805	2.416	2.7	4年5个月	34.48%
红杉	14,323,364	25,000,000.00	1.745	5.236	0.7	3年2个月	18.24%

数据来源：途牛网的招股说明书，中国股权转让研究中心整理

(1) 这里采用招股说明书中，所标明的DCM所持有的股份数，而非其通过投资总额、单价计算得到的。

戈壁创投在A轮和B轮共投资350万美元，在IPO之前通过股权转让收回现金1500万美元，还剩接近1800万股股票。通过股权转让，戈壁创投提前收回了成本，锁定了收益，并且有富余资金投资到其它项目中。

由此可以看出，提前卖掉部分股份，对于知名项目，知名机构来说也是十分正常的事情。

生鲜电商行业：吸金170亿元，何时退出成难题

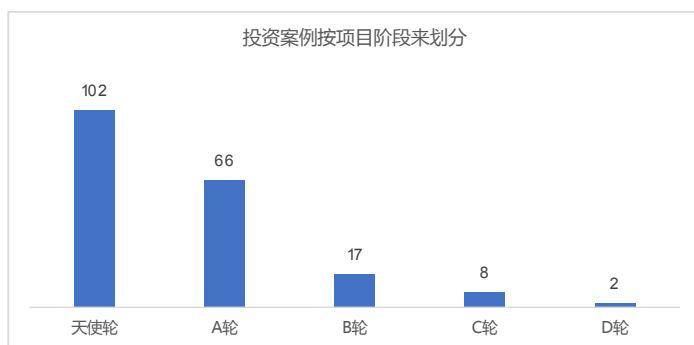
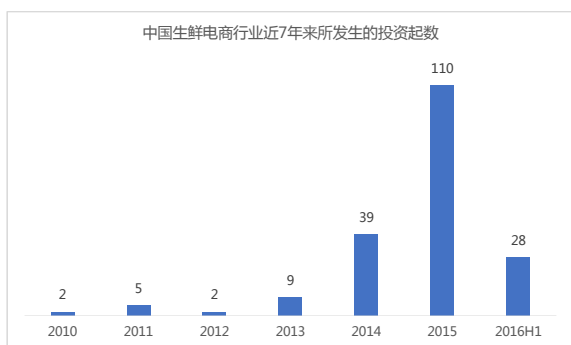
—国内生鲜电商行业投资退出研究报告

在本篇文章中，中国股权转让研究中心将对国内生鲜电商的投资退出情况做一个介绍。在过去几年中，国内生鲜电商行业吸引了众多融资，然而由于行业的特性使得这个行业的竞争异常激烈，投资失败案例层出不穷。

资金纷纷涌入：2015年每3天就会发生一起生鲜电商的投资案例

研究中心认为，2014年5月和9月，国内2大电商平台京东和阿里巴巴分别在美股上市之后，国内电商领域平台类的一级市场投资机会已经不存在了，剩下的就只有垂直电商领域中的机会。而这些垂直领域中，电商化比例最低、频次最高的，可能就是生鲜电商了。据《2015年中国生鲜电商市场研究报告》预计，2018年我国生鲜电商市场规模将突破千亿元大关。频次高、价格不低，这就是为什么资本和创业者都纷纷涌入的原因。

2010年至2013年，4年间生鲜电商领域的投资案例只发生了18起。但是2014年当年就发生了39起，到2015年全年居然有110起。也就是说，平均下来，**2015年每3天就会发生一起生鲜电商的投资案例**。但是好景不长，到了2016年，发生在生鲜电商领域内的投资案例急剧收缩。至于其中的原因，研究中心会在后面的章节中给大家解释。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

生鲜电商行业的投资泡沫化

195起投资案例，总投资额为169.3亿元。其中绝大部分投资发生在2014和2015两年内。

生鲜电商行业的投资结果惨烈

在上面的195起投资案例中，绝大部分都集中在天使和A轮，进入到C轮、D轮的投资案例才10起，C轮/天使的比例在8%，**D轮/天使比例是2%**。

险峰华兴和红杉接连投资了6家生鲜电商企业

与社交网络、团购领域不同，在生鲜电商的投资案例中，人民币基金比美元基金投得更积极。险峰华兴参与了7起投资案例，投资了6家生鲜电商企业。另外2家人



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

民币天使基金，梅花天使和真格基金，也各自投资了6家企业。

BATJ们押宝各自看重的生鲜电商黑马

这么大的市场，当然少不了巨头BATJ们的参与。他们不仅自己在布局生鲜电商，如阿里巴巴的喵先生，京东的京东生鲜等，也同时在投资布局，阿里投了易果生鲜、盒马鲜生，腾讯投了每日优鲜、京东投了天天果园，百度投了中粮我买。

公司	投资标的	标的所处的阶段	最近一次融资时间	其他参与的投资机构
百度	中粮我买网	C轮	2015.10.21	赛富基金、IDG资本、阳光融汇资本、泰康人寿、云龙资本
阿里巴巴	易果生鲜	C轮	2016.3.28	小村资本、KKR
	盒马鲜生	A轮	2016.3.6	
腾讯	每日优鲜	B轮	2016.4.28	光信资本、远东宏信远翼投资、华创资本、浙商创投、元璟资本
京东	天天果园	D轮	2016.3.29	海纳亚洲、锆明投资、上海国际创投

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

生鲜电商的寒冬也许来得太早

然而，研究中心觉得，和其他行业热闹好一阵再变冷不同，生鲜电商的冬天来得好像快了点。从前面的图表可以看到，2016年上半年生鲜电商急转直下，投资案例比2015年同期锐减了50%。

而重要原因可能就是止不住的“流血”。根据艾媒咨询的数据显示，生鲜电商目前有4000多家企业，其中88%的企业都在持续亏损，**盈利仅占1%**，基本持平的占4%，7%则处于巨亏状态。

同样，业内一些知名企业的或关门、或裁员、或清算的现状也着实印证了这一点。

公司	现状
美味七七	2014年5月，获得亚马逊中国2000万美元的A轮融资，并成为亚马逊中国生鲜领域的战略伙伴 2016年4月，因资金链断裂暂停营业并关闭官网
青年菜君	2015年3月，获得来自联创策源、中国平安（平安创新投）和真格基金的B轮融资 2016年7月，爆出新一轮投资方“跳票”，拖欠员工工资，创始人负债400万元发薪，公司濒临破产清算。
天天果园	2016年3月29日，获得上亿美元的D轮融资，投资方没有透露 2016年7月，公司将北京、上海、广州等地的门店全部关闭。

公司	现状
爱鲜蜂	2015年5月23日，获得7000万美元的C轮融资 2016年7月，爆出大面积“劝退”员工，计划从1100人缩减到700人在此之前，已经有多位VP级人员离职
沱沱工社	沱沱工社是纳斯达克上市公司“九城关贸”的旗下公司 2016年6月30日，在公司工作了4年的CEO宣布离职 外部估计，离职原因是，沱沱工社无法扭转持续烧钱模式

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

生鲜电商要发展必须解决的三道坎

生鲜电商风险重重，创业投资需非常谨慎。基于研究中心对该行业的理解，由于生鲜食品的非标属性，生鲜电商企业如果要想成功，必须跨过三道坎。

1.目前生鲜电商化大概在2%左右，远低于普通消费商品的电商化率12%。看起来是机会，但也是挑战。挑战在于，为了引流，企业不得不给提供大量的补贴。这也是为什么行业内88%的企业持续亏损的主要原因。1元的桃子卖8毛，还能指望挣钱吗？

2.生鲜电商所必须的冷链物流建设成本较高

为了保证生鲜食品的保鲜程度，冷链物流是生鲜电商比不可少的。从头建设冷链物流的成本是非常高的，即便租用第三方冷链物流，价格在目前也是不菲的，难度是非常大的，也不是嚷嚷互联网思维就能解决的。

3.同质化竞争严重，使得价格成为目前唯一的竞争点

目前知名的生鲜电商网站所提供的产品和服务同质化严重，顾客在选购的时候，价格成为唯一的区别，哪家优惠哪家买，没有用户忠诚度，所以让商家就只能不断打价格战。

170亿元的投资如何退出

说到底，投资是为了退出。生鲜电商行业内88%的企业都在持续亏损，盈利的只占1%。短时间很难看到王者的出现。但投出去的170亿元如何退出是投资人无法回避的问题。

在生鲜电商领域出现下一个IPO，根据研究中心的看法，感觉几率不大。上美股，如果光做生鲜电商不挣钱，没法对华尔街讲故事。上A股，没有利润，这是不可能的？如果指望挂牌新三板，短期内套现退出，困难很大。

卖老股是投资退出的唯一出路

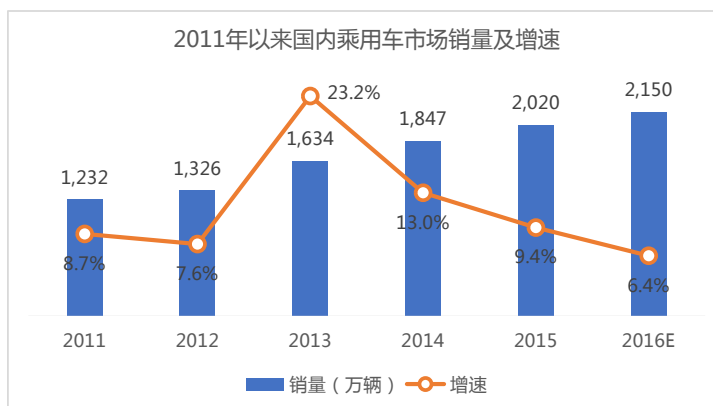
或者整体收购，或者部分收购，并入BATJ，或者其他上市公司或者产业集团去。这也许对于当前生鲜电商企业及其背后投资人的最好退出选择了。

汽车交通-1：美元基金更青睐国内的二手车和汽车金融市场

—国内汽车交通行业投资退出研究系列报告之一—

本篇文章是中国股权转让研究中心发表的关于国内泛TMT行业投资退出研究系列文章之一。这次研究的重点是与汽车交通相关的细分垂直领域。由于汽车交通涉及的领域广、市场规模巨大，因此，我们将分3部分对其进行研究。本篇文章主要聚焦在新车电商，二手车电商和汽车金融上。下一篇主要关注交通出行，最后一篇文章侧重于汽车后市场和车联网。

在进入本篇文章所关注的3个细分市场之前，我们先看一看国内整个汽车行业所处的状态。下图是2011年以来国内乘用车市场销量和增速。目前，在互联网上进行交易的汽车主要是乘用车。



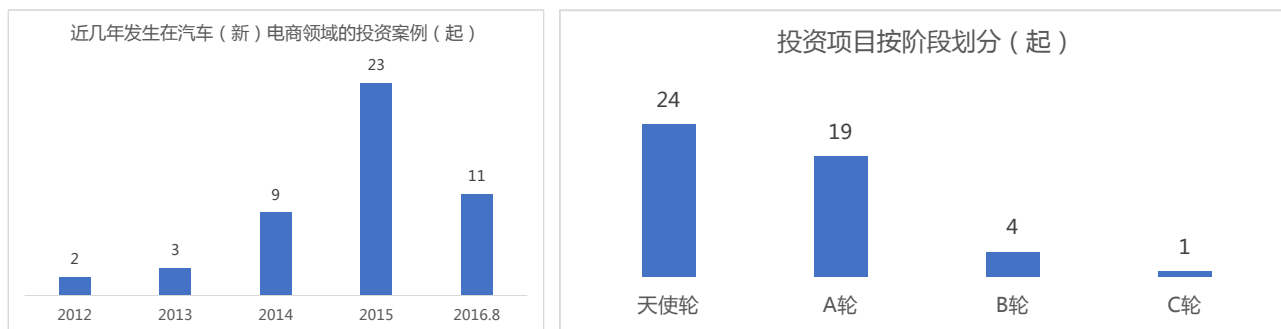
数据来源：全国乘用车市场信息联席会，中国股权转让研究中心整理

作为对比，我们从互联网上找到了美国的数据。2015年美国汽车总销量创纪录地达到了1747万辆。这里的1747万辆车，不仅包括乘用车，还包括皮卡等商用车。相应的，2014年中国汽车总销售为2349.19万辆。美国汽车销量的上一个记录还是2000年创下的1741万辆。中国无疑是当今世界上汽车第一销售大国。

1. 万亿的新车销售市场，美元基金却鲜有参与

1.1 新车电商累计投资案例48起

每年上万亿元销售额的新车销售市场肯定不会缺互联网企业的进入。根据统计数据，潜力股发现，截至2016年8月，在汽车电商领域发生的投资案例有48起。总投资额为32.8亿元。其中，23起，近一半是在2015年发生的。这也和上面乘用车销售量的变化相吻合。**2015年国内乘用车的销量突破2000万辆。**



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

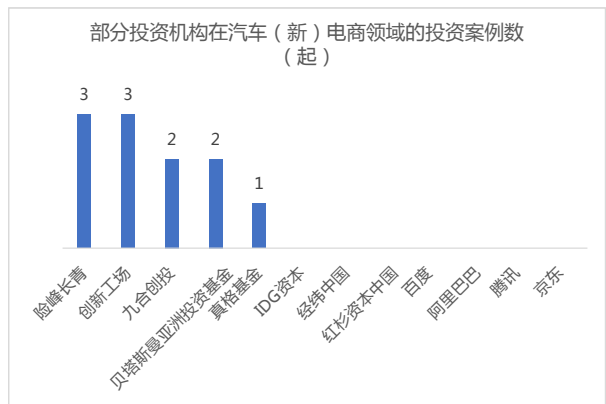
由于项目的投资高峰期在2015年，因此，更多的项目还处在早期发展阶段。

如果从进入汽车电商的投资机构来看的话，研究中心发现，投资机构更多是国内的人民币基金。**以往热衷于投资消费升级和互联网电商的美元基金却鲜有投资。**

不仅如此，就连国内的BAT和京东在汽车电商领域也没有在一级市场进行投资。他们只对已在美国上市的易车网进行了二级市场的战略投资。

1.2 万亿的新车电商市场，阿里却已退出

2016年3月，阿里巴巴宣布不再销售整车，将汽车业务重心转向汽车金融市场，并做好车主服务。阿里巴巴的汽车事业部在2015年4月才成立，当时的目标是提供全链路汽车电商O2O一站式服务。并在2015年8月，与永达汽车签署了汽车互联网战略合作协议。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

除了阿里之外，已经获得了融资的新车电商有的已经关闭，或已转型。

时间	公司	金额	投资方
2015.1.11	易车商城（易车网）	15亿美元	京东、腾讯
2016.6.6		3亿美元	腾讯、百度、京东

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

公司	融资情况	现状
车风网	2014.5.11, 天使轮, 数百万人民币 2015.3.1, Pre-A轮, 1000万元 2015.5.8, A轮, 6000万元, 腾信股份 2015.7.15, B轮, 5亿, 腾信股份	2016年8月初, 公司宣布倒闭。
小马购车	2014.8.1, 天使轮, 250万美元 2015.1.23, A轮, 1000万美元 2016.4.22, B轮, 1500万美元, 执一资本、联创策源、乾源资本	2015年11月, 传出公司因融资问题而遣散员工, 比例占到70%, 其中包括技术团队
买好车	2014.9.15, 天使轮, 300万美元, 创新工场 2015.7.23, A轮, 亿元及以上人民币, 北极光创投、创新工场	2016年5月, 公司CEO宣布, 公司进行战略转型, 由to C转为to B, 不再亲自卖车, 转变为经销商服务, 提高经销商的效率。

数据来源：IT桔子，互联网公开信息，中国股权转让研究中心整理

1.3 网上卖新车也许就是一个伪命题

热衷消费升级和互联网电商的美元基金在汽车电商的投资中不见身影、阿里巴巴从销售整车中激流而退，这也许说明，在一级市场，投资新车电商并不是一个明智的选择。

经过这么多年的发展，新车电商本身仍然面临着诸多问题无法解决。

1. 电商如果自建库存的话，本身汽车单价就高，而且，为了给用户提供一定的选择余地，电商不得不增加库存的种类。这无疑增加了公司的资金压力。前面提到的车风网，促使其倒闭的一个重要原因就是库存过大，资金周转不灵。

2. 汽车的物流十分昂贵。这限制了汽车电商在区域上的扩张。

3. 汽车除了购买之外，售后服务也需要配套。汽车电商在这一点上落后于传统的汽车4S店。

目前已经获得多轮融资的车惠网和团车网，之所以还能够运营，是因为他们走的是“轻资产”路线。2家公司均是以团购的形式组织消费者到当地的合作的汽车4S店购车，以规模效应给消费者提供低价优惠。

买新车本身就是一个低频消费，再加上一个团购的模式，这无法支撑一个很高的估值。所以，短期内，在汽车电商领域，研究中心预测不会出现IPO上市的项目。

公司	融资情况
车惠网	2014.1.1, A轮, 数百万人民币, 中国平安(平安创新投) 2015.1.30, B轮, 数千万美元, 兰馨亚洲
团车网	2012.1.1, 天使轮, 数百万人民币, 险峰长青 2013.1.1, A轮, 数百万美元, 贝塔斯曼亚洲投资基金 2014.6.24, B轮, 数千万美元, 贝塔斯曼亚洲投资基金, 险峰长青 2015.7.24, C轮, 数千万美元, 高原资本, 联创永宣

数据来源: IT桔子, 中国股权转让研究中心整理

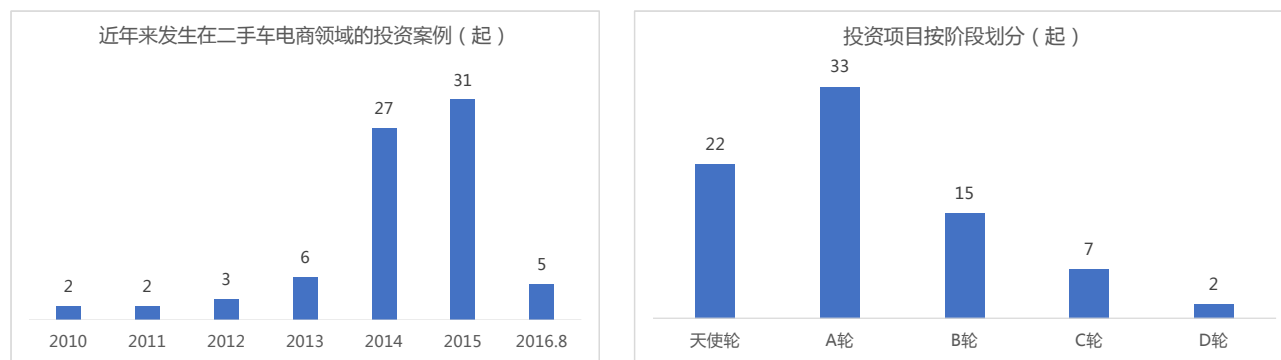
2. 资本市场更看好二手车交易，下以巨注

2.1 二手车累计投资135亿元

在讲完了新车电商之后，我们再向大家介绍一下二手车电商的投资情况。

据普华永道报告显示，国内汽车保有量在2020年将达到2.5亿辆，其中二手车交易将达2000万辆，二手车市场的交易额达1.5万亿。

面对高达万亿的交易规模，不论是电商本身，还是投资机构都在跃跃欲试。从2010年开始，截至到2016年8月份，在二手车电商领域共发生了76起投资案例，总投资额为135.4亿人民币。



数据来源: IT桔子, 中国股权转让研究中心整理

和新车电商相比，有更多的标的进入了后面的融资轮次。

有些项目尽管只融到了A轮或B轮，但其背后的投资者对二手车市场势在必得，投以巨资。这都反映了投资人对二手车领域的看好。

公司	融资情况
瓜子二手车直卖网	2015.11.25, 天使轮, 6000万美元 2016.1.31, A轮, 2.05亿美元, 红杉资本中国, 光信资本、山行资本、微光创投
车猫二手车(车猫网)	2014.6.18, A轮, 3000万人民币, 元璟资本 2015.8.21, B轮, 12亿人民币, 浙富控股、元璟资本
车置宝	2014.9.1, A轮, 1000万美元, 戈壁投资 2015.8.10, B轮, 3亿人民币, 昆吾九鼎投资、毅达资本、戈壁投资
丰顺路宝	2016.2.22, A轮, 4500万美元, 高桐资本、盛世投资、君联资本
好车无忧	2014.6.1, 天使轮, 数百万人民币, 梅花天使创投 2014.12.29, A轮, 2000万美元, 经纬中国、源码资本等4家机构 2015.11.11, B轮, 5000万美元, 源码资本、凤凰祥瑞等6家机构

数据来源: IT桔子, 中国股权转让研究中心整理

其余的已经进入后面融资阶段的项目有

公司	融资情况
车易拍	2011.10.1, A轮, 500万美元, 晨兴资本 2013.3.1, B轮, 2000万美元, 经纬中国、晨兴资本 2014.2.1, C轮, 5000万美元, 红杉资本中国、经纬中国等5家投资机构 2015.2.6, D轮, 1.1亿美元, 人人公司、红杉资本中国、经纬中国、晨兴资本
车王二手车	2011.11.11, A轮, 数千万人民币, 君联资本 2012.3.20, B轮, 1500万美元, 易车网、君联资本、SIG海纳亚洲 2014.1.15, C轮, 数千万美元, 贝雅资本、愉悦资本、掌上灵通 2014.12.15, D轮, 1亿美元, 雄牛资本、基石资本、盘古创富等5家投资机构
优信拍-优信二手车	2013.4.1, A轮, 3000万美元, 君联资本、DCM中国、贝塔斯曼亚洲投资基金、腾讯 2014.9.1, B轮, 2.6亿美元, 华平投资、老虎基金(中国) 2015.3.18, C轮, 1.7亿美元, 百度、Coatue Management
人人车	2014.7.1, A轮, 500万美元, 红点投资 2014.12.26, B轮, 2000万美元, 联创策源、顺为基金、红点投资 2015.8.3, C轮, 8500万美元, 腾讯、顺为基金、联创策源
大搜车	2012.12.1, A轮, 数百万美元, 晨兴资本, 源渡创投 2013.9.1, B轮, 数千万美元, 红杉资本中国、晨兴资本、源渡创投 2015.4.21, C轮, 2649万美元, 神州租车
273二手车-车友网络	2010.1.1, A轮, 数百万美元, 晨兴资本 2014.8.16, B轮, 数千万美元, IDG资本、创新工场、58同城、晨兴资本 2015.7.15, C轮, 1.65亿人民币, 金固股份
51汽车	2006.3.1, A轮, 540万美元, 德同资本 2008.4.1, B轮, 450万美元, 德同资本 2015.1.22, C轮, 3000万美元, 软银中国、SIG海纳亚洲、方广资本、德同资本

数据来源: IT桔子, 中国股权转让研究中心整理

2.2 晨兴资本发飙，誓要投出二手车电商中的“阿里巴巴”

与上面的新车电商的情况大不相同，在二手车电商领域，美元基金的投资热衷程度空前高涨。许多基金都投资多个项目。值得一提的是，晨兴资本。在已经统计的76起投资案例中，晨兴资本参与了10起！看样子，晨兴资本誓要投出二手车电商中的“阿里巴巴”。

2.3 未来1-2年，二手车市场中会出现IPO

资本的嗅觉向来是灵敏的。与汽车电商中的过于冷淡的情形不同，二手车电商领域的投资热火朝天。资本之所以愿意如此大手笔地去投资，是因为他们看到这个领域是会出现IPO项目的。

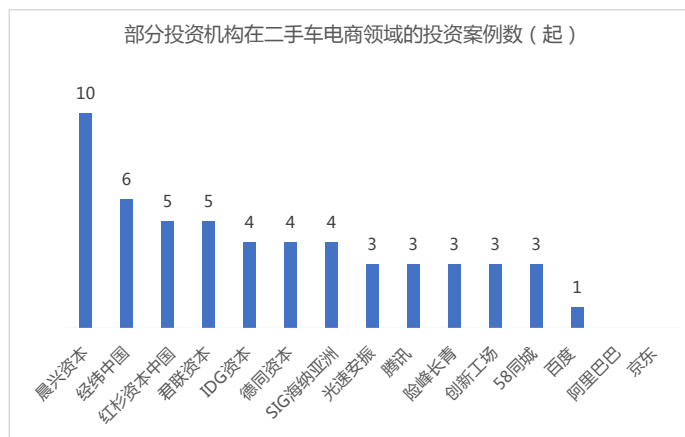
正是因为如此，投资机构目前就开始大手笔地进入这个领域，不是以往的“看看、投投”的方式。根据从平台电商的投资经验，这些投资者知道只有最快做大的公司才能够存活下来，才能够成为最后的赢家。所以，他们一上来就“all-in”，像前面提到的瓜子二手车直卖网，投资人在前期就提供了大量的筹码供企业去“烧钱”，获得市场规模。

可以说，二手车领域目前一级市场的投资局势已定。至于，到最后鹿死谁手，就要我们拭目以待了。根据目前的新闻报道，经过了D轮融资的车王二手车已经在2016年1月份实现“整体盈利”。并有消息透露，公司计划2年之内在A股上市。对于其他的几家，如瓜子二手车、人人车、优信二手车等，在投中人提供的充足弹药下，他们也不会坐以待毙。一场激烈的大战或已拉开了帷幕。

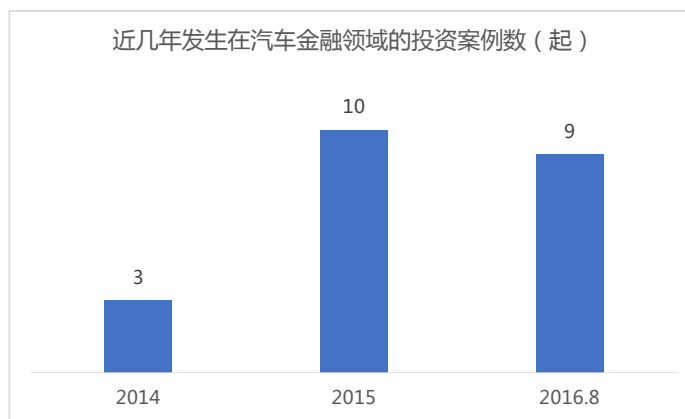
3. 真正的大佬也许都在做车贷

前面提到过，阿里巴巴已经放弃卖整车，并将业务重心转移到汽车金融。也许，汽车金融才是资本大佬真正看重的。

对比新车电商和二手车电商，2016年的投资案例数与2015年相比都在减少，但在汽车金融领域却是增加的。截至到2016年8月中，完成的投资案例9起。而，2015年全年才完成了10起。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

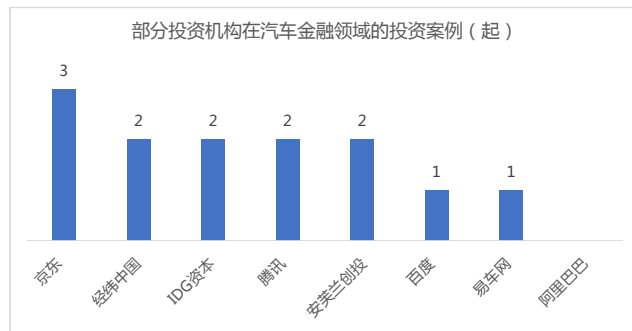
领域	投资案例数（起）	总投资额（亿元）	平均单个投资额（千万元/起）
汽车电商	48	32.8	6,833
二手车	76	135.3	17,803
汽车金融	22	70.3	31,955

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

在汽车金融领域每个投资案例的平均投资额为3.2亿元，接近二手车平均投资额的2倍！

除了前面提到的阿里巴巴要进入汽车金融领域之外，BAT们的其它家也大手笔地投入这个领域。京东就投资了3次，投资了2个企业，OK车险和易鑫资本。

如果说在二手车领域，我们预测在未来1-2年会出现企业上市的话，在汽车金融领域，也许会诞生新的金控集团。美国汽车巨头GM、Ford在其鼎盛时期，其大部分的盈利都是其汽车金融部门提供的，也就是说，**造汽车的是靠放车贷来挣钱的！**鉴于这种情况，国内的汽车金融公司肯定不会把上市作为他们的最终目标，他们想要的是从汽车金融开始，结合汽车保险，成为一个金控集团。如果真是这样的话，汽车金融一级市场的故事才刚刚开始。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

汽车交通-2：1200亿资金投向了国内的交通出行领域

—国内汽车交通行业投资退出研究系列报告之二

中国股权转让研究中心在上周发表了汽车交通领域投资退出研究报告的第1篇，覆盖了3个细分领域：新车电商、二手车电商和汽车金融。本文是系列文章的第2篇，聚焦于国内的交通出行领域。

交通出行领域的市场规模超过6000亿元，这个领域所吸收的投资金额要远远多于汽车交通领域的其它几个细分。谁才是这个市场最大的赢家，又有哪些机构在这个领域可能并没有赚到钱，是一个有意思的话题。虽然这个领域的竞争还未到终点，但从半场局势来看，也颇有几分端倪。

1. 为什么投：6000亿+高频

投资人为什么如此热衷交通出行领域的投资，其实关键因素就两个：市场规模巨大、频次高。按照互联网的投资逻辑，大行业才能出大公司；而高频则相当于流量入口。

这里所说的交通出行主要包括：出租车、专车、租车、代驾这4种出行方式。从各种数据汇总来看，研究中心认为交通出行领域规模大约为6000亿元：

●出租车：根据国家统计局的数据，2014年国内中心城市出租汽车载客运营里程6204401万公里，其中载客里程4281881万公里，如果按照每公里3.5元的价格计算，2014年国内出租车市场规模约为1498.7亿元。

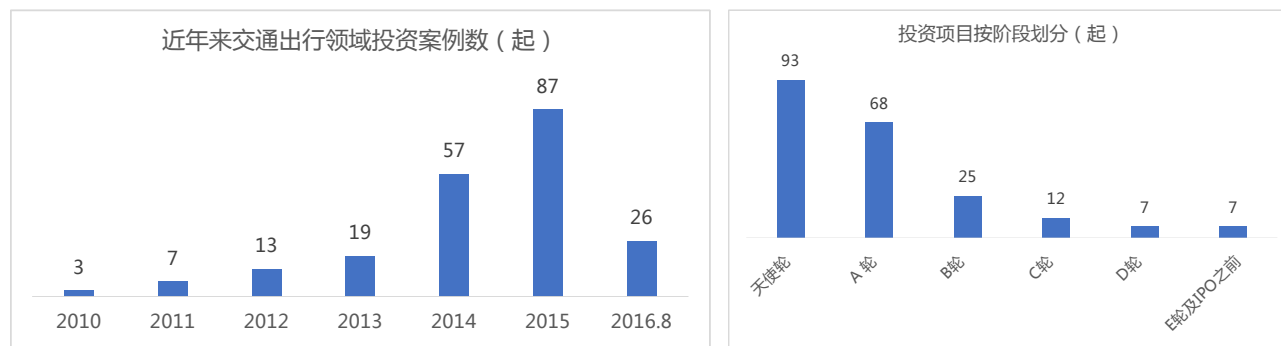
●专车：根据2015年7月，中金公司发布的《出行新秩序-中国专车行业分析报告》，国内专车市场空间近4000亿元。

●租车：根据前瞻产业研究院，2016年4月份的报告，国内汽车租赁市场规模在2016年预计为497亿元。

●代驾：根据交通行业市场调查分析报告所提供的数据，2015年中国代驾应用市场交易规模将达26.9亿元，2016、2017年将分别达到52.5亿元和92.5亿元。

2. 交通出行行业共计投资金额1200多亿元

研究中心统计，从2010年到2016年8月，在交通出行领域，共发生了212起投资案例，投资总额1274.2亿元人民币。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

在资本的疯狂追逐下，交通出行中一些项目已经进入了投资的后期阶段。

除了滴滴出行，以及已经IPO的一嗨租车，在新三板挂牌的神州专车之外，进入C轮和D轮融资的企业还包括：

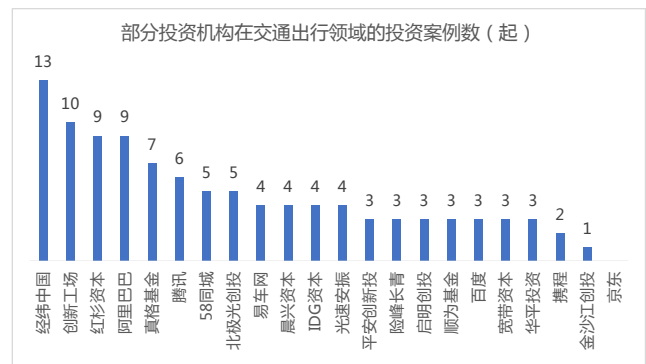
C轮	e代驾	嗒嗒巴士	易到用车
	PP租车	爱代驾	车来了
	天天用车	51用车	
D轮	e代驾	嗒嗒巴士	易到用车

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

e代驾、嗒嗒巴士和易到用车是交通出行领域有潜力发展壮大的另外3家企业。投资人已经用自己的资本进行了投票。

3. 投资机构纷纷在交通出行领域布局

研究中心整理了投资机构在交通出行领域的投资情况如下图所示。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

3.1 经纬中国先后参与了13起投资案例

200多起投资案例，1200多亿元的投资总额。在这其中，不同投资机构的投资风格也可从中窥见一斑。下面，研究中心就将国内6家知名投资机构在交通出行领域中的投资案例一一列了出来。

投资机构	被投资企业	投资轮次	后续融资
经纬中国	快的打车	A+, B轮	2015.2, 快的与滴滴合并
	e代驾	天使轮、A轮、B轮、C轮、D轮	2015.5, D轮
	凹凸租车	A轮、B轮	2016.7, B+轮
	租租车	天使轮、A轮	2016.5, B轮
	ETCP停车-悦畅科技	Pre-A轮、A轮	2016.8, B轮
创新工场	哈哈拼车	A轮、B轮	2014.8, B轮
	51用车	A轮、B轮	2015.3, C轮
	天天用车	A轮	2015.4, C轮
	快巴汽车票	A轮	2015.12, A轮
	易到用车	B轮	2014.9, D轮
	成都移花互动科技	天使轮	2011.10, 天使轮
	路况电台	天使轮	2012.8, 天使轮
	考拉班车	天使轮	2015.6, 天使轮

投资机构	被投资企业	投资轮次	后续融资
红杉资本中国	瑞卡租车	A轮	2016.2, 首汽租车收购瑞卡租车的40%股权
	摇摇招车	A轮	2012.4, A轮
	PP租车	A轮、B轮	2015.9, C轮
	51用车	B轮、C轮	2015.3, C轮
	哈哈拼车	B轮	2014.8, B轮
	天天用车	B轮、C轮	2015.4, C轮
北极光	嗒嗒巴士	A轮、B轮、C轮	2016.2, D轮
	惠租车	A轮、B轮	2016.6, B轮
IDG	嘀嗒拼车	A轮、B轮	2015.5, B轮
	PP租车	A轮、B轮	2015.9, C轮
金沙江	滴滴出行	A轮	2016.6, 第11轮融资

数据来源: IT桔子, 中国股权转让研究中心整理

经纬中国参与了13起投资案例, 投资了5家企业。除了快的的合并、以及e代驾之外, 其余的3家企业都在今年进行了下一轮的融资。

金沙江只投资了1家企业, 滴滴出行。但滴滴出行给金沙江所带来的收益估计会超过其它任何一起投资案例。

3.2 交通出行的投资盛宴少不了BAT们的身影

6000多亿元的市场规模, 时时刻刻存在的高频消费, 支付入口, 社交功能这一切无不吸引着国内的BAT们。但是, BAT们进入这个领域也有着自己的打算。

投资机构	被投资企业	投资轮次	投资机构	被投资企业	投资轮次
阿里巴巴	快的打车	A, B, D轮	58同城	宝驾租车	天使、A轮
	滴滴出行	参与两轮融资		58汽车陪练	天使、A轮
	车来了	A轮、B轮		e代驾	C轮
	神州专车	C轮	百度	Uber	A轮
	接我云班车	Pre-A轮		51用车	C轮
	滴滴打车	连续5轮投资		天天用车	C轮
腾讯	亿车科技	A轮	携程	易到用车	C轮
				一嗨租车	E轮

数据来源: IT桔子, 中国股权转让研究中心整理

- 阿里和腾讯投滴滴，初期更多的目的是推广彼此的支付功能；后来的加注则是对该项目的持续看好；
- 百度投资了优步，晚市场半拍，更多是因为滴滴已经与之无缘；
- 58同城更多在围绕同城业务布局；
- 携程投资了易到和一嗨，一家上市一家收购，应该都完成退出了吧。
- 京东则在该领域没有任何布局。

4. 1200亿中的75%的钱投给了快的、滴滴和优步中国

标的企业	融资情况
快的	2012.12.1, 天使轮, 数百万人民币, 阿米巴资本
	2013.4.1, A轮, 400万美元, 阿里巴巴
	2013.10.13, A+轮, 400万美元, 经纬中国
	2014.4.12, B轮, 数千万美元, 阿里巴巴, 经纬中国
	2014.10.18, C轮, 亿元及以上美元, 老虎基金
	2015.1.15, D轮, 6亿美元, 阿里巴巴, 老虎基金, 软银中国
融资总额约为: 55亿元	
滴滴	2012.7.1, 天使轮, 数百万人民币, 天使投资人王刚
	2012.12.1, A轮, 300万美元, 金沙江创投
	2013.4.1, B轮, 1500万美元, 腾讯
	2014.1.1, C轮, 1亿美元, 腾讯、中信产业基金
	2014.12.9, D轮, 7亿美元, 淡马锡、DST、腾讯
	2015.5.27, E轮, 1.42亿美元, 新浪微创投
	2015.7.8, F轮-上市前, 30亿美元, 中投公司等6家机构
	2016.2.24, F轮-上市前, 10亿美元, 北汽产业投资基金等9家机构
	2016.5.13, F轮-上市前, 10亿美元, Apple苹果
	2016.6.13, F轮-上市前, 6亿美元, 中国人寿
2016.6.16, F轮-上市前, 45亿美元, 中国人寿等6家机构	
融资总额约为: 700亿元	
优步	2015.10.9, A轮, 12亿美元, 海航资本、百度
	2016.1.14, B轮, 20亿美元, 海航资本等9家机构
融资总额约为: 200亿元	
合计: 955亿元	

数据来源: IT桔子, 中国股权转让研究中心整理

快的打车，滴滴出行和优步中国这3家网约车出行公司在这几年共融资约955亿元人民币，占所统计阶段内交通出行领域总融资额的75%，产生了巨大的虹吸效应。

资本永远流向获利最大的地方去投资。但如果从更广的角度来看的话，约75%的融资额被3家企业所占有。该领域内的其它企业以及其它领域的投资都将减少，这势必会影响行业内其它企业或其它行业的发展。

5. IPO不一定是唯一的退出路径

目前在交通出行领域IPO的项目有一嗨租车和神州租车。但是，最令人盼望的还是，滴滴出行的IPO。根据潜力股从互联网搜集到的信息来看，滴滴出行预计在2018年在美股上市。

其实，从滴滴出行的发展历程来看就可以看到，IPO并不是唯一的退出路径。滴滴出行先后与快的、优步中国合并。对于快的、优步中国的CEO来说，也许失去了一次在交易所敲钟的机会，但是对于这2家公司的投资人来说，适时退出，也许并不是一件坏事。

交通出行中的绝大多数公司还是互联网技术公司，在今后的一段时间内还会处于亏损，或微利状态。按照目前A股的政策，这些公司是无法在国内IPO的。但是，如果这些公司与他们的竞争对手合并，提供盈利能力，说不定可以加快他们的IPO进程。同时，这些公司背后的投资人通过股权转让退出也不一定是一件坏事。

汽车交通-3：投资汽车后市场，几家欢喜几家忧

—国内汽车交通行业投资退出研究系列报告之三

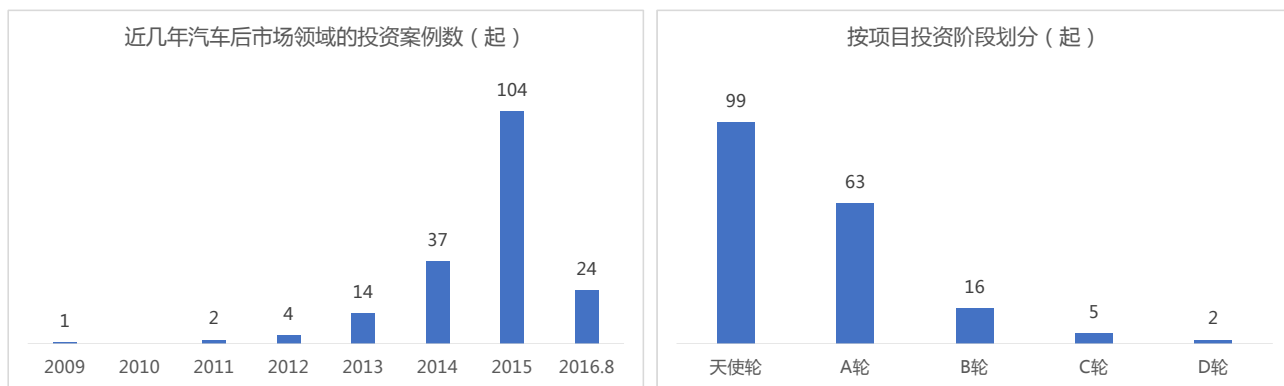
中国股权转让研究中心在前两周发表了汽车交通领域投资退出研究系列报告的前2篇，先后覆盖了：新车电商、二手车电商、汽车金融和交通出行。本篇是关于汽车交通领域的最后一篇。主要是针对汽车后市场和车联网这2个细分领域。

1.汽车后市场

1.1 汽车后市场186起投资案例吸金90亿

根据《2015年中国汽车后市场连锁经营研究报告》中的数据显示，2015年中国汽车后市场规模达8000亿元，同比增长33%。报告同时预测**2018年市场规模有望突破1万亿元**。这是汽车交通领域中的又一个万亿市场。

从研究中心统计的数据来看，从2009年到2016年8月，汽车后市场领域的投资案例186起，总投资额为88.6亿元。其中，**2015年就发生了104起**，占统计数据的一大半！2015年是O2O在投资领域中被火热追捧的一年。许多汽车后服务的公司也努力将传统的汽修、保养等业务与O2O这个投资热点相结合，以博得投资人的眼球和资本。如e洗车、博湃养车等当时红极一时的明星项目。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

由于大部分的投资案例发生在2015年，因此，处于早期阶段的项目占大多数。

1.2同样是万亿的市场规模，汽车后市场吸引的投资额是新车电商的近3倍！

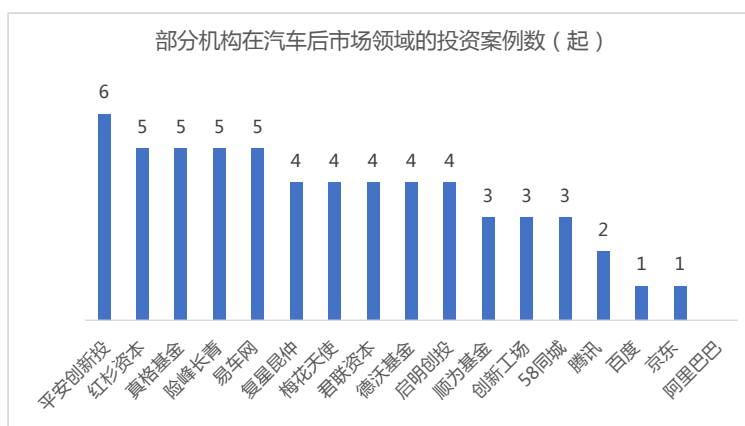
在上一篇文章中，我们提到过国内的新车电商面对的是一个全球排名第一，每年销售超过2000万辆新车的超级万亿市场。但是，新车电商领域在过去四年的时间内，所能吸引到的投资额只有区区的32.8亿元。而汽车后市场在相同的时间内却能够吸引了88.6亿元的投资额，接近新车电商的3倍。除了新车电商本身商业模式的缺陷之外，更大的原因，是在**高频交易**上。

对于中国这么一个发展中国家来说，普通消费者购买新车或二手车属于低频消费。但，汽车保养等消费行为是每5000公里或至少3个月就要做一次的，频率远比购车高得多。同样的逻辑也适用于交通出行领域。**交通出行领域所吸引的投资额为1274.2亿元！**

1.3 经纬中国没有投资任何汽车后市场的项目

根据市场信息披露，经纬中国在O2O领域的布局并不少，但在汽车后服务市场中没有投资任何企业，这让人很是诧异。与之相反的是，在交通出行领域经纬中国却投资了13个案例，5家企业。其中，包括对快的打车的早期2轮投资。

中国平安旗下的平安创新投资了6家汽车后服务企业。研究中心认为，平安创新投更看重的是通过汽车后服务能够和车主搭上关系，最终卖给他们汽车保险。这才是平安投资逻辑中的要点。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

险峰长青投资了5家汽车后服务企业。记得在前面潜力股对生鲜电商行业进行研究的时候就发现，险峰长青投资了6家生鲜电商企业。这里又投资了5家公司。早期投资更是在电商的不同细分垂直领域中寻找机会。

1.4 O2O退潮之后，当初的明星项目也轰然倒下

和其它领域中的O2O公司一样，汽车后市场的初期阶段，大多数公司也是依赖烧钱-用户增加-加大融资的发展路径，但从结果上，也和很多O2O公司一样，忘记商业本质的最后是将自己烧死。

2014年4月创立的博湃养车，号称是中国最大上门保养类创业公司。先后得到创新工场、京东、易车网上亿元人民币的投资，公司估值曾经达到6亿美元。

为了积累用户，该公司曾推出9.9元上门汽车保养服务。但在2015年8月，公司创始人公开表示“上门服务很难实现盈利，公司必须进行转型”。4个月之后，2015年12月14日，公司由于资金链断裂全面停止业务。2016年4月5日，公司微信公众号宣布公司破产倒闭，业务划归一家上市公司。

除了9.9元上门汽车保养之外，还有疯狂的1分钱上门洗车。2014年11月，e洗车上线。公司先后获得了1500万元的天使轮融资，以及来自平安创新投的2000万美元融资。然而，为了积累用户，公司疯狂烧钱。据新闻报道，A轮融资的2000万美元在2个月就烧光了。2015年10月，公司宣布倒闭。

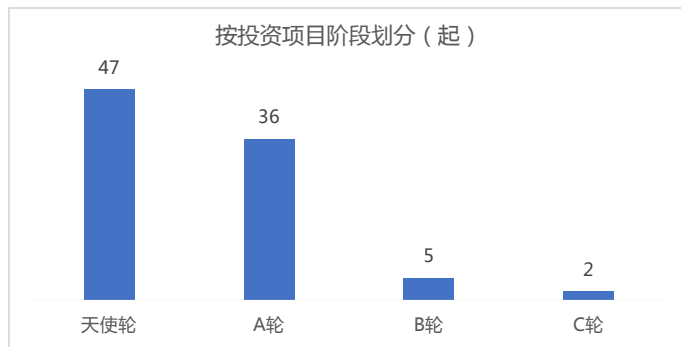
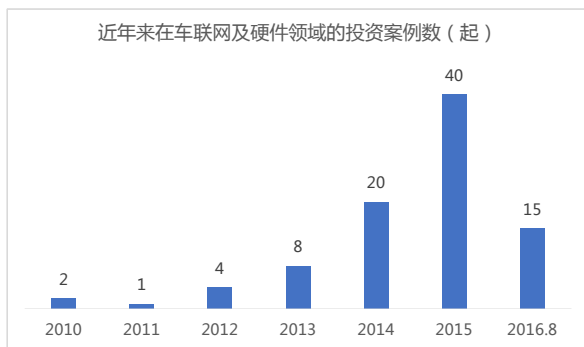
汽车后服务市场的独角兽，诸葛修车，当初估值10亿美元。但由于高额补贴政策，以及其它经营战略上的问题，公司长期无法盈利。2016年7月，公司被传E轮融资失败，大批裁员。

与此形成相反对比的是，美国Autozone等四大汽修连锁公司目前市值均在1000亿元人民币量级。面对国内的万亿市场规模，研究中心相信，回归到商业的本质，做好服务，提高效率，回到线下，利用好线上，**肯定会有IPO从汽车后服务市场走出来**。但谁是笑到最后的胜利者，还是让我们拭目以待吧。

2. 车联网及硬件

2.1 车联网在2016年继续成为投资热点

车联网及硬件领域主要涉及2块：智能电动车和用于汽车上的智能硬件和相关技术。从2010年到2016年8月，在这个领域共发生了90起投资案例，投资总额81.2亿元。



数据来源: IT桔子, 中国股权转让研究中心整理

智能硬件这个概念从2014年下半年开始火起来。开始进入人们日常生活的各个领域, 智能家电等层出不穷。在加上车联网的概念, 在这个领域里的投资案例迅速蹿升。到了现在, 这个领域里的热度仍然不减。2016年已发生的投资案例数为15起。很有可能, 与2014打平, 或超过。

由于投资的高峰期在2014和2015这2年, 因此, 目前大部分项目还处在早期。

2.2 中国企业要造出自己的“特斯拉”

国外互联网巨头, 谷歌、苹果等企业, 进入智能电动车领域后, 国内的互联网企业也在跃跃欲试。2016年8月10日, 乐视投资200亿元的, 位于在浙江超级汽车工厂正式启动。这打响了互联网造车的第一枪。同日, 车和家(创始人和CEO为汽车之家创始人李想)也宣布其在江苏省常州市的智能汽车制造基地开工建设。

其实不只是乐视和车和家, 其它5家企业也高调宣布进入智能电动车领域, 并从投资界融得了巨额资金。具体的情况, 见下表。

公司	融资情况	背后股东
NextEV蔚来汽车	2016.6.30, C轮, 1亿美元	京东、腾讯、高瓴资本、顺为基金、红杉资本、淡马锡、联想集团、TPG等
凌云智能-凌云汽车	2015.5.30, A轮, 1000万美元	红杉资本、真格基金、宽带资本、高瓴资本、金沙江创投等
时空电动车	2015.8.28, B轮, 6亿元人民币	阿米巴资本、天堂硅谷、华映资本等
广州小鹏汽车	2016.3.28, A轮, 4200万美元	紫牛基金等
车和家	2016.5.3, A轮, 7.8亿元人民币	华兴资本、梅花天使等
游侠电动车	2015.1.7, A轮, 数千万人民币	心动游戏

数据来源: IT桔子, 中国股权转让研究中心整理

从目前融资情况以及背后的股东背景, 研究中心预计, 蔚来汽车最有可能成功。如果真是这样的话, 这让传统电动车厂商如比亚迪等情何以堪呢? 在全民造车的浪潮中, 究竟是比亚迪胜出, 还是跨界的能够赢, 现在下结论也许还太早。

互联网金融-1：互联网金融的下一个主战场：消费金融

—国内互联网金融业投资退出研究系列报告之一—

今天中国股权研究中心要介绍一下互联网金融大行业中的一个重要细分领域，消费金融。

消费金融本身并不陌生。传统的房贷、信用卡都属于消费金融的范畴。但这些都传统银行所垄断。后来，国家试点了一些消费金融公司，但这些公司在产品与服务的创新上也没有出彩的地方。

然而，随着一批基于互联网的消费金融公司的出现，金融创新层出不穷，其所面对的服务对象和领域也越来越广，想象空间越来越大，投入到其中的资金也越来越多。

面向大学生的购物分期发展迅猛

大学生是最容易接受新鲜事物的一个社会群体，因此互联网消费金融最开始的产品是面向大学生群体的购物分期产品。

公司	融资情况
趣分期	2014.3, 天使轮, 数百万人民币, 梅花天使
	2014.7, A轮, 数百万美元, 蓝驰创投
	2014.8, B轮, 数千万美元, 蓝驰创投、源码资本
	2014.12, C轮, 数千万美元, 源码资本、蓝驰创投
	2015.8, D轮, 2亿美元, 蚂蚁金服、昆仑万维等机构
	2016.1, E轮
分期乐	2014.3, 天使轮, 1000万元, 险峰长青、经纬中国
	2014.8, A轮, 1000万美元, 贝塔斯曼亚洲投资基金、经纬中国、险峰长青
	2014.12, B轮, 1亿美元, DST、贝塔斯曼亚洲投资基金、经纬中国、华兴资本、险峰长青
	2015.3, C轮, 数千万美元, 京东
优分期	2016.6, D轮, 2.35亿美元, 华晟资本、共建创投
	2014.8, 天使轮, 100万美元, 真格基金
	2015.1, A轮, 数千万人民币
	2015.6, B轮, 亿元及以上人民币

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

除了行业本身发展的一个阶段因素之外，2009年7月当时银监会所发布的一个规定也为面向大学生的分期购物奠定了一个基础。银监会规定，禁止银行向未满18岁的学生发放信用卡，给已满18岁的学生发卡，要经由父母等第二还款来源方的书面同意。

为了满足大学生购买大件3C产品而又无法一次性付款的需求，许多很多面向大学生的购物分期公司应运而生，比如趣分期、分期乐和优分期等。

产业巨头也看好消费金融

在消费金融领域融资最多的3家公司分别是，趣分期、分期乐和优分期。这3家公司的近几轮融资信息如下表所示。从表格中所反映的信息，大家也可以看出来，不仅是风险资本，产业巨头也十分看好互联网消费金融这一领域，纷纷投以巨资。

与风投资本的财务回报诉求不同，这些产业巨头投资背后在下一盘大棋，而且，每个巨头的投资逻辑也不尽相同。

游戏出身的昆仑万维投资趣分期的原因，更多的在于产业多样化。目前昆仑万维逐步搭建自己的互联网金

融板块，昆仑金融。除了趣分期之外，昆仑金融还先后投资了洋钱罐和简理财。

京东投资分期乐完全是看中了分期乐所提供的面向大学生的消费场景。通过投资，京东可以容易地进入大学生这个分期乐精准营销的细分垂直市场。不只是投资，京东还是分期乐的战略合作伙伴。通过与京东合作，分期乐可以直接利用京东已有的供应链和物流渠道，从而进一步降低商品的价格，提高竞争力。

公司	融资情况	服务对象
买单侠	2014.4, 天使轮, 数百万人民币, 真格基金	为蓝领阶层提供购买手机的分期付款服务
	2014.10, A轮, 1500万美元, 红杉资本中国、联创策源	
	2015.7, B轮, 数千万美元, 人人公司	
	2016.4, C轮, 数千万美元, 顺为基金、京东、晨兴资本、人人公司	
什马金融	2015.11, A轮, 1000万美元, 峰瑞资本、顺为基金	为农民购买电动车提供分期付款服务
	2016.8, B轮, 1亿元, 顺为基金、北极光创投、华创资本、峰瑞资本	

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

蚂蚁金服投资趣分期除了电商的考虑之外，也在于数据的入口。今天的大学生，明天就是消费主力的白领阶层。越早拿到这些用户的数据，就可以为日后蚂蚁金服整套的金融服务（消费、理财、基金、保险等）提供精准营销策略。

借助互联网，消费金融伸向了蓝领兄弟

借助互联网，消费金融可以为更广的用户提供服务，而且这些用户过去都是传统信贷服务不会覆盖的客户。由于新市场的开辟，自然也吸引了风投资本的青睐。

消费金融，场景为王

要想在消费金融领域内投资获得成功，就必须理解消费金融本身的特点。尽管消费金融也是一种借贷行为，但是，与其它类别借贷还是有诸多区别的。在这里，研究中心就简单和大家介绍一下。

1.消费金融是基于消费场景的

当初分期乐等公司抓住的是大学生购买3C大件电子产品这个场景发展起来的。后来，这些公司又从大学生日常生活挖掘出来了其它场景，如学车、培训、旅游、明星的演唱会等。

外地务工人员等蓝领阶层购买智能手机也是一个场景。农户购买电动车，这也是一个习以为常，但直到什马金融才被发掘的一个场景。

这些场景的存在产生了相应的消费需求，消费金融来满足这些消费需求。所以，一个身边不被注意的消费场景也许就是消费金融中的下一个商机，会吸引风投资本投入到其中。例如，什马金融在2015年2月上线，吸引了众多知名创投机构，目前已经完成了2轮融资。

2.不仅仅是息差，商品的销售也是消费金融重要的获利渠道

传统的信贷服务的主要获利渠道是息差。而，对于消费金融来说，商品和服务的销售也可以为消费金融公司提供获利空间。一件毛利率为20%的电子产品，商家通过分期付款方式牺牲5%的利润空间，但如果能够显

著提高商品的销售量的话，商家仍然有利可图。

这也是京东先后投资分期乐和买单侠的部分原因。京东将一部分利润让给消费金融公司或最终用户，换来的是更广的，甚至是以前都无法触及到的客户群体。

3. 风控能力决定了消费金融的成败

消费金融本质是信用贷。如果要降低坏账率就要做严风控。但，消费金融多为小额贷款（几千元，很多不足一万元），而且对时效性的要求很高。很难想象一个用户会为5千元买一部智能手机的分期付款等上2-3个工作日。这就要求风控要快，而且投入其中的资源成本要低。否则，10个5千元贷款的风控成本就是一个5万元贷款风控成本的10倍，盈利是没有希望的。

这是一把双刃剑。只有掌握好风控、成本、坏账率之间的平衡，企业才可能实现盈利。那些风控能力一般的企业，只能用“裸条”这种手段来降低坏账率了。

消费金融领域中的投资，短期内通过IPO或并购退出困难重重

在前面提了在消费金融领域中的投资之后，我们在这里讲一讲这些投资的退出。尽管已经有巨额资金投向了消费金融这个领域，但是，从目前的情况来看，短期内这些资金通过IPO或并购的方式退出困难重重。

对于产业投资人如蚂蚁金服、京东等，由于他们并非着眼简单的财务回报，因此，他们对于退出的要求并不强烈。但是，对于早期进入的投资人以及拆VIE进入的短期资金（

这些资金很多要在1-2年内返回给出资方）来说，他们的退出压力就很大了。除了IPO或并购之外，这些投资人应该考虑通过PE的二级市场进行股权转让从而实现退出。

公司	退出情况
优分期	计划借壳华塑控股。但由于监管层的政策收紧等原因，2016年6月停止了借壳上市。
趣分期	2016年1月，公司完成拆VIE。业界传闻将借壳达意隆A股上市，但目前没有任何实质行动。 2016年8月，业界对公司盈利能力及现金储备提出质疑。
分期乐	旗下资产打包成ABS在上交所交易，缓解了资金压力 由于有外资，如果在A股上市，还要拆VIE。目前，还没有这方面的消息。 如果去美股上市，目前，还没有这方面的消息。

数据来源：互联网，中国股权转让研究中心整理

互联网金融-2: P2P行业投资退出新途径, 平台股东卖老股套现3000万

—国内互联网金融业投资退出研究系列报告之二

在国庆长假之前, 中国股权转让研究中心曾对国内互联网金融行业中一些热点细分领域(如消费金融等)的投资与退出进行了分析研究并发表了相应的文章。今天, 我们把互联网金融中最大的一块, 互联网P2P借贷的投资退出给大家做一个分析。

盛达矿业卖和信金融的老股, 套现3060万元

2016年10月, 盛达矿业发布公告转让P2P网贷平台和信金融及关联公司的股权, 转让对价3060万元。盛达矿业所持有的股权是其在2015年9月以2500万元获得的。由此计算, 盛达矿业通过**股权转让获利560万元, 收益率为22.4%!**

不光是盛达矿业, 另一家P2P网贷平台鹏金所的一些股东也在近期通过股权转让, 套现退出。

鹏金所是深圳市鹏鼎创盈金融信息服务股份有限公司的P2P网贷平台。鹏鼎创盈是于2014年6月由10家上市和非上市公司共同创立的。2016年8月, 万科财务公司向公司入股3亿元, 一时间成为P2P网贷行业内的一个大事件。

在万科财务入股的同时, 鹏鼎创盈的其他早期股东通过股权转让的方式套现退出。

股权转让方	转让时间	所转让的股权份额 (万股)	交易对价 (千万元人民币)	回报倍数
天源迪科	2016.8.30	2000	3600	0.8X
奥拓电子	2016.9.22	1000	2000	1X
佳士科技	2016.9.28	1000	2000	1X
华鹏飞	2016.9.29	1000	2000	1X
新纶科技	2016.9.29	2000	4000	1X

数据来源: 上市公司公告, 中国股权转让研究中心整理

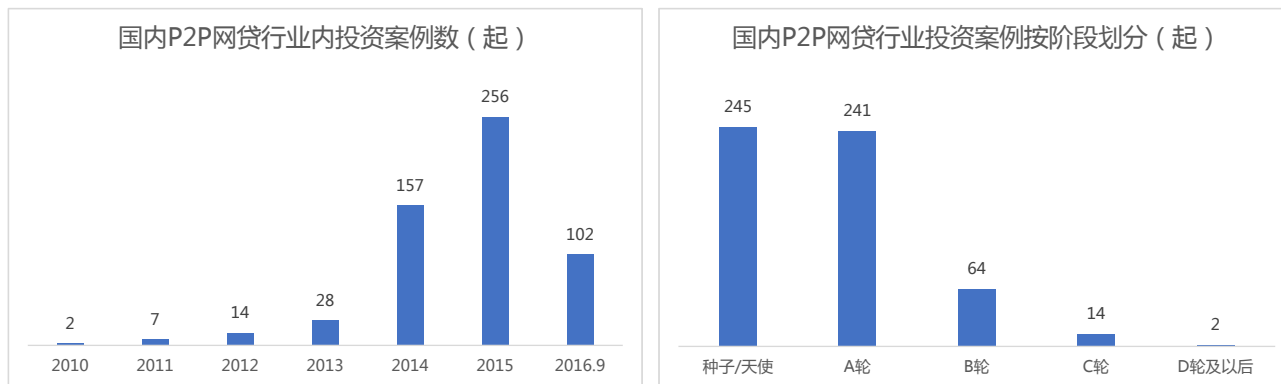
为什么这些P2P网贷平台的股东选择通过股权转让的方式套现退出呢? 这就要从P2P网贷行业近年来投资退出的情况说起来。下面, 研究中心就把近期整理出来的P2P网贷行业投资退出的情况和各位读者分享一下。

国内P2P网贷行业投资案例在2014年大爆发

研究中心根据IT桔子所提供的国内P2P网贷行业投资案例的数据, 整理出来了下面的图表。截至到2016年9月底, 国内P2P网贷行业一共完成了**569起投资案例**。

从图表中, 我们可以清晰地看到国内P2P网贷行业在2014年迎来了大爆发。这一年, 美国的Lending Club成为全球首个上市的P2P平台。这给国内的P2P网贷行业打了鸡血。2015年行业内的投资案例又再创新

高，达到了256起。从现在的数据来看，尽管2016年行业内的投资案例数会有所降低，但仍将是历史上的一个高位。



数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

86%的投资案例为天使和A轮项目

如果我们按照投资阶段对上面的566起投资案例进行划分的话，我们可以看到近86%的投资案例都是天使和A轮项目。

国内的P2P网贷企业将面临着更大的挑战

根据前面的数据可以看到P2P网贷中86%的投资项目还处在早期（天使和A轮）。之所以会出现这个现象，除了投资高峰期在2014和2015这2年导致项目到现在发展的时间有限之外，P2P网贷整个行业未来的发展还面临着2个大的挑战。

- | | | |
|------|--------|-------|
| ●有利网 | ●淘当铺 | ●金斧子 |
| ●银客网 | ●拍拍贷 | ●积木盒子 |
| ●信而富 | ●理财范 | ●大麦理财 |
| ●微贷网 | ●点融网 | |
| ●团贷网 | ●金融一号店 | |

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

P2P网贷平台跑路，劣币驱逐良币

根据网贷之家的数据，截至2016年9月，P2P网贷平台数为4278家。其中，正常运营的只有2112家。2016年9月，新增停业及问题平台数为98家，累计停业及问题平台数为2076家。在近一年的时间内，行业内爆出了上海中晋、e租宝和上海快鹿等震惊全国的大案。由于这些大大小小P2P平台的跑路，因此普通投资人对P2P网贷整个行业都避而远之，从而限制了整个行业的发展。

国家监管从严，增加中小机构的运营和风控成本

2016年8月份，期待已久的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》正式出台。暂行办法对网贷的监管体制、业务规则以及风控等发面做出了明确规定。尽管这个暂行办法的本意是促进网贷行业的健康发展，但是会对行业内还处于发展期中的中小企业提出更高的风控要求，增加运营成本。

P2P网贷公司IPO的路途不平坦

尽管国内的P2P网贷行业中已经出现了一些优秀的企业，这些企业不论是在交易额，还是在风控上，都要比同行业内其它企业要远远领先。但是，考虑到整个行业目前所遇到的挑战，研究中心预测未来12个月内，国内网贷企业很难IPO，特别是在A股上市。原因有2点：

1.今年夏天颁发的网贷暂行办法对行业提出了更严格的监管要求。即便对于目前运行规范的企业要遵守这个暂行办法，也还要做一些调整。如某盒子出于合规的要求，最近在集团内部进行了部门和业务的调整。暂行办法给出的过渡期为1年的时间，行业内的企业肯定会充分利用这一年的时间进行内部的调整。而且，有些调整不会很快完成。

2.国内P2P网贷的带头大哥，Lending Club，在美股上市后的表现差强人意。特别是在2016年春天，公司又发生了风控丑闻，股价在2个交易日内大跌近40%。目前股票价格已经接近美股市场上penny stock的价位，不被市场看好。

国内的网贷公司要想IPO，不仅仅再业务上要合法合规，更要讲出能够吸引投资人的故事，还要能够真真切切实现这个故事，否则，精明的投资人是不会买单的。

跨界并购被禁，股权转让成为退出套现唯一渠道

对于网贷公司来说，目前被上市公司并购之路也被禁了。今年5月，证监会叫停互联网金融等4个行业的跨界并购。对于目前566个网贷投资案例背后的投资人，特别是早期投资人来说，除非他们有充足的耐心和时间，否则，目前摆在他们面前投资退出的选择也许只有股权转让这一条路了。

这也就回答开篇时提到的那个问题，为什么P2P网贷平台的股东都在通过股权转让的方式套现退出了。

已经完成D轮及以后的投资项目只有2个，融360和已经在美股上市的宜人贷。已经完成C轮融资的企业包括：

互联网金融-3：互联网金融高压监管之下，投资退出不确定性增加

—国内互联网金融业投资退出研究系列报告之三

在过去的几周，中国股权转让研究中心先后对国内互联网金融领域内的各个细分领域，如P2P网贷、互联网保险、消费金融和比特币，的股权投资退出情况进行了详细深入的分析。这些分析研究结果已经整理成相应的报告，并在研究中心的微信订阅号内发布。

17个监管部门一起出手，堪称对互联网金融的最严监管

研究中心最近在研究互联网金融领域，没有想到国内的监管层也在关注互联网金融。这并不是一个简单的巧合，其实研究中心一直都在紧跟行业风向。研究中心总是最先体察到股权投资及退出领域的新趋势和新风向。一直关于研究中心订阅号的读者，在这方面是最有体会的。比如过去的关于食品生鲜领域、交通出行领域的文章都是这样。

话归正题。

在本周，10月13日，国务院下发了《互联网金融风险专项整治工作实施方案》。根据文件的指示，包括一会在内的17个监管部门将对互联网金融行业进行联合监管。此轮整治，可谓是对互联网金融最严厉的监管。

本轮监管，在短期上会对互联网金融行业上出现的“劣币驱逐良币”的情况进行一次更正。从长期上讲，这次整治必将对国内的互联网金融行业的发展产生深远而又积极的影响。

毫无疑问，互联网金融行业中那些处于发展期的初创企业所受到的影响是最大的。而这些影响，又必将会对投资这些互联网金融公司的创投机构产生连带影响。下面，我们就从宏观的层面对近年来在国内互联网金融行业的投资进行一个总结。

IDG、红杉、经纬和险峰长青，互联网金融领域投资的4大金刚

根据研究中心从IT桔子上搜集并整理出来的投资数据，截至2016年9月30日，在互联网金融领域投资案例最多的4家创投机构分别是：

除了投资全面开花之外，这4家在投资风格上也不尽相同。

IDG当之无愧为互联网金融行业内的投资王，投资了46个案例，比排名第2 的红杉资本多出20%的案例。纵观互联网金融的几大领域，IDG在P2P网贷领域投资了13个案例。但是，在互联网保险和消费金融领域，IDG却没有出手。

红杉资本在P2P网贷领域投资了22个案例，占其投资总案例的一半以上。除了在股权众筹领域之外，红杉资本覆盖了互联网金融行业的所有细分领域。

经纬中国是互联网金融行业的全覆盖，在每一个细分领域都有投资。险峰长青除了在征信领域没有投资之外，也是覆盖了互联网金融行业的全领域。

机构名称	投资案例数
IDG资本	46
红杉资本	38
经纬中国	33
险峰长青	32

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

从投资案例数和覆盖的领域，我们可以看出，国内的顶尖创投机构对于互联网金融这个新兴行业是抱有很多兴趣的，并且用自己的资金证实了自己的话语。同时，我们也看到顶尖的创投机构对于互联网金融这个新兴的行业采用的是**赛道制**的投法，各个赛道均下注，等待行业龙头，或独角兽的出现。

就互联网金融内部各个细分来看的话，P2P网贷是发展最早，而且也应该是发展比较成熟的一个细分。投资机构在这个细分领域投资诸多企业，促进了行业的发展。反过来，相比于其他细分的领先的发展，也为P2P网贷行业吸引了更多的资本进入。

早期天使机构中的险峰长青、华创资本、梅花天使和真格基金是互联网金融投资中的四小龙

对于互联网金融这么一个新兴行业来说，在行业形成的初期自然少不了早期天使机构的参与。下面的表格是国内领先的早期天使机构在互联网金融领域的投资案例数量统计。单从投资案例的数量上来看的话，险峰长青、华创资本、梅花天使和真格基金是互联网金融投资中的四小龙。至于他们投资项目的回报如何，这就要后面的持续关注了。研究中心会在后面向读者提供跟进文章。

机构名称	投资案例数
险峰长青	32
华创资本	23
梅花天使	19
真格基金	19
峰瑞资本	9
创新工场	5
隆领投资	3

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

BAT等产业投资者中，以腾讯的积极性最高

凡是与互联网沾边的行业自然少不了BAT等国内互联网产业巨头的参与，互联网金融当然也不会例外。在诸多巨头中，以腾讯的积极性最高。

腾讯以社交起家，金融是他们的一个业务短板。为了能够与阿里巴巴的蚂蚁金服平台抗衡，腾讯就必须积极对外需求扩张。阿里巴巴则主要围绕着自己的蚂蚁金服平台在互联网金融领域中进行扩充，唯一的一次投资就是对德邦基金的投资来加强基金产品方面的储备。

机构名称	投资案例数
腾讯	12
人人公司	7
京东	6
新浪微创投	3
百度	2
阿里巴巴	1

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

不仅仅是BAT，其他互联网公司也在向互联网金融方向渗透，动作比较大的当属人人公司了。人人公司原来是社交网络公司，但是随着人人网的逐渐没落，公司将互联网金融作为公司今后的战略发展方向，并且先后投资了多个国内外的互联网金融公司，如国内的雪球、金斧子、美国的分期网站SoFi，股票组合交易网站Motif，以及房产众筹鼻祖Fundrise等行业内的明星企业。

投资机构	投资的项目
软银中国	有利网（A轮）
	易贷网（A轮）
	付融宝（B轮）
	哥斯拉金融拍档（A轮）
	工资钱包（A、B轮）
	黄金钱包（A、B、C轮）
	我爱卡（B轮）

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

软银等国外知名投资机构也潜伏在国内互联网金融领域

不只是前面提到的IDG、红杉资本和经纬中国，其他国外知名的投资机构也潜伏在国内的互联网金融领域，等待着行业的爆发性大发展，给他们带来丰厚的投资回报。

当初因为慧眼识英雄而闻名于市的软银，在互联网金融领域先后投资了10个案例。其中包括：

投资机构	投资的项目
凯鹏华盈	宜人贷（A、B轮）
	融360（A、B、C轮）
	全民股神（A轮）
	夸氦金融（A、B轮）

数据来源：IT桔子，中国股权转让研究中心整理

分别投资了全球P2P鼻祖的美国的Lending Club，

和中国P2P第一股，宜人贷的凯鹏华盈（KPCB）在国内也投资了其他的互联网金融企业。其中，宜人贷已经在美股IPO，而融360是P2P网贷领域中唯一获得D轮融资的企业。可见，凯鹏华盈的眼光之独到的确名不虚传。

软银和凯鹏华盈在过去都有着相当好的投资战绩，他们在国内互联网金融领域投的怎么样，让我们拭目以待。

监管从严，股权投资退出路径并不平坦

除了10月13日的针对互联网金融全行业的专项整治出台之外，还有另外相应的5个配套文件生效。

监管层力度的加大对互联网金融行业长期的健康发展是有好处的，但是在短期这势必会给行业的内企业，特别是处于发展期中的企业，增加合法合规的工作量，加大运营以及风控的成本，降低企业的净利润，如果企业已经能够盈利的

主管单位	文件名称
人民银行等17部委	《通过互联网开展资产管理及跨界从事金融业务风险专项整治工作实施方案》
人民银行等14部委	《非银行支付机构风险专项整治工作实施方案》
银监会	《P2P网络借贷风险专项整治工作实施方案》
保监会等15部委	《互联网保险风险专项整治工作实施方案》
证监会等15部委	《股权众筹风险专项整治工作实施方案》

数据来源：互联网公开信息，中国股权转让研究中心整理

话。对于有的企业，不但企业收入会在短期内降低，甚至有可能企业不得不面临改变业务方向的风险。

业务发展的不确定性等因素必将会延长企业投资人退出的时间线。在目前监管加严，A股低迷，跨界并购被禁的大环境下，互联网金融企业的投资者所面临的退出路径已经不多了。也许，股权转让是唯一不错的选择了。在上一篇关于国内P2P网贷的文章中，我们介绍了和信金融和鹏金所2个P2P网贷平台背后的股东通过股权转让套现退出的案例。有兴趣的读者可以参阅那篇文章，了解更多更详细的信息。



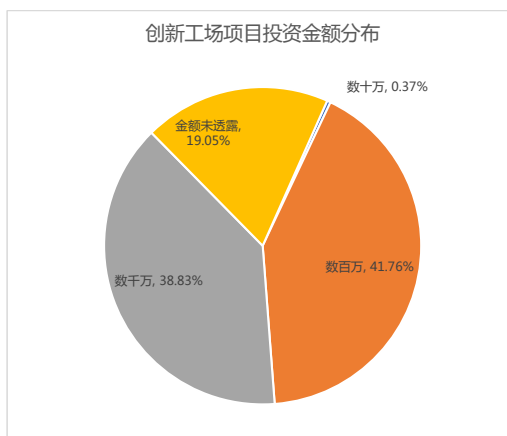
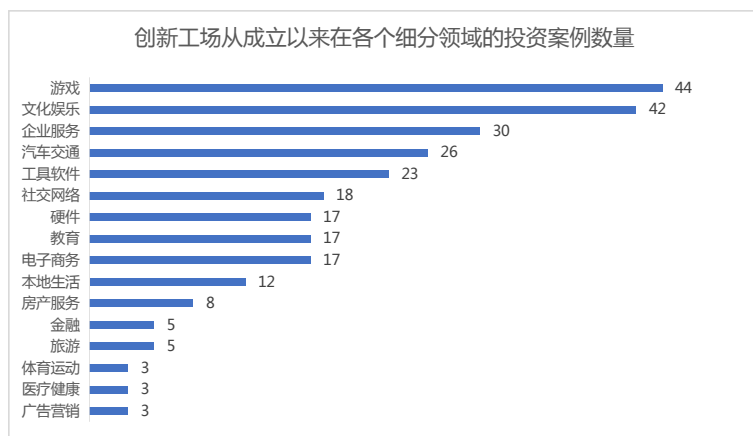
机构篇

国内知名投资机构的投资退出情况

创新工场投资退出状况分析

本文为中国股权转让研究中心关于国内各家投资机构退出情况系列文章之一，该系列文章旨在通过市场公开数据分析对国内投资退出情况进行探讨，强调用数据说话，不代表中心观点。由于市场公开数据的局限性，难免造成数据片面、纰漏，我们也欢迎读者指出批评并提供更为准确权威数据，以便我们修正。

1.从2009年9月成立至今，创新工场已经投资了273个项目



数据来源：VCSaaS，股权转让研究中心整理

从统计数据中，我们可以看出创新工场更青睐游戏和文化娱乐这2个投资方向。这2个方向，创新工程共投资了86个项目，占总投资案例的32%。除了游戏和文化娱乐之外，创新工场对于企业服务、汽车交通和工具软件等3个领域也十分感兴趣，分别投资了30、26、和23个项目。

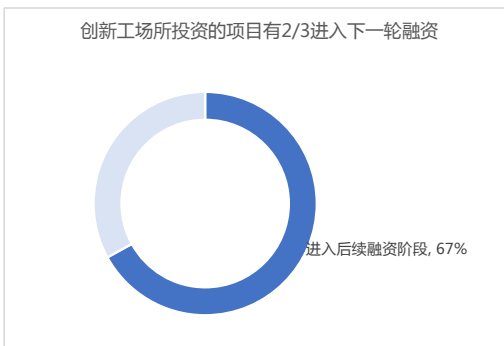
进入D轮融资阶段的项目包括：

进入D轮融资阶段的项目列表

点我吧	蜻蜓FM
美图秀秀	要出发旅行网

2.创新工场的累积投资额近40亿元人民币

根据股权转让研究中心所获得的创新工场自2009年秋天成立以来的投资数据统计，我们估计创新工场已经完成的投资额度近40亿元人民币。其中，百万级和千万级的投资在总的项目占比分别为42%和39%。



数据来源：VCSaaS，股权转让研究中心整理

3.创新工场所投资的项目有2/3进入了后面的融资阶段

以截止2016年11月底的统计数据，在创新工场所投资的273个项目中，67%的项目进入了下一轮的融资阶段。其中进入C轮融资阶段的项目有18个，进入D轮融资阶段的项目有4个。

4.20个项目估值超过10亿元人民币

根据目前的统计数据，在创新工场所投资的项目中，有20个项目的估值超过了10亿元人民币。

创新工场的项目组合中，估值超过10亿元人民币的项目

美图秀秀	豌豆荚	蜻蜓FM	摩拜单车
小鱼在家	SNH48	要出发旅行网	点我吧
小牛电动	有妖气	知乎	Kamcord
VIPKID	暴走漫画	Face++	墨迹天气
智明星通	米未传媒	房产销冠	Molbase

数据来源：VCSaaS，股权转让研究中心整理

5.退出主要依靠并购

到2016年11月底，创新工场的投资项目有10个是通过并购退出的。其中，包括：点心、友盟、豌豆荚、安全宝、智明星通、同步网络、路况电台等项目。即将登陆港股的美图秀秀将是创新工场唯一通过IPO退出的项目。互联网上有些新闻报道称，昆仑万维是创新工场的第1个IPO的项目。但经研究中心通过多个渠道核实，这个消息不准确。

6.投资项目退出率约为3%

目前，考虑已经被并购的10个案例，以及即将在港股IPO的美图秀秀，创新工场共实现退出了11个案例，占总投资案例的4.0%。

这里我们认为只有IPO，或被并购的项目才能称为退出。原因是：通过这2种方式，LP可以得到现金回报或具有流动性的二级市场股票。在新三板挂牌的话，鉴于目前新三板的交易量，LP还是无法套现退出。

7.创新工场投资退出Key Index

投资数量	273个
投资金额	约40亿元
项目进入下一轮的比例	2/3
进入C轮的项目比例	6.6%
进入D轮的项目比例	1.5%
十亿元人民币估值项目数量	20个
十亿元人民币估值项目比例	7.3%
IPO项目的数量	1个（美图秀秀）
IPO项目的比例	--
并购项目的数量	10个
并购项目的比例	3.7%
合计退出数量	11个
合计退出比例	4.0%

数据来源：

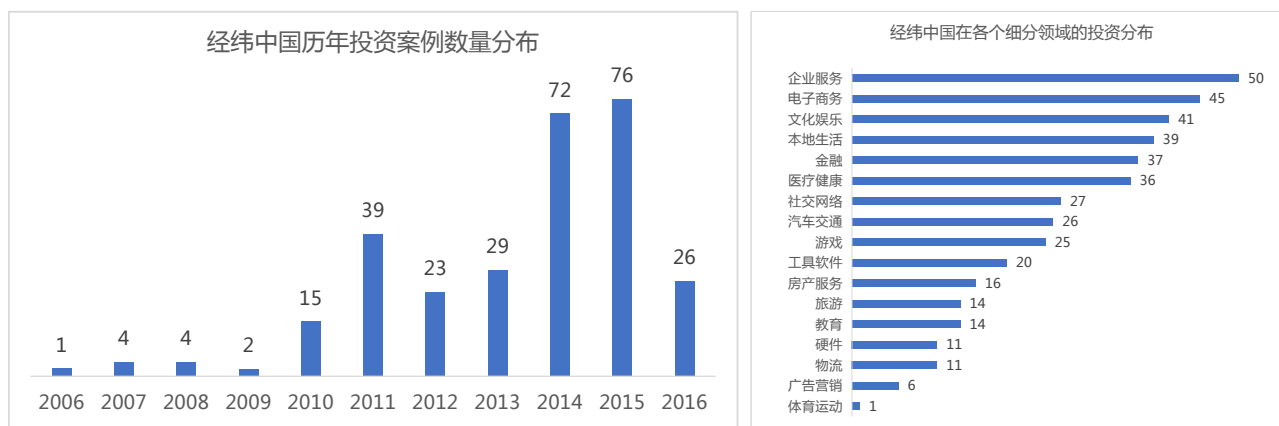
VCSaaS，互联网，股权转让研究中心整理

经纬中国投资退出状况分析

本文为中国股权转让研究中心关于国内各家投资机构退出情况系列文章之二，该系列文章旨在通过市场公开数据分析对国内投资退出情况进行探讨，强调用数据说话，不代表中心观点。由于市场公开数据的局限性，难免造成数据片面、纰漏，我们也欢迎读者指出批评并提供更为准确权威数据，以便我们修正。

1. 从2008年成立至今，经纬中国已经投资了291个项目

经纬中国是经纬创投在中国设立的联合公司，专注于中国大陆的投资机会，于2008年正式成立。在机构成立之前，经纬中国就已经开始进行投资了。



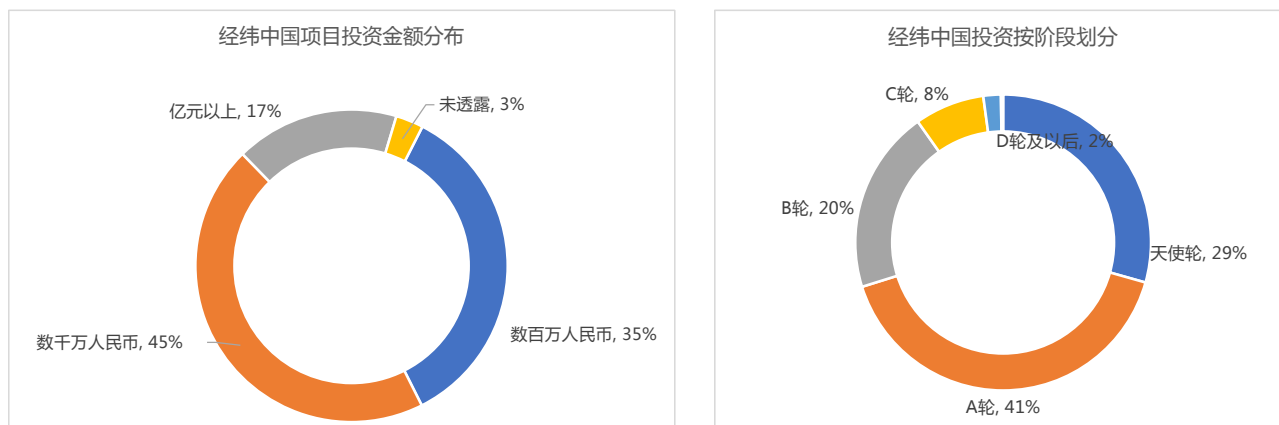
数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

在下面的表格里，研究中心统计了经纬中国在各个细分领域的投资分布。这里是重复计算的。例如，同一项目，经纬中国如果先后投资了2次，这里就会记为2次投资。

根据统计数据，截至2016年10月底，经纬中国在17个细分领域进行了419次投资。从投资数量来看，经纬中国比较关注的细分领域包括：企业服务（50次），电子商务（45次），文化娱乐（41次），本地生活（39次），金融（37次），医疗健康（36次）。

2. 经纬中国的累积投资额近86亿元人民币

根据经纬中国的投资及募集情况，研究中心估计，经纬中国在中国的累积投资额近86亿元人民币。其中，百万级和千万级的投资在总的项目占比分别为35%和45%。



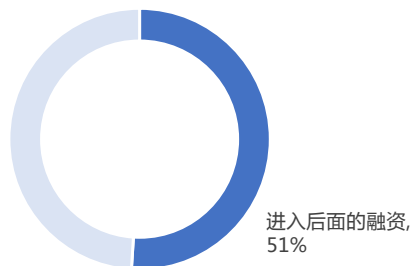
数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

3. 所投资项目超过1/2进入了后面的融资阶段

经纬中国主要的投资阶段为天使阶段、A轮和B轮。这三个阶段的投资数量占投资总量的90%。

在经纬中国所投资的291个单独项目中，有超过1/2的项目进入了后面的融资。

经纬中国所投项目中，超过1/2进入后面的融资



经纬中国所投项目进入后面融资阶段的数量

C轮	51
D轮	20
E轮	5
F轮	5

数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

4. 23个项目估值超过10亿元人民币

根据统计数据，在经纬中国所投资的291个项目中，有23个项目的估值超过了10亿元人民币。

经纬中国的项目组合中，估值超过10亿元人民币的项目

爱康国宾	安居客	暴风科技	陌陌
云鸟配送	猎豹移动	世纪互联	理邦仪器
美柚	车易拍	找钢网	饿了么
36氪	分期乐	快的	辣妈帮
猿题库	e代驾	猎聘网	七牛云
宝宝树	微播易	ofo共享单车	

数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

5. 7个IPO，7个并购，投资退出率约为5%

根据清科私募通的投资退出数据，截至到2016年10月，经纬中国所投资的项目退出16个。退出途径包括：IPO，并购和股权转让。

IPO退出（8个）	并购退出（7个）	股权转让退出（1个）
陌陌	恺英网络	识代运筹
猎豹移动	安居客	

IPO退出（8个）	并购退出（7个）	股权转让退出（1个）
爱康国宾	卖座网	
暴风科技	艾格拉斯	
世纪互联	友盟	
理邦仪器	幕和网络	
保利博纳	爱帮网	

数据来源：清科私募通，中国股权转让研究中心整理

6.部分项目的投资回报倍数

根据从清科私募通以及互联网所搜集到的数据，研究中心将经纬中国部分投资项目的投资回报倍数列在下表。

投资标的	投资时间	退出时间	退出途径	投资回报倍数
理邦仪器	2008.11	2011.4	IPO	10.81
暴风科技	2008.11	2011.7	公司回购	1.48
识代运筹	2012.12	2014.3	股权转让	1.13
猎豹移动	2011.7	2014.5	IPO	83.07
卖座网	2012.3	2014.6	并购	53.85
陌陌	2011.8	2014.12	IPO	44.6

数据来源：清科私募通，互联网信息，中国股权转让研究中心整理

7.经纬中国投资退出Key Index

	创新工场（2016.10）	经纬中国（2016.10）
投资数量	273个	291个
投资金额	约40亿元	86亿元
项目进入下一轮的比例	2/3	1/2
进入C轮的项目比例	6.6%	17.5%
进入D轮的项目比例	1.5%	6.9%
十亿元人民币估值项目数量	20个	23个
十亿元人民币估值项目比例	7.3%	7.9%

IPO项目的数量	1个 (美图秀秀)	7个
IPO项目的比例	--	2.4%
并购项目的数量	10个	7
并购项目的比例	3.7%	2.4%
合计退出数量	11个	15个 (IPO7个, 并购7个, 股权转让1个)
合计退出比例	4.0%	5.2%

数据来源: VCSaaS, 清科私募通, 互联网, 中国股权转让研究中心整理

真格基金投资退出状况分析

本文为中国股权转让研究中心关于国内各家投资机构退出情况系列文章之三，该系列文章旨在通过市场公开数据分析对国内投资退出情况进行探讨，强调用数据说话，不代表中心观点。由于市场公开数据的局限性，难免造成数据片面、纰漏，我们也欢迎读者指出批评并提供更为准确权威数据，以便我们修正。

1.从2007年至今，真格基金投资了375个项目

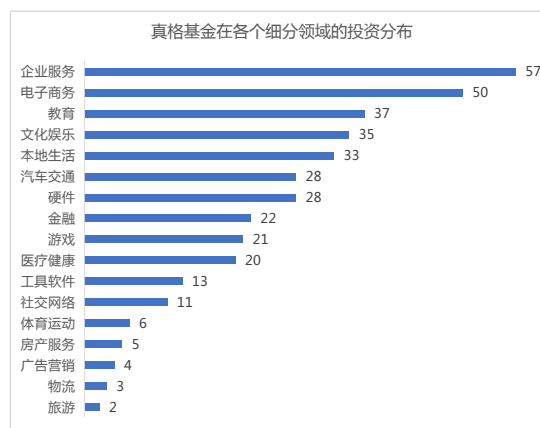
真格基金是目前国内知名的机构天使之一。真格基金的投资经历可以分为前后2个阶段。：

第一阶段：从2007年到2011年的上半年，在这个期间，投资是新东方联合创始人徐小平和王强2人的个人天使投资。资金为二人的自有资金，所投的项目数量有限。

第二阶段：2011年11月，真格基金成立。真格基金进入了2.0阶段，从个人天使变为机构天使，并开始在TMT行业内广泛布局。

严格意义上，本研究应该仅研究2011年后的真格基金投资情况；但为了给读者体现全貌，我们在本文中覆盖从2011年到今，包括徐小平和王强2人的个人投资。

从2007年开始到2016年10月份，真格基金总共投资项目375个。

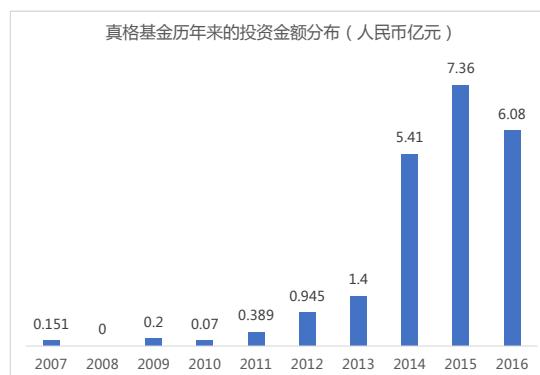


数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

真格基金的投资领域广泛，涉及TMT行业的17个细分领域。根据投资的项目数量来划分的话，真格基金主要关注的细分领域包括：企业服务、电子商务、教育、文化娱乐和本地生活等5个细分领域。

2.真格基金的累积投资额约22亿元人民币

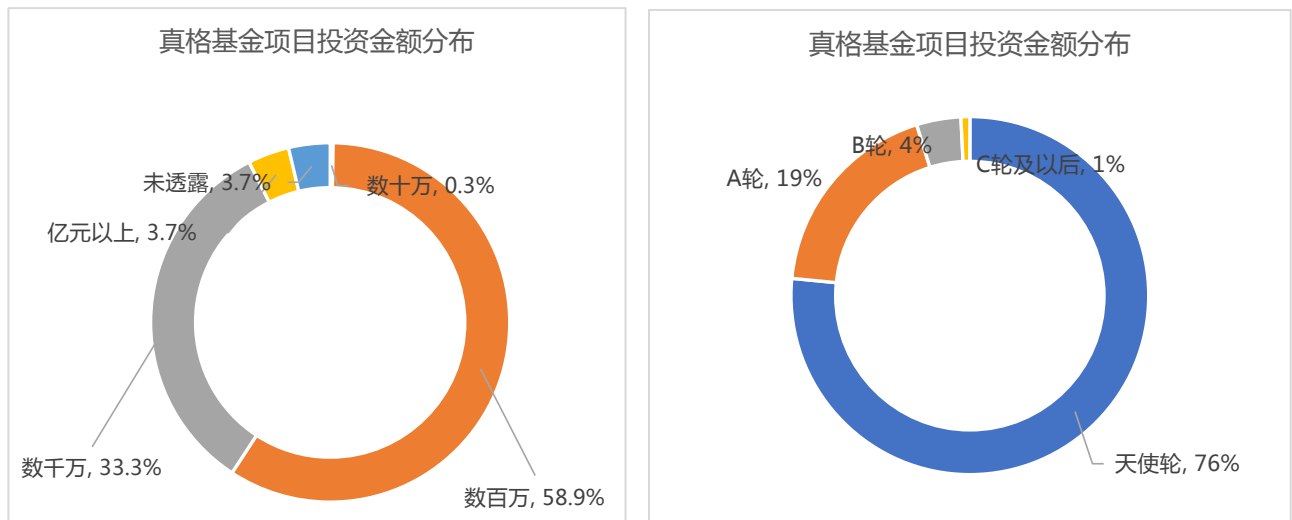
截至2016年10月，真格基金募集并管理了五期美元基金和四期人民币基金，累积投资金额约22亿元人民币。其中，数百万级和数千万元级的投资项目在项目总数中的比例分别为58.9%和33.3%。



数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

3.真格基金所投资的项目有2/5进入了后面的融资阶段

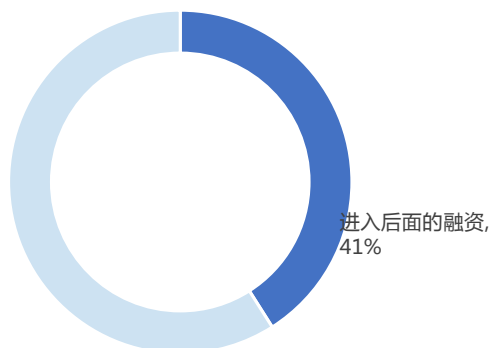
真格基金的投资阶段主要为天使阶段和A轮。这2个阶段的投资数量占投资总量的95%。



数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

真格基金所投资的项目375个，有41%的项目进入轮后面的融资。

真格基金所投项目中，近2/5进入后面的融资



真格基金所投项目进入后面融资阶段的数量

C轮	25
D轮	7
E轮	2

数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

4.26个项目估值超过10亿元人民币

根据统计数据，在真格基金所投资的375个项目中，有26个项目的估值超过了10亿元人民币。

真格基金的项目组合中，估值超过10亿元人民币的项目			
ofo共享单车	销售易	共享际	VIPKID
英雄互娱	美菜网	买单侠	Nice好赞
杏树林	蜜芽宝贝	小红书	拉勾网
车来了	淘当铺	出门问问	大姨吗

真格基金的项目组合中，估值超过10亿元人民币的项目

美餐网	一起作业网	51Talk	找钢网
易到用车	美乐乐家具网	兰亭集势	世纪佳缘
聚美优品	万维思源		

数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

5.IPO退出4家，并购退出9家，投资项目退出率约为3.5%

在真格基金所投资的项目中，有4个是通过IPO退出的，有9个通过并购。总共退出项目13个，投资项目退出率为3.5%。

真格基金的项目组合中，通过IPO退出的4个项目

聚美优品	世纪佳缘	兰亭集势	51Talk
------	------	------	--------

数据来源：清科私募通，VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

2013年6月，真格基金投资了51Talk的天使轮，投资额约16万美元。在2014年7月，真格基金将部分股权转让给顺为资本。转让之后，真格基金不仅收回了当初的投资成本，并且获利200万美金现金。2016年6月10日，51Talk在纽交所上市。按发行价计算的话，真格基金剩余股票价值约940万美元。真格基金投资51Talk的投资回报倍数为71.0。

但值得注意的是，除51Talk是由真格基金投资的之外，其它的3个IPO项目都是徐小平早期的个人投资项目。

真格基金的项目组合中，通过并购退出的9个项目

畅游云端	91外教网	AnG无双科技	今晚看啥
365翻译	友言	时差网	多看阅读
易到用车			

数据来源：互联网信息，中国股权转让研究中心整理

除此之外，根据从互联网上搜集到的信息，在真格基金的项目组合中，清算的项目16个，转型的项目5个。

6.真格基金投资退出Key Index

	创新工场 (2016.10)	真格基金 (2016.10)	经纬中国 (2016.10)
投资数量	273个	375个	291个

投资金额	40亿元	22亿元	86亿元
项目进入下一轮的比例	2/3	2/5	1/2
进入C轮的项目比例	6.6%	6.7%	17.5%
进入D轮的项目比例	1.5%	1.9%	6.9%
十亿元人民币估值项目数量	20个	26个	23个
十亿元人民币估值项目比例	7.3%	6.9%	7.9%
IPO项目的数量	1个 (美图秀秀)	4个 (1个真格, 3个徐小平)	7个
IPO项目的比例	--	1.1%	2.4%
并购项目的数量	10个	9个	7个
并购项目的比例	3.7%	2.4%	2.4%
合计退出数量	11个	13个	15个 (IPO7个, 并购7个, 股权转让1个)
合计退出比例	4.0%	3.5%	5.2%

数据来源: VCSaaS, 清科私募通, 互联网, 中国股权转让研究中心整理

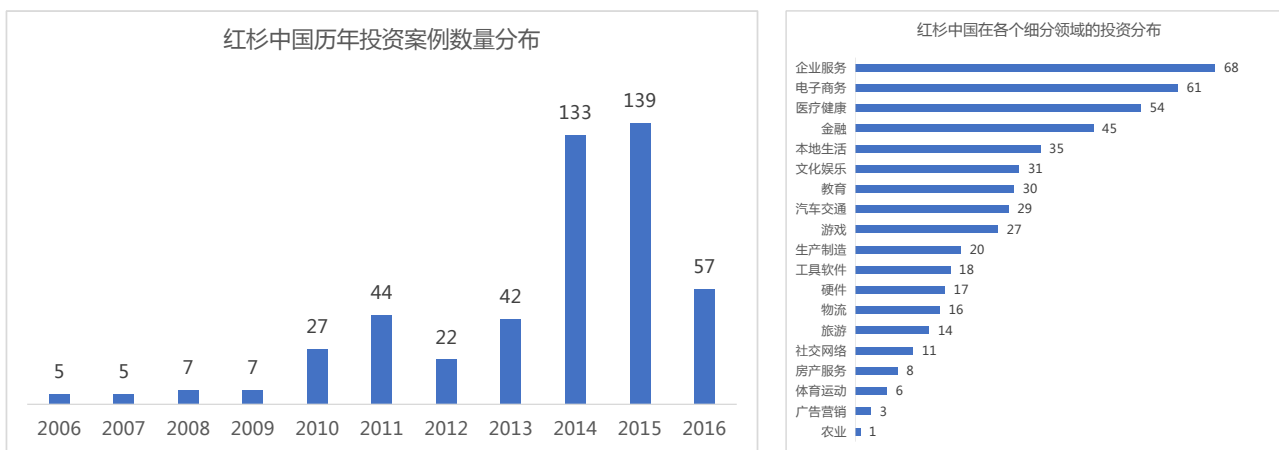
红杉中国投资退出状况分析

本文为中国股权转让研究中心关于国内各家投资机构退出情况系列文章之四，该系列文章旨在通过市场公开数据分析对国内投资退出情况进行探讨，强调用数据说话，不代表中心观点。由于市场公开数据的局限性，难免造成数据片面、纰漏，我们也欢迎读者指出批评并提供更为准确权威数据，以便我们修正。

1. 从2005年9月成立至今，红杉中国已经投资了494个项目

红杉资本于1972年在美国成立，是全球著名的风险投资公司之一。曾先后投资了苹果、思科、甲骨文、谷歌等著名科技公司。据统计，红杉资本投资组合中的公司占有纳斯达克股票市场10%以上的市值。

红杉资本中国基金于2005年9月在中国成立，截至2016年11月，红杉中国投资了494个项目。其中包括：京东商城、聚美优品、饿了么、诺亚财富、大众点评网、美团网等诸多国内知名企业。

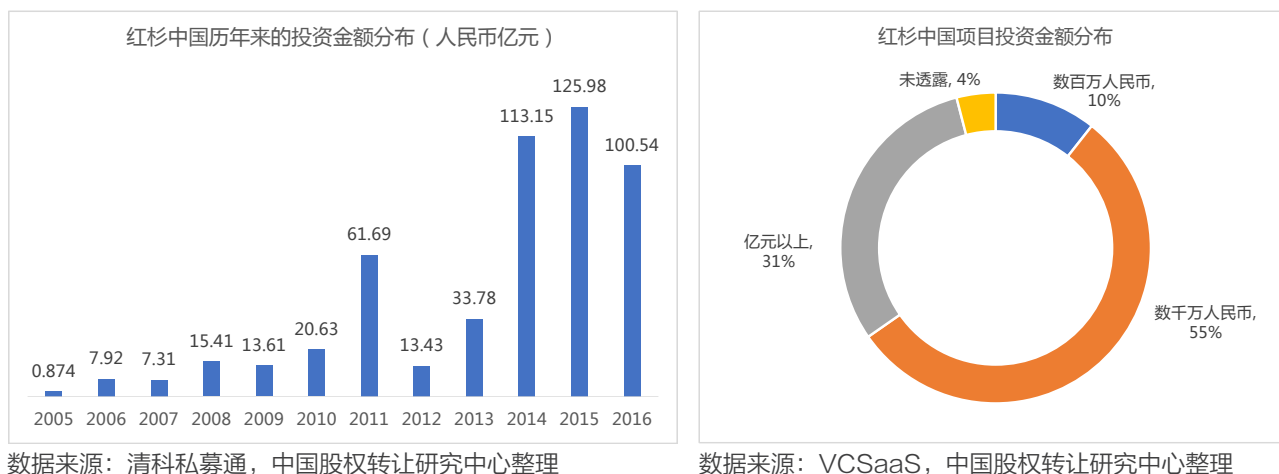


数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

红杉中国的投资领域十分广泛，涵盖了19个领域。根据投资项目的数量来划分的话，红杉中国主要关注的细分领域有，企业服务、电子商务、医疗健康、金融、本地生活、文化娱乐和教育。

2. 红杉中国的累积投资额超过510亿元人民币

从2005年成立至2016年11月，红杉中国共完成投资514.3亿元人民币。其中，数千万元级的投资和上亿元的投资在总的投资项目占比分别为55%和31%。

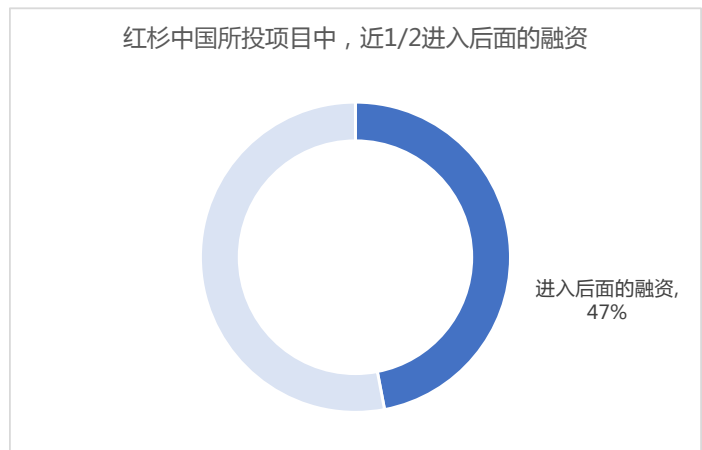
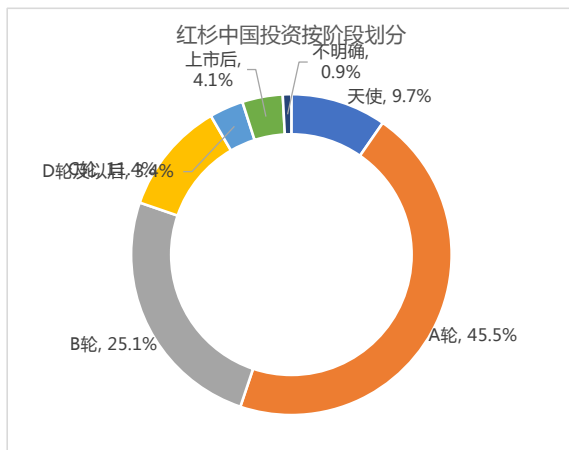


数据来源：清科私募通，中国股权转让研究中心整理

数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

3. 所投资的项目中近1/2进入了后面的融资阶段

红杉中国的投资阶段为天使阶段、A轮、B轮和C轮。这三个阶段的投资数量占投资总量的92%。



数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

在红杉中国所投资的494个项目中，有近1/2的项目进入了后面的融资。

4. 54个项目估值超过10亿元人民币

根据统计数据，在红杉中国所投资的494个项目中，有54个项目的估值超过了10亿元人民币。

红杉中国所投项目进入后面融资阶段的数量

C轮	82
D轮	26
E轮	15
F轮	11

数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

红杉中国的项目组合中，估值超过10亿元人民币的项目（部分）

秒拍	达达配送	蜜芽宝贝	陌陌
车易拍	找钢网	饿了么	大姨吗
融360	安能物流	唱吧	酒仙网
美丽说	赶集网	途牛旅游	京东商城
聚美优品	航班管家	驴妈妈旅游网	新美大
500彩票	高德	奇虎360	大众点评
VIPKID	京东金融	今日头条	瓜子二手车
斗鱼	土巴兔	优客工场	蔚来汽车
雪球	大疆	豆瓣	英雄互娱

数据来源：VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

5.IPO退出48家，并购退出24家，投资项目退出率约为16.6%

在红杉中国所投资的项目中，有48个是通过IPO退出的，有24个通过并购，7个通过股权转让退出，3个通过管理层回购退出。总共退出项目82个，投资项目退出率为16.6%。

红杉中国的项目组合中，通过IPO退出的48个项目

诺亚财富	博纳影业	京东商城	鱼跃医疗
博雅互动	匹克	新生源	贝达药业
秦川机床	联络互动	诺康生物	百田
文思创新	光环新网	陌陌	聚美优品
乾照	健帆生物	软通动力	奇虎360
唯品会	51Talk	昆仑万维	快乐购
高德	斯凯网络	稳健医疗	中通快递
首航节能	掌趣科技	蒙草抗旱	途牛旅游
万达院线	枫叶教育	亚太传媒	中国圣牧
新产业	百奥家庭互动	滇虹药业	人和商业
东鹏控股	天福茗茶	网秦	新高地科技
利农科技	麦网	乡村基	阿里巴巴（HK）

数据来源：清科私募通，VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

红杉中国的项目组合中，通过并购退出的24个项目

赶集网	一九付	乐跑	圣牧高科
大众点评	新浩艺	56网	蚂蚁短租
海豚浏览器	嘟嘟美甲	导航犬	看书网
康创联盟	乐蜂网	亿程信息	嘉禾一品
晶合思动	依格斯医疗	能特科技	看书网
19PAY	捷迅易付	500彩票	康盛创想

数据来源：清科私募通，VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

红杉中国的项目组合中，通过股权转让退出的7个项目

铂涛酒店	卓越教育	TopCall	食神摇摇
新浩艺	初见	起凡游戏	

数据来源：清科私募通，VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

红杉中国的项目组合中，通过管理层回购退出的3个项目

开封制药

飞鹤乳业

恒信玺利（部分退出）

数据来源：清科私募通，VCSaaS，中国股权转让研究中心整理

6.部分项目的投资回报倍数

根据从清科私募通以及互联网所搜集到的数据，研究中心将红杉中国部分投资项目的投资回报倍数列在下表。

投资标的	投资时间	退出时间	退出途径	投资回报倍数
贝达药业	2013.6	2016.11	IPO	1.68
51Talk	2014.10	2016.6	IPO	2.29
嘉禾一品	2010.10	2015.4	并购	1.37
快乐购	2010.4	2015.1	IPO	4.79
恒信玺利	2008.8	2015.1	管理层收购	6.79
能特科技	2012.12	2014.12	并购	1.49
陌陌	2014.5	2014.12	IPO	1.39
数字天域	2009.12	2014.12	并购	11.30
枫叶教育	2008.2	2014.11	IPO	2.92
中国圣牧	2014.1	2014.7	IPO	2.73
京东商城	2011.3	2014.5	IPO	5.25
聚美优品	2011.4	2014.5	IPO	88.00
途牛旅游	2011.4	2014.5	IPO	1.23
百奥家庭互动	2009.12	2014.4	IPO	34.12
光环新网	2010.12	2014.1	IPO	4.67
东鹏控股	2010.8	2013.11	IPO	2.47
博雅互动	2011.1	2013.11	IPO	14.91
看书网	2011.9	2013.10	并购	4.42
亿程信息	2010.5	2013.9	并购	0.62

投资标的	投资时间	退出时间	退出途径	投资回报倍数
19PAY	2006.1	2013.7	并购	3.84
蒙草抗旱	2010.7	2012.9	IPO	1.18
掌趣科技	2010.7	2012.5	IPO	2.67
飞鹤乳业	2009.8	2012.3	管理层收购	1.03
首航节能	2010.12	2012.3	IPO	3.56
唯品会	2011.1	2012.3	IPO	3.25
天福茗茶	2010.12	2011.9	IPO	1.94
网秦	2007.12	2011.5	IPO	10.16
奇虎360	2006.1	2011.3	IPO	14.44
斯凯网络	2007.7	2010.12	IPO	14.6
诺亚财富	2007.8	2010.11	IPO	36.31
利农科技	2006.4	2010.10	IPO	5.72
乡村基	2007.11	2010.9	IPO	7.62
乾照光电	2008.1	2010.8	IPO	11.42
诺康生物	2008.1	2009.12	IPO	1.71
匹克体育	2007.4	2009.9	IPO	7.99
文思创新	2006.5	2007.12	IPO	3.66

数据来源：清科私募通，互联网信息，中国股权转让研究中心整理

7. 红杉中国投资退出Key Index

	创新工场 (2016.10)	真格基金 (2016.10)	经纬中国 (2016.10)	红杉中国 (2016.11)
投资数量	273个	375个	291个	494个
投资金额	约40亿元	22亿元	86亿元	514.3亿元
项目进入下一轮的比例	2/3	2/5	1/2	1/2

进入C轮的项目比例	6.6%	6.7%	17.5%	16.6%
进入D轮的项目比例	1.5%	1.9%	6.9%	5.3%
十亿元人民币估值项目数量	20个	26个	23个	54个
十亿元人民币估值项目比例	7.3%	6.9%	7.9%	10.9%
IPO项目的数量	1个 (美图秀秀)	4个(1个真格, 3个徐小平)	8个	48个
IPO项目的比例	--	1.1%	2.7%	9.7%
并购项目的数量	10个	9个	7个	24个
并购项目的比例	3.7%	2.4%	2.4%	4.9%
合计退出数量	11个	13个	16个(IPO8个, 并购7个, 股权转让1个)	82个
合计退出比例	4.0%	3.5%	5.5%	16.6%

数据来源: VCSaaS, 清科私募通, 互联网, 中国股权转让研究中心整理

同创伟业投资退出状况分析

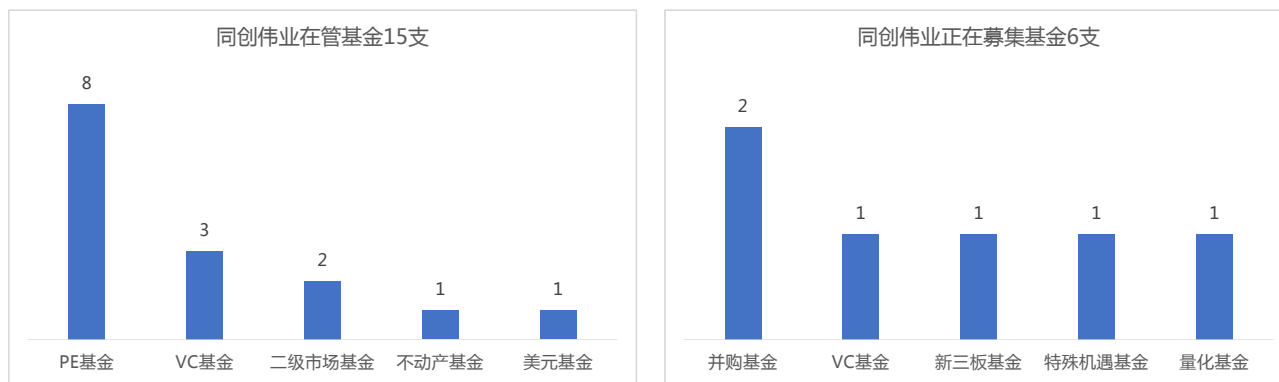
本文为中国股权转让研究中心关于国内各家投资机构退出情况系列文章之五，该系列文章旨在通过市场公开数据分析对国内投资退出情况进行探讨，强调用数据说话，不代表中心观点。由于市场公开数据的局限性，难免造成数据片面、纰漏，我们也欢迎读者指出批评并提供更为准确权威数据，以便我们修正。

深圳同创伟业资产管理股份有限公司（同创伟业）成立于2010年，并于2015年7月15日在新三板挂牌公开转让。其前身，也是现在同创伟业的大股东，深圳市同创伟业创业投资有限公司（同创投资）成立于2000年，是国内早期私募股权投资机构之一。同创投资是2000年-2008年的投资主体，从2009年开始同创伟业成为投资主体。

本文根据同创伟业在2015年7月挂牌新三板时所披露的数据，对同创伟业过去几年的投资退出进行一个统计与梳理。

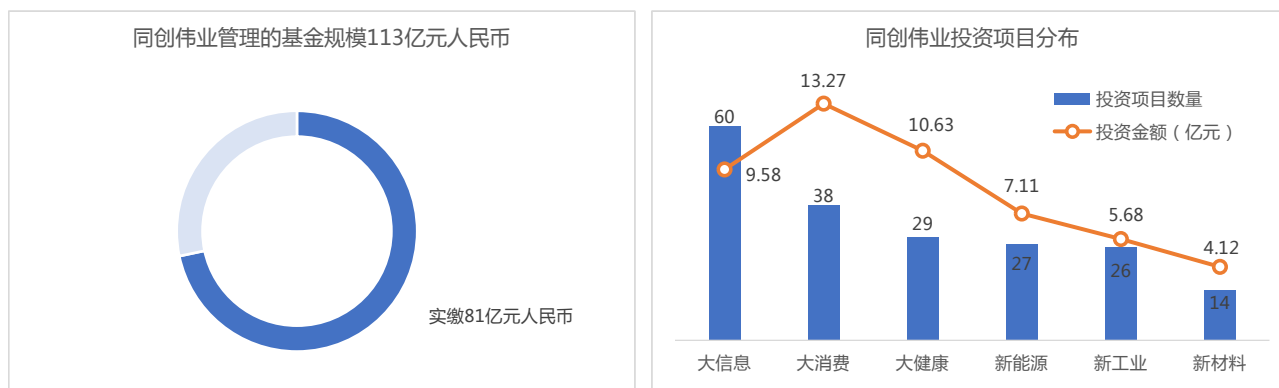
1. 同创伟业在管及募集中的基金21支，基金规模总计113亿元

同创伟业从传统PE投资为主，逐步延伸到VC阶段的投资。而且，还涉及了二级市场、房地产领域的投资。



数据来源：同创伟业公开转让说明书，中国股权转让研究中心

截至2015年4月份，同创伟业管理的基金规模为113亿元，其中实缴资本为81亿元人民币。



数据来源：同创伟业公开转让说明书，中国股权转让研究中心

2. 同创伟业投资194个项目，累积投资金额50亿元

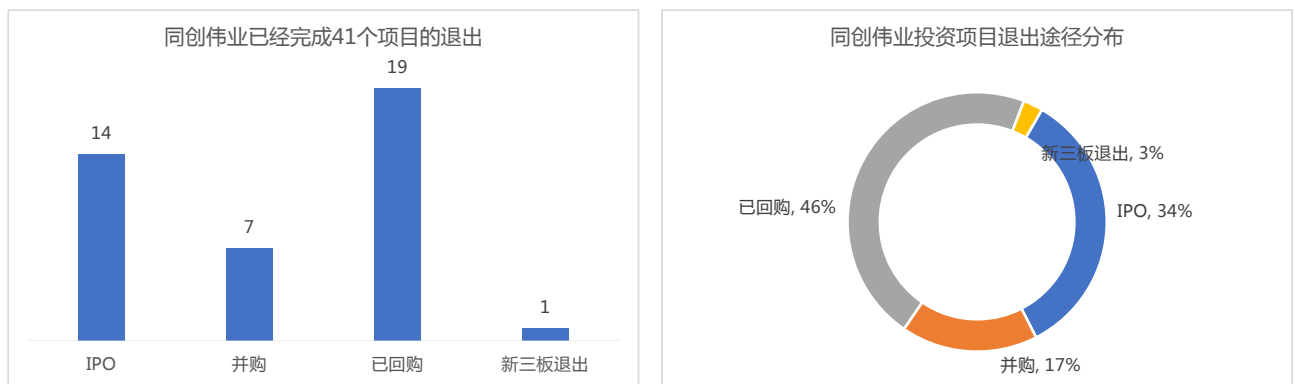
同创伟业在股权投资领域（VC和PE）共投资了194个企业，累积投资金额50亿元。投资行业包含“三大三新”等六个领域：大健康（含生物医药、医疗器械、医疗服务等）、大信息（含TMT、消费电子、移动互联

网)、大消费(含现代农业、现代服务业、文化创意等)及新能源(含节能环保、清洁能源等)、新材料、新工业(含高端制造业)。

所投资的194个项目中,较为知名的包括:乐视网、华大基因、达安基因、贝达药业、世联行等。

3. 194个投资项目, IPO退出14个, 并购退出7个

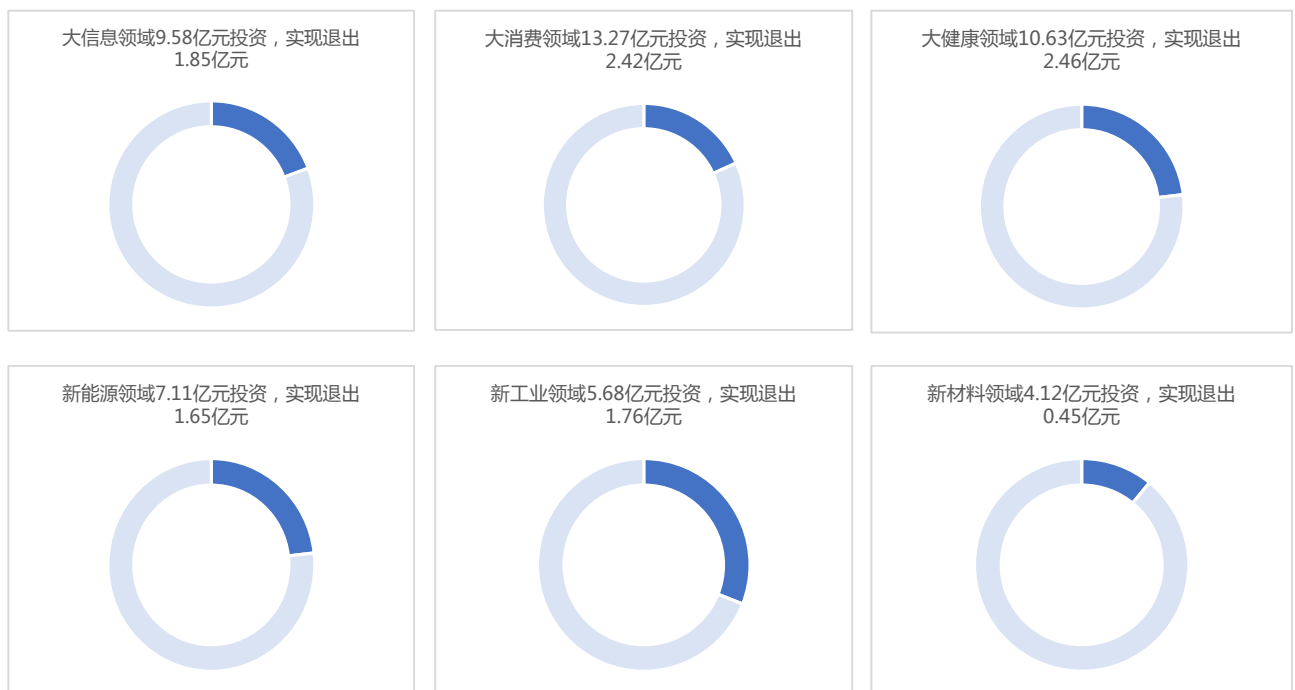
根据股权转让说明书中的数据,截至2015年4月,同创伟业投资的194个项目中,退出的项目41个。同创伟业目前的主要退出途径是:IPO、并购和大股东回购。通过IPO退出的项目占总项目的比例为7.2%,通过并购退出的比例为3.6%。除此之外,在在管的153个项目中,已经有7个在IPO审核中。



数据来源:同创伟业公开转让说明书,中国股权转让研究中心

4. 50亿元的投资, 目前退出近11亿元

同创伟业在大信息、大消费、大健康、新能源、新工业和新材料等6个领域投资了50亿元。截至2015年4月,退出的投资金额为10.59亿元。各个领域内的退出金额分布如下图所示。



数据来源:同创伟业公开转让说明书,中国股权转让研究中心

5.同创伟业投资退出Key Index

指标	创新工场 (2016.10)	真格基金 (2016.10)	经纬中国 (2016.10)	红杉中国 (2016.11)	同创伟业 (2015.07)
投资数量	273个	375个	291个	494个	194个
投资金额	约40亿元	22亿元	86亿元	514.3亿元	50亿元
项目进入下一轮的比例	2/3	2/5	1/2	1/2	--
进入C轮的项目比例	6.6%	6.7%	17.5%	16.6%	--
进入D轮的项目比例	1.5%	1.9%	6.9%	5.3%	--
十亿元人民币估值项目数量	20个	26个	23个	54个	--
十亿元人民币估值项目比例	7.3%	6.9%	7.9%	10.9%	--
IPO项目的数量	1个 (美图秀秀)	4个(1个真格, 3个徐小平)	8个	48个	14个
IPO项目的比例	--	1.1%	2.7%	9.7%	7.2%
并购项目的数量	10个	9个	7个	24个	7个
并购项目的比例	3.7%	2.4%	2.4%	4.9%	3.6%
合计退出数量	11个	13个	16个(IPO8个, 并购7个, 股权转让1个)	82个	22个(未包含已回购的19个项目)
合计退出比例	4.0%	3.5%	5.5%	16.6%	11.3%

数据来源：同创伟业公开转让说明书，VCSaaS，清科私募通，互联网，中国股权转让研究中心整理



案例篇

卖老股也可以赚的盆满钵满

Groupon: IPO之前, 投资人已经通过卖老股赚了10亿美金

—适时退出比行业的盈利模式更重要

在选择投资标的时候, 投资机构都要选择规模大, 盈利模式清晰的行业中的龙头企业。然而, 对于真正的投资高手来说, 也许什么行业规模、盈利模式都是浮云, 把握退出的时机才是不二法门。

Groupon作为全球团购行业的鼻祖, 虽然上市之后股价表现让人捉急, 但是其老股东和创始人的神操作, 让其在IPO之前, 就已经获得了近10亿美金的回报。这里就结合Groupon的投资退出情况, 向大家讲一讲适时退出的重要性。

其实, 这也不是研究中心第一次讲适时退出的重要性。在此之前, 中国股权转让研究中心曾经对国内社交网络行业及团购行业的投资退出进行过研究, 并发表了2篇相应的研究报告。

故事是这样的:

Groupon是团购行业的鼻祖。公司在2008年11月上线, 以网友团购为经营卖点, 给消费者带来一种全新的社交消费模式。瞬间, Groupon迅猛发展, 收入规模持续增长。在Groupon快速发展的过程中, 吸引了全球知名VC及PE投资基金的关注。从2008年1月到2011年2月, Groupon先后进行了5次大规模的融资, 融资额度为11.3亿美元。除此之外, Groupon还在2010年秋天和11月分别收到来自雅虎和谷歌的价值为35亿和60亿美元的收购邀请, 但都拒绝了。

Groupon于2011年11月4日在NASDAQ上市, 当日收盘26美元, 比发行价20美元上涨31%, 市值达到176亿美元, 超过1年前谷歌给出的收购价200%。

然而, Groupon的商业模式也一直在被质疑, 甚至有人发文, 认为Groupon的团购模式是一个庞氏骗局, 是一种不可持续的商业模式。商家以近一半的价格在Groupon平台上做推广, 吸引客户。所得的收入中, 一半为Groupon的服务佣金, 另一半归商家。单纯从价格上讲, 商家打了75%的折扣。

没有任何一个商家可以持续这样打折的。所以, 为了维持本身收入的不断增长, Groupon就不得不开发新的客户。从新客户那里收取佣金, 来提高自己的营收, 从而吸引更多的融资来壮大自己, 提高与商家谈判的优势, 进而, 去吸引更多的新的商家来平台做推广。而整个过程中, Groupon并没有为商家提供任何持续的价值增长。

也许, Groupon的这种商业模式早已被资本市场所看穿。

在上市不到3周, 公司的股票就跌破了发行价, 从2012年3月开始, 股票再也到过发行价20美元的价格。在2016年2月, 股票价格最低低至2.15美元, 近期在3.5美元左右徘徊。

Groupon历次融资的情况如下表所示。总融资额为11.33亿美元, 包括费用。



数据来源: 新浪财经, 中国股权转让研究中心整理

时间	轮次	投资机构	金额（\$）
2008.1.15	Series D	New Enterprise Associates（NEA，恩颐投资）	4,799,999.00
2009.11.17	Series E	Accel（加速合伙投资）	20,000,005.00
2009.11.17	Series E	New Enterprise Associates	10,000,002.00
2010.4	Series F	--	135,000,000.00
2010.12 & 2011.1	Series G	Allen & Company LLC（Groupon IPO承销商之一），Morgan Stanley（Groupon IPO承销商之一）提供投资咨询服务的10支基金，及其他投资机构	946,000,000.00
2011.2.10	Non-Voting Common Stock	Maveron Equity Partners（MEP），Theodore J. Leonsis（公司董事），Matt McCutchen，Placido Arango	17,200,000.00
	其中	MEP	15,000,006.00
		Theodore J. Leonsis	1,000,313.00

数据来源：Groupon招股说明书，中国股权转让研究中心整理

融资11.3亿美元，其中9.4亿美元是分红和受让老股了

Groupon所融的11.3亿美元中，其中9.42亿美元（占融资总额的83.3%）用于向包括3位创始人在内董监高（IPO时在职及已离职的）及其他股东进行了老股回购及分红。各次分红及老股回购的情况，如下表所示。数据来源为Groupon的招股说明书，由中国股权转让研究中心整理。

2009.11，Series E轮融资后向之前的股东分红2640万美元。

表格中的套现投资人除了其本人外，还包括其所控制的实体。下同。

2010.4，Series F轮融资后，回购2类普通股（Voting Common

投资人	职务	分红金额（\$）
Andrew Mason	创始人，CEO	3,225,000.00
Eric Lefkofsky	创始人，董事会执行主席	12,018,720.00
Bradley Keywell	创始人，董事	4,125,000.00
NEA	Series D	4,920,131.00
John Walter	IPO之前离职的董事	586,500.00
Kenneth Pelletier	IPO之前离职的CTO	75,000.00
Theodore Leonsis	IPO时的董事	37,500.00

投资人	职务	回购金额（\$）
Andrew Mason	创始人，CEO	17,931,440.00
Eric Lefkofsky	创始人，董事会执行主席	67,103,948.00

stock和Non-Voting Common Stock)，金额总计近1.2亿美元。

2010.12和2011.1，Series G轮融资之后，回购2类普通股（Voting Common stock和Non-Voting Common Stock）及Series D和E轮的优先股，金额共计近8.1亿美元。

投资人	职务	回购金额（\$）
Bradley Keywell	创始人，董事	23,213,574.00
Theodore Leonsis	IPO时的董事	208,491.00
John Walter	IPO之前离职的董事	3,261,015.00
Kenneth Pelletier	IPO之前离职的CTO	969,542.00

投资人	职务	回购股票类型	回购金额（\$）
Andrew Mason	创始人，CEO	Voting	10,000,000.00
Eric Lefkofsky	创始人，董事会执行主席	Voting	319,074,842.00
Bradley Keywell	创始人，董事	Voting	133,427,720.00
John Walter	IPO之前离职的董事	Voting	20,571,482.00
Accel	Series E	Series E	19,999,976.00
NEA	Series D&E	Series D	70,006,030.00
		Series E	
O & M Samwer	并购交易中以股票支付的对价	Voting	115,479,488.00
Brian Totty	IPO时的SVP	Non-Voting	655,019.00
Kenneth Pelletier	IPO之前离职的CTO	Non-Voting	7,611,895.00
Jason Fried	IPO之前离职的董事	Non-Voting	557,721.00

2011.2，公司回购2类普通股（Voting Common stock和Non-Voting Common Stock），金额总计1700万美元。

投资人	职务	回购股票类型	回购金额（\$）
John Walter	IPO之前离职的董事	Voting	4,001,268.00
Robert Solomon	IPO之前离职的COO	Non-Voting	5,000,002.00

来看看投资人和老股东惊人的退出收益

Groupon的董监高（IPO时在职及已离职的）及主要股东在IPO之前套现汇总，如下表所示。

股东	职位	向公司卖老股所得 (\$)	分红所得 (\$)	IPO之前累计套现 (\$)
Andrew Mason	创始人，CEO	27,931,440.00	3,225,000.00	31,156,440.00
Eric Lefkofsky	创始人，董事会执行主席	386,178,790.00	12,018,720.00	398,197,510.00
Bradley Keywell	创始人，董事	156,641,294.00	4,125,000.00	160,766,294.00
IPO时，其他在任或已离职董监高		42,836,435.00	699,000.00	43,535,435.00
NEA	Series D&E	70,006,030.00	4,920,131.00	74,926,161.00
Accel	Series E	19,999,976.00	0.00	19,999,976.00

以发行价20美元/股的价格为基础，NEA和Accel2家机构的投资回报如下表所示。

投资方	IPO之前的持股数	累计投资金额 (\$)	IPO之前已套现金额(\$)	平均持股价格 (\$)	IPO的退出回报倍数	累计投资时间	IRR
NEA	87,453,072	14,800,001.00	74,926,161.00	0.00*	122.2	3年10个月	251.1%
Accel	33,203,928	20,000,000.00	19,999,976.00	0.00*	33.2	2年	484.8%

*由于分红及老股转让，这2家投资机构在IPO之前已经收回了投资成本。

在IPO之前，Groupon的部分董监高及主要投资机构已经赚得盆满钵盈，已经完全不必等到IPO。Groupon在IPO之前如此大规模套现的情况实属罕见，在招股说明书中，给出的原因是：公司高管及董事会达成共识，Groupon经营现金流充沛，足以支撑公司的发展。因此，融到的资金可以回报给股东。

也许团购行业本身的盈利模式并不是可持续的，但这并没有阻碍投资机构获利，唯一的要点是选择合适的退出时间。

尽管如此，研究中心依然不建议老股东和创始人在公司上市前做如此大规模的套现。研究中心认为，对于创始人来说，改善生活条件型的套现值得提倡，创始人套现数千万美金甚至数亿美金，实在让人担心公司前景；而对于投资机构来说，虽然NEA等机构通过退出为LP赚取了可观的回报，但对公司可能并不是十分有利的。

投得好不如退得好：拉手网虽没IPO,但这家公司成了唯一赚钱的投资机构

“融、投、管、退”是私募股权投资行业的4个关键环节。一直以来，不论是投资机构，还是财经媒体，更多的是关心融和投。一个投资机构融了多少资金，投资了哪个明星项目，不仅是投资机构品牌宣传的主要内容，也是财经媒体追踪报道的新闻。但是，在“退”这个阶段，不论是投资机构，还是财经媒体却很少披露。但，“退”才是最重要的一环。只有成功的退出之后，投资人的钱才能够收回来。否则，只有纸面上的回报，而两手空空。

在本篇文章中，中国股权转让研究中心希望以在对中国团购投资退出进行研究的时候整理的拉手网的例子，给大家说一说适时退出对于早期投资机构的重要性。

拉手网成立于2010年3月，是国内早期致力团购的网站之一。在2011年全国团购网站销售额排行中，名列第一。在美团之上，而且，将大众点评和糯米网甩后了一大截。2011年10月，拉手网提交了上市申请，拟融资1亿美元，估值11亿美元。

然而，2012年6月，拉手网撤销上市申请。原因包括：财务问题、模式单一、管理失控、中概股遭阻击等。2014年10月19日，拉手网被江苏三胞集团收购，价格没有披露，但，外界报道价格在千万人民币级别。而且，据传此次收购也是为了帮助投资机构套现退出。

由于拉手网向美国证监会SEC提交了上市申请，因此，我们可以详细地分析出投资机构投资拉手网的情况。具体数据如下。

轮次	时间	投资方	投资金额 (\$)	获得的股份	每股平均价格 (\$)	备注
A-1	2010.7.26	金沙江创投	4,000,000.00	170,466,660	0.0235	
A-1	2010.7.26	德国Rebate Network公司	666,667.00	28,411,120	0.0235	
A-2	2010.7.26	泰山天使	150,000.00	12,785,000	0.0117	
A-3	2010.7.26	德国Rebate Network公司	50,000.00	6,250,000	0.0080	
A-3	2010.7.26	嘉丰资本	50,000.00	6,250,000	0.0080	
A-4	2010.7.26	泰山天使	50,000.00	15,625,000	0.0032	
	2010.12.1	公司	1,800,000.00	5,682,000	0.3168	拉手网回购泰山投资A-4轮中的部分老股
B	2010.12.31	金沙江创投	9,538,666.65	30,110,378	0.3168	
B	2010.12.31	德国Rebate Network公司	9,733,335.69	30,724,883	0.3168	
B	2010.12.31	泰山天使	1,199,999.89	3,787,998	0.3168	
B	2010.12.31	Banean Holdings	194,666.82	614,498	0.3168	
B	2010.12.31	Tenaya Capital V	3,814,035.02	12,039,632	0.3168	

轮次	时间	投资方	投资金额 (\$)	获得的股份	每股平均价 格(\$)	备注
B	2010.12.31	Tenaya Capital V-P	1,052,631.71	3,322,806	0.3168	
B	2010.12.31	Norwest Ventures	4,866,666.73	15,362,438	0.3168	
C	2011.3.23	麦顿投资	39,999,736.06	26,616,806	1.5028	
C	2011.3.23	IPROP	17,999,880.17	11,977,562	1.5028	瑞士历峰集团下属 的PE
C	2011.3.23	Reinet	17,999,880.17	11,977,562	1.5028	瑞士历峰集团下属 的PE
C	2011.3.23	Tenaya Capital V	4,075,244.95	2,711,768	1.5028	
C	2011.3.23	Tenaya Capital V-P	1,124,722.57	748,418	1.5028	
C	2011.3.23	金沙江创投	14,612,792.89	9,723,711	1.5028	
C	2011.3.23	Banean Holdings	298,221.64	198,444	1.5028	
C	2011.3.23	Norwest Ventures	14,999,900.65	9,981,302	1.5028	
	IPO之前	麦顿投资	0.00	76,237,397	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	IPROP	0.00	34,306,827	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	Reinet	0.00	34,306,827	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	Tenaya Capital V	0.00	7,767,203	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	Tenaya Capital V-P	0.00	2,143,662	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	金沙江创投	0.00	27,851,216	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	Banean Holdings	0.00	568,395	0.0000	反稀释条款
	IPO之前	Norwest Ventures	0.00	28,589,023	0.0000	反稀释条款

数据来源：拉手网招股说明书，中国股权转让研究中心整理

2011.10.28，拉手网首次在SEC递交IPO申请。1 ADS=36普通股，发行价区间中值为\$14/ADS。如果以\$14/ADS为计算依据，主要投资机构的投资回报如下表所示。

投资方	IPO之前的 持股数	累计投资金额 (\$)	平均持 股价格 (\$)	折算成 ADS后的 价格(\$)	IPO的退出 回报倍数	累计投资 时间	IRR
金沙江创投	238,151,965	28,151,459.54	0.1182	4.2555	2.3	1年3个月	159.90%

投资方	IPO之前的持股数	累计投资金额(\$)	平均持股价格(\$)	折算成ADS后的价格(\$)	IPO的退出回报倍数	累计投资时间	IRR
麦顿	102,854,203	39,999,736.06	0.3889	14.0003	0.0	7个月	0.00%
德国Rebate Network公司	65,386,003	10,450,002.69	0.1598	5.7535	1.4	1年3个月	101.45%
嘉丰资本	6,250,000	50,000.00	0.0080	0.2880	47.6	1年3个月	2135.16%
泰山天使	26,515,998	-400,000.11			6.7	1年3个月	411.91%

数据来源：拉手网招股说明书，中国股权转让研究中心整理

泰山天使曾向公司卖出过部分A-4轮的老股，售出金额为180万美元。这不仅收回了当初及后续的投资成本，并收益40万美元。所以，在IPO之前，泰山投资的收益是40万美元加上折算后接近2700万股的普通股。

嘉丰资本（Chinese Founders Fund, CFF Partners Inc.）也是业内一家知名的创业投资机构，投资过拉手网、小米、豆丁、易趣等知名公司。

如果以\$14/ADS的发行价格计算，只有早期的4家投资机构有投资收益，后面的机构机构收益为0（即便项目IPO成功，机构与收益还有一段距离。）。在早期投资的4家机构中，如果从IRR的角度来看的话，嘉丰资本的投资回报最高，为2135%。泰山天使的IRR只有412%。但，不论是2135%，还是412%，这都是纸面财富，即便当初的IPO成功的话。考虑到后来，拉手网走下坡路，撤销IPO申请，直至被收购，这些投资机构没有任何退出机会。

因此，如果说投资拉手网，回报最高的机构，就是泰山天使。4个月，收回投资成本并获得40万美元现金收益，同时，还有折算后近2700股普通股。

从上面的案例，大家可以看到一个很简单的道理。恰当管理基金的流动性，选择合适的退出时间节点，对于投资机构来说，实在太重要了。这就是行业里所说的，**投得好不如退得好。**

51Talk: 有人说徐小平被打脸, 我们说徐老师做了笔好买卖

2016年6月10日, 国内在线英语学习平台, 51Talk, 在美国上市。国内多家主流财经媒体, 通过对51Talk在其招股说明书中的所披露数字和过去的新闻报道对比, 发现, 51Talk曾对其融资额度进行了夸大报道, 而且是“有图有真相”。而, 51Talk的天使投资人真格基金的创始人徐小平老师在2015年春天2次发表微博, 倡议创投界的朋友不要虚报投资额度。并在微博中要求, 真格所投资的公司“要么不报融资消息, 要报就要报真实数字”。一时间多条相关新闻互联网上闹得沸沸扬扬。

轮次	时间	招股说明书所披露的融资额*	新闻报道中所报道的融资额**	备注
天使轮	2013.6	US \$161,125.00	数十万美元	只考虑真格基金的投资
A轮	2013.6	US \$2,000,000.00	--	未找到相关的新闻报道
B轮	2013.12	US \$7,740,000.00	1200万美元	报道的融资额是实际融资额的1.6倍
C轮	2014.7	US \$28,200,000.00	5500万美元	报道的融资额是实际融资额的2.0倍
D轮	2015.8	US \$20,000,000.00	--	未找到相关的新闻报道

*: 融资额来自51Talk招股说明书所披露的数字, 由中国股权转让研究中心整理。具体的投资方和投资额度请见下表。

**：通过在百度搜索引擎以关键字查找, 找到相关新闻报道

如果从时间节点上来看, 也许徐老师的话真管用, 不管B轮、C轮是什么情况, 至少在微博发布之后的D轮, 公司采取的沉默态度。

但, 这不是今天的重点, 我们要给大家讲一讲, 为什么说徐老师在51Talk上做了一个好买卖。

我们先来看一看, 51Talk的历次融资情况。51Talk共进行了包括天使轮在内的5次融资。天使轮的融资来自徐小平老师的真格基金和51Talk在菲律宾的一位早期业务合作人。后续的投资又引来了DCM、雷军的顺为资本、YY欢聚时代(51Talk所使用的语音技术来自YY)、红杉和华兴资本等国内外知名投资机构及上市公司。

轮次	时间	投资方	投资金额(\$)	获得的股份	每股平均价格	备注
天使轮	2013.6	真格基金	161,125.00	12,500,000	0.0129	
	2013.6	Kei Hattori	6,250.00	12,500,000	0.0005	公司在菲律宾的业务合作人
A轮	2013.6.28	DCM	2,000,000.00	30,000,000	0.0667	
B轮	2013.12.9	DCM	1,740,000.00	9,638,710	0.1805	

轮次	时间	投资方	投资金额 (\$)	获得的股份	每股平均价格	备注
		顺为资本	3,390,000.00	18,758,000	0.1807	
		YY	2,610,000.00	14,442,000	0.1807	
		顺为资本	400,000.00	2,697,500	0.1483	顺为购买Kei所持的老股
		YY	400,000.00	2,697,500	0.1483	YY购买Kei所持的老股
C轮	2014.7 & 2014.8	DCM	6,170,000.00	13,972,645	0.4416	
		顺为资本	3,340,000.00	7,563,064	0.4416	
		YY	2,670,000.00	6,041,674	0.4419	
		红杉	16,020,000.00	36,285,762	0.4415	
		顺为资本	2,200,000.00	5,072,817	0.4337	顺为购买真格所持有的老股
		华兴	299,999.87	679,395	0.4416	华兴购买Kei所持的老股
		华兴	700,000.13	1,585,256	0.4416	华兴购买创始人所持的老股
D轮	2015.8.31	DCM	4,738,000.00	5,092,152	0.9305	
		顺为资本	3,013,000.00	3,238,092	0.9305	
		YY	2,049,000.00	2,201,811	0.9306	
		华兴	200,000.00	215,103	0.9298	
		红杉	10,000,000.00	10,747,158	0.9305	

数据来源：51Talk的招股说明书，中国股权转让研究中心整理

2016.6.10，51Talk在纽交所上市，发行价为\$19/1 ADS，1 ADS = 15股普通股。IPO之前所有股东所持有的普通股和优先股均按1:1转换为Class B普通股。以发行价来计算的主要投资人的投资回报如下表所示。

投资方	IPO之前的持股数	累计投资金额 (\$)	平均持股价格 (\$)	折算成ADS后的价格 (\$)	IPO的退出回报倍数	累计投资时间	IRR
真格基金	7,427,183	-2,038,875.00*			71.0	3年	316.02%

投资方	IPO之前的持股数	累计投资金额(\$)	平均持股价格(\$)	折算成ADS后的价格(\$)	IPO的退出回报倍数	累计投资时间	IRR
Kei Hattori	6,425,605	-1,093,749.87*			1477.3	3年	1039.17%
DCM	58,703,507	14,648,000.00	0.250	3.743	4.1	3年	72.13%
顺为	37,329,473	12,343,000.00	0.331	4.960	2.8	2年6个月	70.57%
红杉	47,032,920	26,020,000.00	0.553	8.298	1.3	2年	51.66%

数据来源：51Talk的招股说明书，中国股权转让研究中心整理

*真格基金和Kei在IPO之前，已经通过老股转让收回了先期的投资。负数表示的是现金回报。

由于Kei是51Talk在菲律宾的业务合作人，因此，仅看外部投资机构的回报的话，真格基金是最高的，不论是回报倍数，还是IRR。目前资本市场对51Talk并不看好，烧钱获客的模式和来自业内强大竞争对手的竞争，上市当天，股价便跌破发行价。由于存在180天的锁定期，因此表上根据发行价所计算出的投资回报是否能够实现，还是一个很大的未知数。但是，真格基金是唯一一家已经变现的外部投资人。真格基金在2013年6月对51Talk进行了天使投资16.1万美元。1年后，在2014年7月，真格基金向顺为资本出售老股，套现220万美元，实现了12.7倍的投资回报。1年内收回220万美元现金，再加上现在还有的近50万股ADS，所以说，徐老师在51Talk的投资上做——一个好买卖。

早期投资人适时通过老股转让退出，及时锁定收益，落袋为安，不必苦等IPO，是研究中心一直所倡导的观点。

步长制药：创始人家族卖老股套现80亿

本文希望以步长制药为例向读者阐明一个观点。不论对于创业企业，还是投资人来说，增资扩股并不是唯一的投资手段。老股转让既是管理投资流动性的重要工具，也可以作为一个引入外部战略性投资人的重要投资手段。

步长制药2015年营收117亿元，产品的市场占有率第一

近日，中成药明星企业，步长制药，首发申请获得中国证监会的通过。公司2001年5月成立，2012年3月改制为股份公司。公司以专利中成药为核心，产品集中在心脑血管和妇科用药领域。公司在心脑血管领域的3个独家专利品种，脑心通胶囊、稳心颗粒和丹红注射液，在2013年、2014年、2015年的合计收入为68亿元、79亿元和88亿元。公司2014年度在心脑血管中成药市场合计的占有率为8.85%，排名第一。

公司2013年至2015年的营业收入分别为，85.9亿元，103.3亿元和116.6亿元，净利润13.5亿元，15.1亿元和35.3亿元。

创始人家族通过老股转让在1年内套现80.4亿元人民币

就是像步长制药这样一个成长性好，盈利能力强的行业龙头企业，在其成长发展过程中，从未对外部进行过增资扩股！公司唯一进行的一次增资扩股是在2007年11月。由公司实际控制人近亲所持股或控制的7家公司对公司进行了增资扩股。

公司在有限公司阶段先后进行了10次股权转让。第1、2次股权转让，以及2008年9月进行的第5次股权转让，都是公司创始人所控制的公司之间进行的股权倒腾。

其余的7次都是公司创始人赵涛及其近亲所持股或控制公司对外部投资人进行股权转让。这7次股权转让的金额高达80.8亿元。

在2010年7月到2011年8月，1年多的时间内，密集发生了5次股权转让，总转让金额为80.4亿元人民币。

在经过10轮股权转让之后，创始人赵涛本人仍然间接持有公司55.4685%股权，是公司的实际控制人。除了赵涛本人，他的近亲属所持股或控制公司也相应地持有公司部分股权。

除了创始人家族对外部投资机构进行股权转让之外，一些外部机构也进行了股权转让。一共发生了4起。这4起股权转让的具体情况请见下面的附表。

公司10次股权转让的基本情况表

转让次数	时间	转让方	受让方	转让金融（万元）	公司估值（亿元）
1	2004.3	公司创始人赵涛、其弟赵超	首诚国际（BVI）（赵涛持股70%，赵超持股30%）		
2	2007.11	首诚国际（BVI）	步长（香港），博拿它（香港），兴讯投资（香港），迪明（香港）（赵涛分别间接持有这4家公司100%的股权）		

转让次数	时间	转让方	受让方	转让金融（万元）	公司估值（亿元）
3	2008.4	西藏银星	深圳中欧创投（有限合伙），深圳新海昇	2,118.26	11
4	2008.7	西藏宏强，西藏久发	鄞州新华	2,118.26	11
5	2008.9	步长（香港）	朗格拉（香港），首诚国际（香港）（赵涛分别间接持有这2家公司100%的股权）		
6	2010.7	朗格拉（香港）	香港青春国际等7家外部投资机构	20,447.53	41-43
7	2010.9	西藏德豪、西藏瑞兴、西藏华联、西藏广发	大中宏宇（有限合伙）等3家外部投资机构	43,107.00	169
8	2010.11	西藏德豪、西藏瑞兴、西藏华联、西藏广发、朗格拉（香港）	天津澳特莱（有限合伙）等9家外部投资机构	191,798.98	221
9	2011.1	步长（香港）、朗格拉（香港）、博拿它（香港）、兴讯投资（香港）、迪明（香港）	创顺企业等22家外部投资机构	400,609.67	221
10	2011.8	步长（香港）、博拿它（香港）	鸿宝国际等5家外部投资机构	147,722.35	221-272
			合计	807,922.05	
			2010.7-2011.8, 合计	803,685.53	

数据来源：步长制药的招股说明书，中国股权转让研究中心整理

公司外部投资机构之间的股权转让

转让次数	时间	转让方	受让方	转让份额	转让对价(万元)	转让方首次购买公司股权的时间	转让方购买时公司估值(亿元)	本次转让时公司估值(亿元)
6	2010.7	深圳中欧创投(有限合伙)(鄞州新华间接持有中欧创投的7.50%出资,雅戈尔集团股份有限公司间接持有中欧创投的15.00%出资)	鄞州新华(雅戈尔创始人李如成间接持有98.73%的股权)	0.4000%	1,632.87	2008.4	11	41
10	2011.8	香港青春国际(李如成间接持有90%的股权,其女儿李寒穷持有10%的股权)	鄞州新华	1.4210%	29,903.87	2010.7	43	210
股改之后	2014.5	江苏瑞华	蓝色基金(有限合伙)	1.0000%	26,500.00	2011.1	221	265
股改之后	2014.5	大中宏宇(有限合伙)(大中电器创始人张大中持股98%的有限合伙企业)	西藏丹红(创始人赵涛的妻子赵晓红间接持有100%的股权)	1.9732%	45,460.54	2010.7	41-169	230

数据来源:步长制药的招股说明书,中国股权转让研究中心整理

公司通过卖老股引入了Morgan Stanley和GGV做股东

公司通过多次股权转让引入了境内外的股东,其中境内股东34家,境外股东13家,来看看步长星光闪耀的股东名单吧。

境内股东(直接或间接投资)包括:雅戈尔创始人李如成、广州立白集团创始人陈氏兄弟、大中电器创始人、中信资本、建银国际,华夏幸福、盛世景投资等国内知名一流投资机构。

部分境内股东持股比例和投资总额汇总

机构名称	关联方	持股比例	投资总额(万元)
香港青春国际	雅戈尔创始人李如成及其女儿李寒穷间接100%持有该公司	1.4210%	6,048.00

机构名称	关联方	持股比例	投资总额（万元）
大中宏宇（有限合伙）	大中电器创始人张大中持股98%的有限合伙企业	3.4050%	39,191.87
天津澳特莱（有限合伙）、天津宝凯（有限合伙）	广州立白集团陈氏兄弟家族所控制的有限合伙企业	3.0000%	66,300.00
北京盛世景、上海盛之景	北京盛世景持有上海盛之景15%股权	0.5883%	13,001.18
菏泽和邦（有限合伙）	项目基金，建银国际间接持股26.56%	1.8826%	41,605.46
华夏幸福	上市公司	1.3575%	30,000.75
太平洋大中华	中信资本控股有限公司间接持股33.3%	0.8500%	22,780.00

数据来源：步长制药的招股说明书，中国股权转让研究中心整理

境外的股东（直接或间接投资）包括：摩根斯坦利的亚洲PE基金、纪源资本（GGV）、创建AIG的史带保险集团、亚洲最大的PE基金之一般库资本（AIF Capital）、意大利家族集团CIR的投资部，中美合作的德同资本、中国以色列合作的协同基金、日本领航蓝海VC基金、与台湾富厚投资集团相关联的富利佳投资等活跃于亚太的国际知名投资机构。

部分境外股东持股比例和投资总额汇总

机构名称	关联方	持股比例	投资总额（万元）
鸿宝国际	创建AIG的史带保险集团下属的投资基金持有51.80%的股份	2.3067%	57,680.96
China Best Pharma	日本领航蓝海VC基金持有100%的股权	0.1530%	3,381.30
MS TCM	摩根斯坦利亚洲PE基金间接持有100%的股权	3.1000%	68,510.00
创顺企业	德同资本所管理的一支投资基金持有100%的股权	0.6000%	13,260.00
Golden Touch	中国-以色列合作的协同基金持有100%的股权	0.6000%	13,260.00

机构名称	关联方	持股比例	投资总额（万元）
蔚丰控股	殷库资本持股80%，意大利CIR集团持股10.88%	1.5000%	33,150.00
GGV		0.3800%	8,398.00

数据来源：步长制药的招股说明书，中国股权转让研究中心整理

有人问，卖老股是不是公司不好了呀，我们是不是成为接盘侠了呀？！NO！NO！NO！我们可以告诉你，这就是最有力的证明！这些境内外知名投资机构并非通过通常的增资扩股途径成为步长制药的股东。他们是通过受让创始人家族所转让的股份从而成为公司的股东。通常情况下，不论是创业企业，还是投资机构，都没有将老股转让作为一个引入投资者的主要方式。但是，**通过步长制药这个例子，我们理直气壮的说，通过卖老股引入外部投资者是可行的！国内外知名的投资机构也会接受的！卖老股的公司不行了的说法是站不住的！**

为什么是老股转让，而不是增资扩股呢？

在上面的章节，我们提到了公司通过转让创始人及其近亲所持股或控制的公司所持有的步长制药的股份来引入外部投资人的。这与其他企业通常通过增资扩股来引入外部投资人的做法不同。至于步长制药为什么会这样做？研究中心无法通过采访公司的负责人来解答这个问题。我们只好通过推测来试着解答这个问题。

1、步长制药的名字取自公司创始人赵涛的父亲，赵步长。赵步长是我国著名心脑血管病专家，1992年获国务院“政府特殊津贴”。公司的主要创收产品脑心通是赵步长教授与其妻子伍海勤教授30年科研成果的结晶。赵涛也子承父业，并后来与父亲一起创业，进行药物的研发。公司的药品专利都来自于赵氏家族，而且这些专利药品是公司营收的主要来源。

2、父亲赵步长先于儿子赵涛创业，步长制药的创业和流动资金都来自赵氏家庭自己的早期创业积累。而且，在赵涛创业时，公司的产品已经打开了销路，公司通过自己造血已经可以能够维持自己的运转。外部的资金因而也显得不那么重要。

不只是创始人家族套现赚钱，投资人之一大中电器的创始人张大中也通过转让步长药业老股赚得盆满钵满的

除了创始人家族通过老股转让套现之外，外部投资人也通过将手中步长制药的股份转让给其他投资人获得了收益。

时间	转让方	受让方	转让份额	转让对价（万元）	转让方首次购买公司股票的时间	相应股权的购买价格（万元）	转让后，转让方所剩余的股票数（万股）
2010.7	深圳中欧创投（有限合伙）	鄞州新华	0.4000%	1,632.87	2008.4	429.41	358.9992
2011.8	香港青春国际	鄞州新华	1.4210%	29,903.87	2010.7	6,048.00	0.0000

时间	转让方	受让方	转让份额	转让对价 (万元)	转让方首次 购买公司股 权的时间	相应股权的 购买价格 (万元)	转让后, 转让 方所剩余的股 票数(万股)
2014.5	江苏瑞华	蓝色基金(有限合伙)	1.0000%	26,500.00	2011.1	22,100.00	0.0000
2014.5	大中宏宇(有限合伙)	西藏丹红	1.9732%	45,460.54	2010.7	22,711.72	876.2616

数据来源: 步长制药的招股说明书, 中国股权转让研究中心整理

显然, 大中宏宇(有限合伙)是最大的赢家。大中宏宇(有限合伙)在2010年7月的第6次股权转让和2010年9月的第7次股权转让中, 以39191.87万元, 共获得3.405%的股权。在向西藏丹红进行转让后, 现金回报为6268.67万元。同时, 还剩余1.4318%的股权, 约876.2616万股, 保守估计市值在5.88亿元之上。

深圳中欧创投(有限合伙)(鄞州新华间接持有中欧创投的7.50%出资, 雅戈尔集团股份有限公司间接持有中欧创投的15.00%出资)、鄞州新华(雅戈尔创始人李如成间接持有98.73%的股权)、和香港青春国际(李如成间接持有90%的股权, 其女儿李寒穷持有10%的股权)都是关联方。因此, 计算他们之间转让的收益就没有意义了。