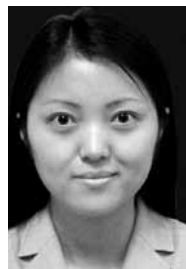


# 企业家早作退出准备， 好于“永不言退”

很多企业创办人及其家族把退出看作失败、丧权，很难作出退出企业的决定。其实，及时谢幕并将时间、精力与回报投入生活或其他事业中，比固步自封、最终与企业一同衰败要好得多。企业家应尽早开展退出的准备工作，科学、渐进、分阶段地放权与释股。



范博宏



俞欣

年前在香港举行的中国企业领袖年会上，笔者主持了一个企业传承的论坛。问数位在内地创业有成的企业家有没有考虑过退出，众人无不坚定回答“永不言退”，并赢得了数百位听众的掌声。

另一个场景是笔者最近指导一群硕士生访谈香港30多家创业20年以上的中小企业所有者与家族，发现他们大多数面临着持续经营的困难，一个重要的原因是没有适合或对经营家族事业有兴趣的继承人；另一个原因是小规模、非标准化的家族经营，很难招聘外部经理人或吸引外部投资者，也难以找到适合的购买者。加上他们往往面对动荡的市场，路障重重。相信这些创业者其实知道该退出经营，却迟迟不愿着手准备，都希望子女能接下企业的担子，但他们又几乎都不愿意现在就放手让有意愿的子女接手，甚至不能与子女有效沟通企业问题。

企业家们永不放弃的奋战精神令人尊敬。当然，在企业成长锋头的

范博宏为香港中文大学财务系教授、经济金融研究所所长，俞欣为南京大学商学院讲师、中国风险投资研究院研究员

青年企业家是不须言退的。但是，商场中没有永远的成长，也没有永远的第一。预见未来强劲的竞争与路障，企业家除了不断创新，寻找新商机，打造因应变化的组织与团队，也必须及早有退出企业的第二手准备。

## 牛根生的启示： 退出不等于失败

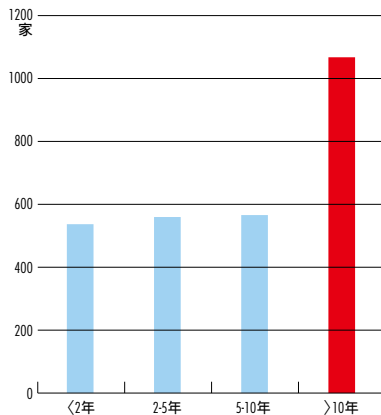
其实，创办人与其家族退出企业是一项常见的经营决策。一项对近2500家欧洲企业的调查显示，40%的企业所有者在不到5年的时间内退出企业，接近60%的所有者在10年内会退出企业(图1)。

我们谈的退出准备，不是写遗嘱，不是承认失败，也不是在创业初期尝试错误的进退摸索(如图1中60%在10年内退出者)，我们关注的是其余40%创业10年以上、初有所成的企业家，如何预见企业未来的机会与局限，作出发展与谢幕的两手准备，并不断重新评估未来情势，调整这个计划。蒙牛乳业(02319.HK)创办人牛根生的退出，可以作为参考。

蒙牛乳业(02319.HK)曾经是家民营企业，2009年7月，中粮集团联

合厚朴基金，出资61亿港元收购其20%的股权，成为公司第一大股东。此次收购前，牛根生通过个人、金牛乳业、银牛乳业、老牛基金的持股，和其他一致行动人合计控制公司28.36%的股份。交易完成后，其合计持股比例下降至15.18%，其中，牛根生本人持股因增发由4.4%被稀释至3.96%。随后，蒙牛乳业董事会改组，牛根生辞去旗下负责具体业务运营的子公司——内蒙古蒙牛董事长，转任蒙牛乳业董事会主席，中粮集团总裁于旭波接任内蒙古蒙牛董事长，这标志着牛根生让出了蒙牛乳业的经营权。

图1：所有者退出企业的年数



在遭受了三聚氰胺、特仑苏事件的接连打击后，蒙牛乳业面临资金链的压力，也体会到乳制品行业的激烈竞争和作为行业龙头企业的压力。牛根生选择将蒙牛的控制权转移给实力雄厚的国企，降低了这两方面的压力。退出蒙牛日常经营的牛根生并没有退休，而是专注于运作一家新企业——现代牧业，经营乳品行业的上游业务原料奶。

### 从嘉士伯、丰田汽车与三笑集团看退出的三种方式

退出不是在企业面临无以为继、破产时救火式的出售，更不是清算。这种行动为时已晚，对于家族、企业与社会来说都是巨大损失。我们谈的退出，是在企业正常发展过程中，有计划、适时适量、渐进式的释出企业的所有权或者经营权。

退出有三种方式。第一种是退出企业的经营，但保留企业的所有权。这种方式适合已高度标准化、市场化的企业。由于不依赖家族的特殊投入，家族可退出经营层，改由非家族的职业经理人经营，但由于资金充足，家族仍可保留企业所有权。若是资金不足以应对未来企业的发展需求，家族亦可在评估利弊后适量出售股份。

当今社会观念已由保守转变为多元，家庭子女减少，而且子女也越来越有机会发展自己的个性和爱好，对父辈经营的业务可能没有兴趣，或者没有足够的能力胜任经营管理。不少欧美家族企业在传递了两三代之后，都逐渐退出了企业的管理层，只保留企业的所有权。例如，丹麦的嘉士伯(Carlsberg)在第四代家族继承人接管公司领导权时，结束了家族成员对公司的日常监控和管理，改由外部经理人管理公司。瑞典宜家(IKEA)的创始人英瓦尔·坎普拉德(Ingvar

Kamprad)虽然将资产分给三个儿子，但是，家族的二代继承人已经退出了企业的经营管理，转而聘用专业经理人担任CEO。这种退出方式准备的要点是，创业初成后及早开展标准化、市场化的工作。

退出的第二种方式是释出企业的所有权，但保留经营权。这种方式通常适用于家族对企业有重要且无可替代的投入(如声誉或特殊技艺)，但因企业未来发展前景好，需要大量外部资金之时，并且，需要企业所在

势，作好股权设置与管理，并积极保持家族对企业的贡献，提升公司治理，赢得投资人信任，以降低集资成本。

第三种退出，是我们熟悉的出售企业，既退出经营权又退出所有权。这通常是因为企业家与家族对企业已无特殊贡献或热情，缺乏资金与人才去迎接未来的挑战与发展，将企业出售，成为最佳选择。国内市场已不乏此类案例。三笑集团的创办人韩国平创造了曾在中国牙刷市场占有率第一的“三笑”牌牙刷，2000年，韩国

图片来源 / www.icpress.cn



嘉士伯在第四代家族继承人接管公司领导权时，改由外部经理人管理公司。

地体制良好，企业家不需担心丧失控制权，投资者也不需担心企业掏空或滥用自己提供的资金。

在较守法的社会，一些德高望众的家族可以在几乎没有企业股份的情况下长期经营企业，例如日本的丰田汽车与万字酱油。但在体制较弱的新兴市场，企业家的有效控制权很重要。即使家族释股集资，也必须透过股权金字塔、双重股权等股权设计，达成对企业的有效控制。这种退出准备的要点是，谨慎评估市场与体制的长期形

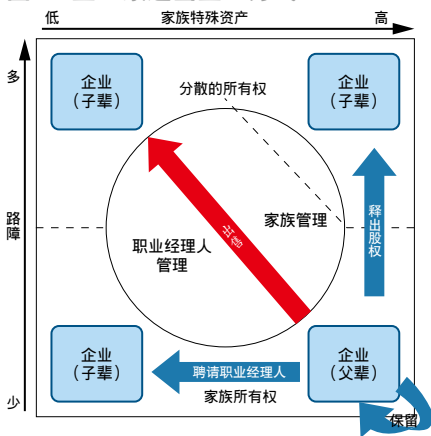
平与高露洁合资成立高露洁三笑公司，到2003年11月，则把自己所持有的30%股权出让，彻底退出了三笑。退出前，韩国平尝试过像宝洁一样延伸产品链，并且提升产品档次，进军城市，与高露洁等国际品牌一决高下。但是，家族成员间的矛盾、有限的管理能力等家族企业普遍面临的瓶颈，限制了三笑的发展，他的努力没有能够扭转“三笑”牙刷在市场竞争中逐渐衰微的趋势。退出“三笑”品牌的决定，或许对于民族品牌是一个打

击,但是对于创办家族甚至社会财富的保持是正确的选择。这种退出的准备要点是,及早作好标准化、职业化,引进战略合作者,明晰企业产权,精简组织结构与事业范围。

总之,企业家与家族应否退出企业、如何退出,取决于他们对企业无可替代的特殊投入有多大,以及造成家族股权流失的路障有多少。企业中家族的特殊资产比重越小,家族越应退出经营。

企业路障越大越多,企业家与家族越应出让股权(图2)。

图2:企业家退出企业方式



### 哈夫特家族的悲剧：退出需要计划与沟通

虽然退出是常见的经营决策,但在欧洲的调研中,当询问企业家是否有退出计划时,仅有1/3的受访者表示有计划。也就是说,2/3的企业家是被时局所迫临时作出退出决定。当进一步询问有退出计划的企业家,是否会计划告知家族成员或继承人时,近90%的人选择不告知。企业家们为什么回避这一重要的问题?从图3中可略见端倪。当被询问退出企业经营后打算做些什么时,被调查者中仅有20%选择退休,而80%的人不愿意退休!40%的人选择继续在公司兼职工作,而25%选择从事其他的商业活动。

企业家回避或推延考虑退出企业、安排接班人的计划,一个可能的理由是过度自信,不愿大权旁落,不能接受自己可能已成公司发展障碍的事实。哈夫特家族的纠纷即凸显

了这一问题。赫伯特·哈夫特(Herbert Haft)于1955年开设了第一家达特(Dart)药品折扣店,并于1984年发展到75家店铺。此后,他将药店业务出售,并开始投资其他零售业,如酒

精饮料、图书、汽车配件等,建立起了零售业王国——达特集团。赫伯特还热衷于资本运作,对另外两大零售商Safeway和Stop&Shop发起了“绿票讹诈”(指投机者购买某公司大量股票,企图加价出售给有意收购方,或以更高价卖回给公司),为达特集团净赚2.5亿美元。

在这一系列的操作中,他的长子罗伯特(Robert)扮演了至关重要的角色,展现出超凡的商业天赋。然而,出色的儿子并没有成为让父亲欣慰的接班人,相反,使父亲感受到了威胁。1993年4月,未征求父亲的意见,罗伯特在《华尔街日报》的一篇文章中说,公司的领导结构变革即将开始,这成为点燃紧张父子关系的导火线。第二天,赫伯特就解雇了儿子,理由是罗伯特“意图接管公司”。同时,他还将支持儿子的妻子格洛里亚(Gloria)逐

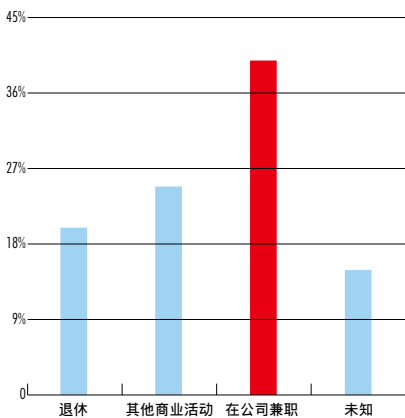
出了董事会。妻子立刻反击,以丈夫不忠并有虐待行为为由提出了离婚申请,并起诉公司对自己的解雇是不正当行为。为了还击妻子和长子,赫伯特拉拢他并不喜欢的二儿子罗纳德(Ronald),聘其为公司的新CEO,并给予他认股权,增加其在公司的股份,以冲淡妻子和长子的股权。同时,他还将原本与公司经营无关的女儿琳达(Linda)拉到了自己的一边。然而仅仅一年,二儿子罗纳德就因为房地产业务的不同意见而被解雇。

哈夫特一家的纷争使达特集团的业绩迅速下滑,无论利润还是股票表现都非常惨淡。集团中的王冠书店生意每况愈下,最终于2001年破产。而家族成员只顾自己的利益,面对急速衰败的家族企业,他们迫切地想要兑现手中的筹码,快速从企业中退出。罗伯特、琳达和格洛里亚在1997年兑现4100万美元,而赫伯特同样在1998年卖掉手中资产,兑现了2000万美元。

然而,父子间的较量并没有随着家族成员退出曾经的家族企业而结束。罗伯特在网上开展药店业务,但80岁的赫伯特也开展了类似的业务,并卷入了儿子报复性的竞争当中,结果是两家公司在2001年同时破产。哈夫特家族如此退出家族成员一手创办的企业,应该是赫伯特·哈夫特始料不及的。如果他能够用理智的方法退出家族企业的经营,也许达特集团和哈夫特家族的财富都不会是我们今天所看到的结果。

创办人退出的另一个障碍是缺

图3:企业家退出后从事的活动





宜家创始人英瓦尔·坎普拉德家族的第二代继承人同样已经退出了企业的经营管理，转而聘用专业经理人担任CEO。

乏外部竞争压力，过度沉醉于过往的成功与自己筑起的深宫内院中。生于1907年的邵逸夫可能是目前已知的世界上年纪最大的老板。直到2010年，103岁的邵老先生才宣布即将退休，由他79岁的太太方逸华接任香港无线电视(TVB)的主席。上世纪50年代，邵逸夫和他的一个兄弟共同创立了邵氏兄弟电影公司，成为战后中国电影行业的先锋，在60和70年代，因率先将中国功夫与黄梅调戏曲引进大银幕获得了巨大的成功。然而，80年代后期，新一代中国人不再热衷于传统风格的电影，邵氏兄弟从此停止了拍摄新电影，邵逸夫转而将精力和资源投入电视领域，成为TVB的控股

股东。TVB靠着邵逸夫在早年电影事业积累的经验与资源，更重要的因为香港政府对广播电视的进入管制，后来几乎垄断香港电视界。因为缺乏竞争，香港市民一直到今天还必须忍受低质量的电视节目。2006年，邵逸夫在98岁高龄因肺炎入院时，邵氏兄弟(原00080.HK，2009年3月私有化)股价却大幅上涨，反映投资者对邵逸夫掌管的公司表现不认同。

邵逸夫与第一任太太育有两子两女，然而，他们都没有在邵氏兄弟或TVB工作，很难成为邵逸夫的接班人。邵逸夫与第二任太太没有孩子，因此，他的事业一直都没有明确的继承计划。前些年有传言指TVB将出售给内

地一位地产大亨，但最终没有实现，邵夫人继任董事会主席似乎是延续邵氏王国的唯一选择。最近有消息称，TVB将出售给香港地产商李兆基，这意味着邵逸夫最终的退出。消息传出后，TVB的股价一日内急升近16%。

以上的例子让我们看到，创办人及其家族很难做出退出企业的决定，更加难以有计划地退出。一个重要障碍是一些企业家将退出看作失败、丧权。其实，及时谢幕退场，将时间、精力与售出企业的回报再投入到生活或其他事业中，比固步自封、最终与企业一同衰败要好得多。要如何改变这不断重演的悲剧呢？我们认为，企业家的工作伙伴、家族成员与至友应

做好沟通的桥梁,提醒企业家尽早开展退出的准备工作。虽然找到与退出同义但较能被接受的沟通名辞不容易,但建议科学、渐进、分阶段地放权与释股,或可让顽固的企业家逐渐明理化。

### 三步式退出计划

有计划的退出,不仅能够保持企业的稳定成长,也能保护家族的财富。退出计划的第一步是权衡继承的路障及家族特殊资产,选择适合的企业发展或退出路径(参照图2的模型)。

第二步是决定并执行适合的公司治理政策。无论选择何种退出方式,都需要淡化企业家个人对企业的影响力,谨慎引入职业经理人、战略合作者、私募股权基金或风险投资基金(PE/VC),来帮助实现企业经营的标准化和专业化,使退出过程更为顺利。PE/VC不仅在早期为企业提供资金支持,还能够帮助企业顺利进入公开资本市场,中国多家民企在美国上市,背后几乎都有PE/VC的运作。在创业板上市的企业中,也有约75%有PE/VC的参与。

完成了第二步的过渡后,第三步是寻找适合的买家出售股权,或将经营权交给职业经理人。PE/VC不会成为企业长期的所有者,其财务投资者的性质决定了它们投资民营企业的最终目标是出售股权以获取利润,并进入下一个投资周期。因此,出售部分股权给PE/VC离最终的退出还有一段距离。但是,引进PE/VC后的标准化过程,有助于第三步较为顺利地实施。

### 资产出售时如何定价

为将要出售的企业定价时,需要考虑的因素首先是业务的性质及行业的发展前景。盈利能力强的业务将吸引更多的潜在购买者,也会提高家族的议价能力。定价必须客观,考虑

家族特殊资产的损失程度,附着于家族的企业声誉、政商关系有多少能够转移给新所有者;如果不能,会多大程度降低企业的价值。

再次,还需要考虑出售股权的规模。比如,股票数额是否大到具有实质投票权甚或控制权?比起不具有投票权的少数股权,具有控制权的股权会有一个溢价。那么,多少规模的股权才具有影响经营决策的投票权?这还取决于公司的股权结构。如果公司的股权结构较为集中,出售的股权很多时才具有实质效力的投票权;相反,如果公司的股权结构较为分散,可能5-10%的股权就具有干预经营决策的能力了。此外,一次性出售较多的股权时,还需考虑流动性折价,股票市场的流动性和公司股权结构会影响企业股票的流动性。

上市企业由于股票市价的存在,确定股权的出售价格相对容易。当然,出售价格也不一定就等同于这部分股权的市价,还需要考虑这部分股权所附带的控制权溢价,或者是流动性折价。

对于非上市企业的定价,没有股价的参考,可以采用两种方法定价。一种是资产净值法,即估计企业未来若干年的收入,计算其净现值。通常,这一方法需要借鉴独立第三方对公司未来经营的评估,以确定相对客观的未来现金流和资本成本。第二种方法是基于销售、收益或现金流乘数法。这种方法需要根据目前企业的销售、营业利润或现金流,借鉴同行业中规模接近、市场份额接近的上市公司的股票价格与销售、营业利润或现金流的乘数,来确定该非上市公司的市价。同样,这两种方法都要调整批量出售股权带来的控制权溢价或流动性折价。

### 退出后的家族资产管理

企业家及其家族退出部分或全

部股权将财富变现后做什么?家族成员平分家产,享受生活是一种选择,但是,这种选择不能保证财富的持续性,特别是在纸币发行泛滥、货币迅速贬值的时期,以货币形式存在的财富很大部分最终会被通胀蚕食掉。更多的家族选择对财富进行积极的管理,私人银行可以协助富有家族对财富的管理需求,但是,如果家族同时还有维系家族成员的创业精神、联合家族成员进行新的商业冒险等要求时,私人银行无法帮上忙。

在西方,拥有超过1亿美元以上资产的家族很多选择建立家族理财室(Family Office)。与私人银行不同的是,家族理财室跳出了纯粹为个人或家庭理财的范式,面向家族永续经营。其服务范围不仅包括解决财富管理的问题,还涵盖其所衍生的家庭生活、人际关系等各个方面,为家族提供的服务包括:资产与财富管理;会计、税务、法律事务;财务和投资教育;慈善捐赠;家族产业继承等在内的家族事务,几乎可以称为家族的管家。也有一些家族理财室同时为资产规模稍小些的几个家族服务。目前,世界范围内有2000-3000家这样的公司,主要分布在美国和西欧,其平均管理的资产规模为每个客户3000-5000万美元。在亚洲,为单个家族服务的家族理财室数量较少,约有20-60个。通常,一个家族理财室一年的运作费用为100万美元。

企业家不愿谈退出,或许也因为他们已经把经营企业当作嗜好,而非仅是谋生的工作,也不知道退休后能做什么。其实,社会对退休的企业家是有高度需求的,比如写本书总结过去的经验、到大学教一门课分享经验等等。另找一个嗜好吧!退休后能做的很多呢。

对于本文内容您有任何评论或补充,请发邮件至 [xincaifu@p5w.net](mailto:xincaifu@p5w.net)。