



从“小肥羊”的短暂资本市场之旅 看民企上市与创始人退出



范博宏为香港中文大学
财务学系教授、经济金融
研究所所长。



张茹为香港中文大学会
计学系博士生。

小肥羊

张钢

百盛集团

稀释股权

创始股东

范博宏 张茹/文 小肥羊的成长奇迹始于张钢财散人聚的价值观,以管理层为核心的分散股权,支撑小肥羊迅速成为中国餐饮业的黑马;而股权金字塔杠杆作用,则保障了创始人在公司引入风投、上市直至退出过程中的控制权和主动权。上市不到4年便退市,“嫁入豪门”的小肥羊虽然前途未卜,但张钢等创始股东却携丰厚的回报全身而退。

2012年2月2日，内地首家在香港上市的中式餐饮连锁企业——“中华火锅第一股”小肥羊(00968.HK)在港交所除牌，结束了其短短3年零7个月的资本市场之旅，成为百胜餐饮集团(YUM.NYSE)的附属公司。

回顾小肥羊的发迹史，其前身是成立于1999年8月的“小肥羊饭店”，于2001年7月完成连锁店整合以及股份制改革，变身为“内蒙古小肥羊餐饮连锁有限公司”，又在2006年6月引入外资风投3i和Prax Capital，并于2008年6月12日登陆港交所主板，上市筹资近4.6亿港元；2009年3月25日，百胜集团接手风投所持13.92%股权，同时向控股股东收购6.07%股权，以近20%的持股量成为小肥羊第二大股东；两年后，即2011年5月3日，小肥羊发布公告称，百胜集团将以6.5港元/股的注销价格(溢价30%)、总额近46亿港元现金完成对小肥羊的私有化，之后其总持股量达93.2%，剩余6.8%股权则由小肥羊创始人张钢和陈洪凯持有；中国商务部于2011年11月批准了此项私有化申请。

从个体餐饮店，到港交所上市公司，直至被百胜私有化，小肥羊只用了12年。如果说小肥羊的上市源于创始人的远见和管理团队的运筹帷幄，那么“嫁入豪门”是精心设计还是命中注定？以股权换资金和人才是为了企业快速成长，但是出售套现又如何理解呢？一个用心经营的创业者是要与企业共存亡，还是该急流勇退，见好就收？

创始人张钢：稀释股权融资，兼顾控制权

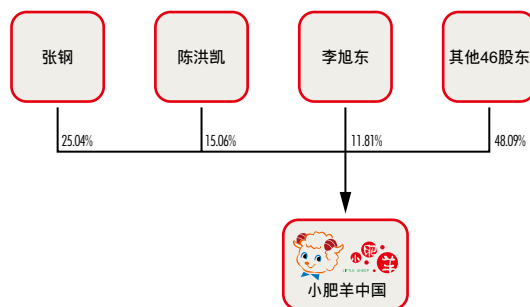
1999年8月8日，“小肥羊饭店”在包头开业，30张桌子、50名员工、400平方米的餐馆，加上一份秘制的不用蘸料的火锅配方，小肥羊的传奇故事从此开始。由于生意火爆，仅两个月后，小肥羊在包头的第二家分店开业。此后，小肥羊平均每3天就有一家新店开张，截至2003年底，门店数就跃升至610家，营业额逾30亿元、年消耗羊肉3万吨。2005年10月，商务部公布的中国餐饮百强榜，小肥羊以43.3亿元的营业额(2004年)名列第二，排名第一的是肯德基、必胜客的母公司——百胜餐饮集团。

小肥羊创始人张钢出生在内蒙古包头的一户普通人家，小肥羊前任首席财务官王岱宗曾对媒体表示，张钢深谙财散人聚之道，舍得以股权招揽人才。张钢的开放胸怀，使得小肥羊褪去了家族企业的色彩，多元化股权结构，为他赢得了一支忠诚的团队。

权益融资一直是小肥羊迅速扩张的支柱。据其2008年年报及招股章程显示，2006年公司有息负债为零，2007和2008年的资产负债率分别为37%和零。1999年8月第一家小肥羊开业时，注册资本50万元，张钢和多年好友陈洪凯各占60%和40%股份；而2008年小肥羊上市时，张钢的股份已经被稀释到12.97%。2006年引入私募之前，小肥羊经历了三次大规模的股权稀释过程：(1)以原始股价格购买股票或者赠送股份的方式吸引了一批高管，如小肥羊总裁卢文兵、总经理寇志芳、副总裁李保芳、首席品牌官张占海等；(2)针对分店经理的私募行为；(3)2005年，以低价购买方式实现中层管理人员持股计划，同时吸纳了部分社会资金。截至2005年底，公司总股本达到6370万元，登记股东达到49人，管理层和店经理以上的员工都是股东。

很多民企在发展过程中受制于资金和人才的不足，而控制人对于控制权的执着往往又极大地限制了企业的选择空间。张钢对于股权的“舍得”，不仅为小肥羊吸引到优秀的管理人才和发展资金，更通过这种分享的股权机制，实现管理层和公司利益的捆绑，短时间内做大了企业，吸引了有声望的国际私募的关注。

图1：2005年12月小肥羊股权结构



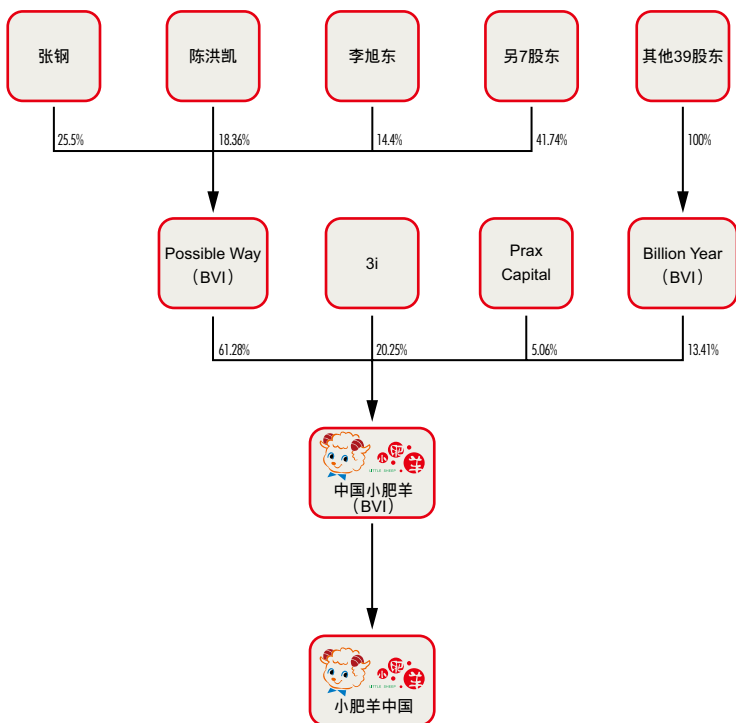
此外，在股权稀释融资之余，精明的张钢也提前做出了“杠杆控股”准备：引入“被动投资者”并设置中间层的金字塔控股结构。根据小肥羊招股说明书，2002年12月，随着新资本不断注入，小肥羊股东数量的增加使得两位创始人合计股权由100%稀释到56%，绝对控股权受到威胁。在张钢的安排下，呼和浩特区的加盟商李旭东所拥有的加盟店变为直营店，李旭东因此获得13%的不完整权益股权。作为“被动投资者”，李旭东在股东决议时，必须与张钢、陈洪凯投相同意见票，从而使得张钢、陈洪凯可控股比例上升至69%，为小肥羊进一步吸收新资本释放了一定的空间；2005年12月，小肥羊股东多达49位，凭借李旭东11.81%的被动投票权，两位创始人仍然保有51.91%（25.04% + 15.06% + 11.81%）的绝对控股权（图1）。

为了达到在香港上市的目标，2006年7月小

肥羊引入3i和Prax Capital两家私募基金，3i和Prax Capital分别出资2000万美元、500万美元，获得小肥羊20.25%、5.06%的股权（图2、3）。为引进战略投资者，小肥羊进行了以下重组：（1）通过向现有全体股东发行新股的方式，将小肥羊全部资产注入2006年4月在英属维京群岛（BVI）注册的离岸公司“中国小肥羊”；（2）2006年1月，以张钢为首的10位主要股东在BVI注册成立了Possible Way，余下39名股东（由公司员工及第三方人士组成）则于2月成立了Billion Year，两家公司于5月分别认购了“中国小肥羊”8205股和1795股，持股量分别为61.28%、13.14%；其中，张钢、陈洪凯和李旭东合计拥有Possible Way 58.26%的股权；（3）以“中国小肥羊（BVI）”为主体，承接3i和Prax Capital 2500万美元的投资。

通过“被动投资者”的“加数杠杆”和金字塔中间层的“乘数杠杆”，张钢在不断稀释股权融资的同时，兼顾了创始人的控制权。作为“带头大哥”，他深谙财散人聚之道，以股权稀释为小肥羊扩大了发展平台；而作为一个精明的企业创始人，他灵活运用杠杆保障了公司对公司的绝对控制权。

图2：2006年7月小肥羊股权结构



上市推手卢文兵： 上市是企业发展方式而非目标

2002年，张钢力邀时任蒙牛副总裁的孙先红考察小肥羊，当时主管蒙牛投融资和上市的副总裁卢文兵作为孙先红的陪同，与张钢有了第一次接触。此后，孙、卢以每股一元入股，分别持股3%、2%。2004年，在张钢的多次诚意相邀之下，卢文兵放弃了他在蒙牛可观的期权，空降小肥羊，担任上市副总裁一职。

卢文兵上任后发现，他面对的其实是一个大型个体餐馆，只不过是加盟店比较多而已。

早期由于缺乏资金，张钢选择了“加盟为主，直营为辅”的发展策略，除了直接发展加盟店，小肥羊还发展了一些总代理、区域总代理，总代理有权管理和发展加盟店。由于各地分部先成立，总部后成立，整个小肥羊集团诸侯分治、管理混乱。在这

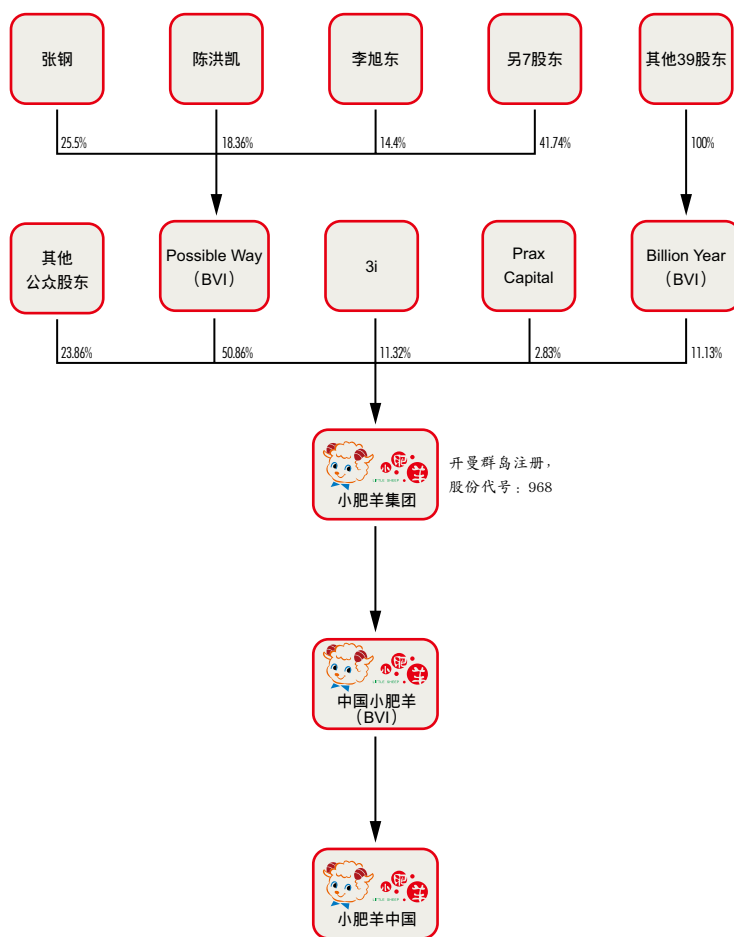
样一种“类传销网络”的粗放式扩张中,小肥羊的总部、后台形同虚设,各级管理人员素质层次不齐,各门店都有各自的经营发展思路,外有各种假羊李鬼(如“小尾羊”、“小白羊”、“小绵羊”、“咪咪羊”)横行,整顿和规范势在必行。

在张钢的放权下,卢文兵对小肥羊的整个管理系统进行了大刀阔斧的改革。2004到2007年间,小肥羊调整加盟政策为“以直营为主,规范加盟”,运用“关、延、收、合”四字诀整顿加盟市场。“关”:取缔不合格店面。“延”:对经营情况较差但能积极整改的店面限期整改。“收”:一方面收购经营有序、盈利能力强的店面,并纳入直营店的管理体系,另一方面逐步收回各级到期总代理的代理权,并且不再续签合约。2006到2007年间,小肥羊共支付了近1.7亿元,收回30间加盟餐厅,前27间餐厅的平均收购成本为57万元,而最后收购的三家代价分别为342万元、360万元和540万元。根据招股章程,小肥羊回购的这27间店在2007年获得的利润占利润总额的41%。“合”:与好的加盟商、代理商以参股、控股等方式合作,例如与原甘肃总代理合作,将其收编为总部下属的分公司,共同开发西部市场。截至2007年5月,小肥羊公司的连锁店数量已由最高峰时期的721家减少到326家(直营店105家,加盟店221家)。2007年5月28日,小肥羊公司重启加盟战略,自此进入“不唯数量重质量”的发展阶段。

在这场清整运动中,大规模的信息化建设起到了至关重要的作用,而这又起源于卢文兵对财务的规范以及强势总部的构建。起初,小肥羊的财务部门实质上只是一个财务清算公司,核心理念就是“家庭联产承包责任”,各地分公司各入各的账,总部只是记账而已。另一个更加现实的问题是,餐饮业的就业员工普遍文化素质不高,甚至店经理都可能不会用电脑。

为了突破中餐难以标准化、规范化的痼疾,固化商业模式,使得小肥羊通过复制做强、做大,卢文兵在小肥羊强势推行IT系统:2004年底小肥羊从直营店开始,安装财务信息系统,实现了从原料到产

图3:2008年6月12日小肥羊IPO时的股权结构



品、从库房到餐厅的全流程监控;2005年,新组建的信息中心与软件服务商一起开发了小肥羊中餐连锁运营管理系统,并以“平均三天一家新店”的速度在各大店面推广。2005年7月开始,小肥羊的财务“就一个声音,那绝对是总部”。2005年底,小肥羊的财务报告顺利通过安永的审计。涵盖了OA办公系统、餐饮前/后台系统、EAS供应链系统、资金分析系统等信息化改革的实施与推进,大大提升了总部对订单、收银、物料、采购、库存的管控能力。

在公司管理架构方面,卢文兵针对创业股东、中高层管理者、普通员工分别采用了不同的改革方法:

(1)构建规范的董事会,引进具有实业经验的独立董事——不同于国内企业多聘请学者当独立董事,小肥羊聘请了汉堡王企业国际总裁、肯德基香港澳门公司的CEO等人,他们的管理经验和理念,对小肥羊原始股东代表选出的董事进行了潜移默化的培训;新鲜血液的注入、专业主义的介入对小肥羊创始股东的视野、思维观念、决策体系产生了巨大的冲击;(2)公开招聘,中高层大换血——卢文兵将原小肥羊中高层经理全部降级,对外进行公开招聘,鼓励原中高层经理参与竞聘,以强势而又市场化的方式换掉了大多数中高层管理人员;(3)严格的奖惩制度,辅之以培训教育——对于普通基层员工,规范从整顿考勤开始,军队式的随机抽查点名以及严格执行的惩罚制度,一改其散漫的工作纪律,而培训和教育也逐步提升了基层员工的整体素质。

整顿加盟店、规范财务、推进信息化以及董事会、管理层的重新架构,都是为了小肥羊快速发展铺路。不过,资金短缺的小肥羊,扩张寸步难行。2004年,卢文兵从农业银行为小肥羊争取了3000万元无

抵押贷款。然而到了2005年上半年,资金仍然捉襟见肘,跟不上小肥羊快速扩张的步伐。与董事长张钢沟通之后,卢文兵大胆提出:增资扩股。最终,小肥羊以每股5元的价格募集了7000万元,而这7000万元又被放到了农行的账上,在卢文兵的运作下,农行又贷给了小肥羊7000万元。2006年,卢文兵成功为小肥羊引入3i和Prax Capital公司,获得了2500万美元的风投资金。2008年6月,小肥羊上市,筹资近4.6亿港元。

几次增资扩股,既多样化了小肥羊的股权结构又发挥了激励作用:(1)吸收管理层入股,入股价格接近于老板入股时的股权价格;(2)吸收自然人入股,借力于亲朋好友,但入股有一定的溢价;(3)对于子公司和一些加盟店而言,小肥羊公司控股51%-70%,同时允许当地的区域老总和店经理入股30%-41%,但是必须严格遵照小肥羊的管理模式。此外,通过将资本融资和银行融资联合起来,直接融资的效应又得到了进一步放大。

有了坚实的资金作后盾,小肥羊强大的后台系统得以建立:2004年,小肥羊调味品公司成立,拥有全世界第一条全自动火锅汤料生产线;2005年8月,小肥羊锡林浩特肉业基地建成投产,9月,巴彦淖尔羊肉基地奠基……如今,小肥羊不只拥有自己的羊肉供应基地、辣椒生产基地、调味料研发生产基地,孜然、枸杞等生产基地,还配套建立了全国最大的羊肉运输系统,做到食材的集中采购和统一配送;由于羊肉需要冷藏,小肥羊物流公司又是国内羊肉冷链储运第一大企业。大后台既保证了产品质量安全,更保证了小肥羊所有分店口味统一,成为小肥羊标准化中不可或缺的一环。

上市,是张钢“三顾蒙牛”邀请卢文兵空降的目的。因为有上市的

上市是张钢“三顾蒙牛”邀请卢文兵空降的目的。小肥羊藉上市帮助企业规范经营,融资,提高知名度,引进人才。



图片来源:www.cfp.cn

供应链和管理能力无法跟上小肥羊的发展,职业经理人又无法推动太多的改革,也许正是此时,张钢萌生了“卖羊”的想法。

目标,小肥羊暂时放缓了扩张的脚步,规范财务与管理、注重质量和效益,推进信息化并建设完善了后台系统。此外,小肥羊“管理化”的股权结构,增资扩股与银行融资的巧妙嫁接,也保障了企业各项管理决策的落实。上市对小肥羊到底意味着什么?从小肥羊的经验来看,上市是一个企业发展的方式而不是目标。藉上市帮助企业规范经营,融资,提高知名度,引进人才。

职业经理人与创始团队的对抗

2006年6月,随着2500万美元风险投资的注入,王岱宗作为3i集团对小肥羊项目的主要负责人,进入小肥羊董事会,担任非执行董事。此外,汉堡王前副总裁尼什·坎基瓦拉和肯德基香港公司行政总裁杨耀强,亦作为3i代表,成为小肥羊独董。2007年10月,王岱宗从3i离职,正式担任小肥羊执行董事兼首席财务官,主要负责财务、战略规划以及人力资源管理工作。在他的主导下,小肥羊成立了战略规划中心,发布了《投资和融资管理制度》,建立和完善了一体化薪酬体系。同年,杨耀强出任小肥羊执行董事和首席运营官,不仅将国际餐饮业经验带进小肥羊,更促成了百胜中国事业部成为其第二大股东。根据小肥羊2008年年报,王岱宗和杨耀强分别获得了150000、1400000份股票期权,拥有上市公司第一大股东Possible Way 1.63%、1.03%的股权。作为小肥羊与国际资本的对接人,王岱宗和杨耀强对于小肥羊的涅槃重生功不可没。

变身公众公司后,张钢在管理上更为放权,他常年驻扎海外考察市场,很少涉足小肥羊的具体经营;而王岱宗和杨耀强在小肥羊的工作重心亦由助力上市转向日常经营。两位非内蒙古籍职业经理人试图在上市公司推行“百胜模式”,却遭遇了原始股东强大的阻力,无法真正有效地把一些管理改革工作推行到地方。在百胜集团参股后,小肥羊曾推动过一个名为“餐厅信息优化管理”的项目,但终因授权体系不统一,执行难度太高而不了了之。为了加速扩张,小肥羊在二、三线城市的授权一直高于一线城市,如天津地区的授权范围一直大于北上深等地区,华北

地区的重要城市都归属天津分公司。隶属不同的分权体系之下,很难在后台真正建立起一个从物料采购,到预算、销售预测再到仓库库存配比的完整供应链管理系统;但若管理、采购、营销等涉及到供应链的权力逐步上收,发挥集团的作用,势必会伤害到小肥羊地区特许商、加盟商的部分利益。

职业经理人和创始团队之间的分歧和矛盾日益激化:创始团队频频攻击职业经理人浪费和开店不力,而职业经理人也指责创始人团队没有远见,只关注短期利益。“领头羊”张钢必须在兄弟和职业经理人之间做出选择:支持谁,否定谁?

这场风波最终以职业经理人的出走收场:2009年12月2日,杨耀强离开小肥羊,而王岱宗也在2010年9月30日辞职。离职后的王岱宗曾对媒体表示,他无法融入内蒙古籍高管的圈子,而张钢则与圈子里的兄弟私交甚好,他对管理层的信任远不及对兄弟的信任。但孙先红以张钢游历世界、眼光超前的开放精神进行反驳。保全创始团队兄弟与企业效率对张钢其实是两难的选择。

2010年,小肥羊全年营业收入同比增长了22.6%,达到19.25亿元,但息税前利润率却同比下降了2.7%。除了增长瓶颈,小肥羊还遭遇了“出海”困局:2009年12月11日,小肥羊宣布,以总代价34.5万美元,向合作伙伴Wang Fang悉数转让美国小肥羊的69%权益;转让完成后,美国小肥羊将不再为小肥羊附属公司。而此前,小肥羊已相继转让了加拿大、日本的控股公司股权;至此,小肥羊已退出除港澳地区外在海外的全部直营业务。供应链和管理能力无法跟上小肥羊的发展,职业经理人又无法推动太多的改革,也许正是此时,张钢萌生了“卖羊”的想法。

风投融资之外的正效应

2006年6月底,小肥羊与3i和Prax Capital签订了“2011年到期的可赎回、可转换债券”——投资机构可在2011年收回2500万美元并获得一定利息;小肥羊管理团队承诺业绩年复合增长率不低于40%,否则将向投资人割让一定数量的股票作为补偿;此外,在组织机构方面进行调整以更好地保护投资者利益:董事会增加3名有一票否决权的执行董事(两名来自3i,一名来自Prax Capital)、另有两名来自肯德基和汉堡王的高管出任公司独立非执行董事、由蒙牛副总孙先红任监事。2008年5月小肥羊上市前夕,上述债券转为3390股原始股,占上市前已发行股总数的25.31%(20.25%+5.06%)。2009年3月25日,小肥羊发布公告:百胜集团收购3i和Prax Capital所持13.92%(11.32%+2.6%)股权,同时向控股股东收购6.07%股权,收购价为2.4港元;至此,两家风投彻底退出小肥羊。

对于小肥羊而言,3i和Prax Capital带来的效用远远超过2500万美元。内地民企在香港上市一般要有外资入股,这也是卢文兵为小肥羊引入3i和Prax Capital的重要原因;而小肥羊在财务、管理架构等各个方面的规范也源于引进风投的压力。除去外资身份的光环,3i和Prax Capital进驻董事会,为小肥羊提供帮助和咨询,也为小肥羊穿针引线吸引了职业经理人杨耀强和王岱宗的加入。风投套现后百胜集团的接手,虽然是出于保护小肥羊股价的考虑,但也为百胜最终私有化小肥羊埋下了伏笔。想要成为百年老店的小肥羊,在王岱宗、杨耀强两位职业经理人无奈出走以后,因为风投公司与百胜集团的接洽,重新见到了梦想的光芒。如果小肥羊品牌能够在百胜旗下做大做强,那么两家风投公司对于原始股东的淡出、企业经营管理的职业化,是起到了推进作用的。

百胜接棒小肥羊 创始人套现退出,瞄准上游

“小肥羊要做中国的百胜”,这是张钢的梦想,也是小肥羊人的梦想。2009年3月25日,百胜以

产业投资者身份进入小肥羊,引起了民族品牌流失的争议,百胜对外声明:百胜参股小肥羊,不是经营者合并;交易完成后,百胜也没有通过合同方式取得对小肥羊的控制权,或者对小肥羊施加决定性的影响,公司也没有宣称要继续增持。而小肥羊的高管当时也表示,“百胜承诺不会参与小肥羊的日常管理事务”。一方面,百胜参股前期的目的只在于获取信息;另一方面,张钢在小肥羊拥有高度话语权,百胜也希望处好关系。

此时,新的投资人没有带来管理改善,而此前外部引进的职业经理人又无法推动进一步的改革。火锅业进退两难,上游羊肉养殖业却一片光明。2004年,张钢和卢文兵筹建的小肥羊肉业公司,原本只是作为后方平台,却意外受到了市场上对优质羊肉有需求的其他客户的青睐,2009年公司对外销售额超过了1亿元。2010年5月,小肥羊肉业公司正式改制为内蒙古小肥羊食品有限公司,专注于生态养殖、羊产业精深加工等产业链上游,从后台走向市场前沿。

2011年5月3日,小肥羊发布公告,百胜集团将以总额近46亿港元现金私有化小肥羊,其旗下调味品业务也一并出售。通过私有化交易,张钢、陈洪凯和其他创办人及管理层,合计向百胜售出约3亿股小肥羊股份,以收购价每股6.5港元计算,他们获得共计19.5亿港元。而根据2011年小肥羊中期报告,小肥羊食品有限公司已于2011年4月从上市公司独立,独立后上市公司持股量降至30%。截至2011年年底,小肥羊食品公司在锡林郭勒、巴彦淖尔、呼伦贝尔三大羊源核心区拥有生产基地,掌握内蒙古草原50%的屠宰份额。

抓住时机,套现退出,转战上游。张钢的选择与当年朱新礼计划出售汇源给可口可乐投身上游果树种植业、牛根生将蒙牛卖给中粮进而创建现代牧业的思路不谋而合。

小肥羊“外嫁”百胜,对于张钢而言,他既没有亏待兄弟,又有了二次创业的资金;对百胜来说,原创始人的留任也许只是一个过渡,保证小肥羊能够顺利交接,实现百胜在中国本土化布局的关



图片来源/www.cfp.cn/

对于小肥羊,百胜未必能为小肥羊漂洋过海助力,但其在全球餐饮业深厚的门店管理经验、充沛的人才储备、高超的供应链整合能力以及雄厚的财力有条件能为小肥羊持续领跑火锅业保驾护航。

键一步;而对于小肥羊,百胜这张绿卡未必能为小肥羊漂洋过海助力,但其在全球餐饮业深厚的门店管理经验、充沛的人才储备、高超的供应链整合能力以及雄厚的财力有条件能为小肥羊持续领跑火锅业保驾护航。

对中国民企的启示

12年,小肥羊一路狂奔,成就了我国餐饮业的龙头企业,在管理和制度改革上超越了无数家族企业和民营企业。创始人张钢的胸怀和视野、上市推手卢文兵的强势和机智、职业经理人的无奈、风投的角色以及“杯酒释兵权”的私有化解决方案,或许能给中国民企更多的思考与启迪。

首先,小肥羊的成长奇迹始于张钢财散人聚的价值观,以管理层为核心的分散股权,支撑小肥羊在短时间内成为中国餐饮业的黑马;而股权金字塔杠杆作用,则保障了创始人在公司引入风投、上市直至出售退出过程中的控制权和主动权。与风投

签订的可转债、对赌协议,实则是一场华丽的冒险。其次,小肥羊选择在香港上市,不仅有助于在国际上宣传和推广公司业务,更跳出国内上市与再融资的层层行政审批,且在退出方面也有优势,港交所规定控股股东禁售期仅为6个月,相比A股的3年禁售期要短得多。然而,香港的监管机构、投资者和媒体公众的较高要求,也让小肥羊在规范管理、推动信息化上付出了可观的管理、税收成本。

上市不到4年便退市,“嫁入豪门”的小肥羊虽然前途未卜,但张钢等创始股东的创富故事却已有完美结局。面对日益激烈的竞争环境以及荆棘丛生的改革之路,张钢抓住时机,把“羊”卖了个好价钱,转战上游蓝海,开始了新的冒险。张钢毕竟是个创业者,有做强做大的雄心,但没有做长做久的坚持。对其他不追求庞大但愿精持续发展的企业家而言,对外融资,引进风投,上市都不一定是明智的选择。

对于本文内容您有任何评论或补充,请发邮件至xincaifu@xcf.cn。