

祝 波 著

配套
教学
PPT

新战
例
全案

股权投资管理

战略视角

Equity Investment
Management



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

祝 波 著

股权投资管理

战略视角

Equity Investment
Management



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

股权投资管理:战略视角/祝波著. —北京:北京大学出版社, 2016.6
ISBN 978-7-301-27235-0

I. ①股… II. ①祝… III. ①股权—投资基金—研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第143216号

书 名 股权投资管理——战略视角

GUQUAN TOUZI GUANLI

著作责任者 祝 波 著

策 划 编 辑 杨丽明 姚文海

责 任 编 辑 朱梅全 孙智慧

标 准 书 号 ISBN 978-7-301-27235-0

出 版 发 行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址 <http://www.pup.cn>

电 子 信 箱 sdyy_2005@126.com

新 浪 微 博 @北京大学出版社

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 021-62071998

印 刷 者 三河市博文印刷有限公司

经 销 者 新华书店

730毫米×980毫米 16开本 13.75印张 232千字

2016年6月第1版 2016年6月第1次印刷

定 价 35.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

1	第1章
	理论基础
1	1.1 导论
15	1.2 股权投资的理论述评
20	1.3 股权投资的价值创造过程
26	1.4 绿色投资:理念、行为与机制
44	第2章
	投资决策:企业基因
44	2.1 决策基本框架与关键成功要素
54	2.2 股权投资视角的目标企业基因测试
65	2.3 股权投资视角的目标企业生态评估
74	2.4 目标企业的四个关键能力评估
105	第3章
	交易定价:溢价支付
105	3.1 交易定价的基本框架与关键成功要素
111	3.2 合理评估目标企业的内在价值
117	3.3 溢价支付、投资价值与协同效应

128	第4章
	整合运营:要素匹配
128	4.1 整合运营的基本框架与关键成功要素
140	4.2 企业整合运营的要素匹配
163	4.3 目标企业有效运营的行动计划
204	参考文献
209	后记

第1章 理论基础



本章精要

本章界定了股权投资的内涵,明确了研究范畴。现代金融理论和现代管理理论为股权投资管理研究提供了理论基础。股权投资的基本流程为:投资决策、股权交易定价和整合及运营体系构建。股权投资的关键成功要素为:机会把握、资源发掘和要素匹配。股权投资是一个价值创造的过程,通过构建运营体系,实现价值的提升。

1.1 | 导论

一、股权投资的内涵界定

(一) 概念界定

投资(investment)和融资(financing)是两个相对应的概念。资金如同商品,有需求就有供给,有融资就有投资,两者相互支持。投资的重要目标是获取预期的投资回报,而前期需要资金的投入。比如,通过购买企业或政府债券,获得稳定的利息回报,属于固定收益类的投资。通过购买股权,获取的股息或红利回报,属于非固定收益类的投资。融资的重要目标是获取发展的资金或资源,融资要支付融资成本。比如,通过股权定向增发,获得企业的发展资金,要对股权投资方支付股息和红利。通过银行借款获得企业的发展资金,要向银行支付利息。

对投资而言,根据投资对象的性质不同,可以分为“股权投资(equity investment)”和“债权投资(debt investment)”两大类。股权投资就是通过购买目标企业的股份成为其股东,根据持有的股权数分享股息和红利,实现预定的投资

回报。其中,股权就是投资者购买企业股份后对目标企业所拥有的股东权利。股权投资是一种投资方式,与股权融资相并存,相对于债权投资而存在。股权投资是一种直接投资(direct investment)行为,相对于间接投资(indirect investment)而存在。

股权投资可以是控股,也可以是参股。控股主要是获得对目标企业的控制权,从而获取对目标企业的资源支配权。通过优化配置,实现投资方的战略性目标。控股可以分为相对控股和绝对控股两种情况。相对控股是指在所有股东中,绝对控股方占有的股权比例最大,但是没有超过50%,即小于或等于其他所有股东的股权比例之和。绝对控股是指在所有股东中,控股方占有的股权比例最大,而且超过50%,大于其他所有股东的股权比例之和。当然,全资控股也是控股的一种形式,在股权投资中也比较常见。全资控股就是全额收购了目标企业的股权,股权投资方变成了目标企业的唯一股东。参股主要是股权投资的比例相对较小,不处于股权控制地位。参股的主要目标是获得相应的利润分红,或者股权关联为进一步战略合作提供方便。债权投资主要针对债权融资的需求而展开。债权投资主要指投资者通过购买债券、提供融资租赁等方式,获取预期的投资收益。

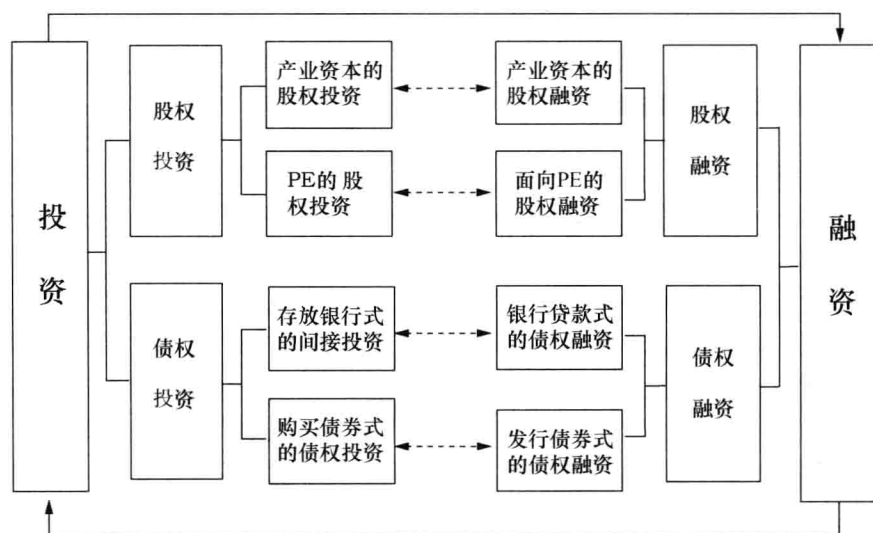


图 1-1 投融资关系示意图

对融资而言,根据资金的来源不同,融资可以分为“股权融资(equity finan-

cing)”和“债权融资(debt financing)”两大类。股权融资主要是通过股份或股权的出让,获取股东的投资性资金,从而支持企业的规模化或可持续发展。股权融资包括股票首发、增资扩股、公开增发、定向增发和债转股等方式。股权融资的特点是融资方没有到期偿还债务的压力,还可能获得新股东除资金之外的其他方面的支持。但是,股权融资需要满足股东的净资产收益率和投资回报率要求,给经营团队造成一定的压力。债权融资包括各项金融机构贷款、发行债券、项目融资和融资租赁等。债权融资的特点是要面临偿还到期贷款的压力,对企业正常的生产经营造成一定的影响或干扰。企业对股权融资和债权融资各有偏好,根据具体情况采取合适的融资途径。股权投资和债权投资分别与股权融资和债权融资相对应。

(二) 股权投资的两大核心要素

股权投资的决策、交易和整合的过程,都是围绕投资主体和投资对象展开的,因此,投资主体和投资对象构成了股权投资的两大核心要素。分析两大核心要素的特点,为股权投资的决策、交易和整合界定好主体内涵。

1. 股权投资的投资主体

股权投资的主体具有广泛性。所有投资目标企业股权的行为都属于股权投资,具有股权投资能力的人或企业都可以成为股权投资的主体。股权投资的主体可以是自然人、上市公司、非上市公司,也可以是投资控股公司、金融控股集团或者私募基金(PE)公司。投资方根据股权比例,不同程度地参与目标企业的经营管理,促进资源的优化配置,从而给目标企业带来更大的价值。因此,股权投资的主体涉及各种类型的企业和自然人,PE基金仅是股权投资的主体之一。中国《保险资金投资股权暂行办法》(2010.9)规定,保险资金可以进行股权投资,因此中国股权投资量快速提升。保险公司可以直接以出资人名义投资并持有企业股权,也可以投资符合条件的股权投资基金,而且保险公司用于股权投资的资金比例会逐步提升。

根据投资主体的不同,股权投资的资金可以源于产业资本,也可以源于私募基金(PE),还可以来自于PE与上市公司的产业资本结合。拥有产业的各类实体企业,如上市公司群体,他们的股权投资属于产业资本类型的投资。而PE基金的股权投资属于基金类型的投资。无论是产业资本,还是私募基金,在进行股权投资的时候,都要对投资价值进行评估,都要进行交易方案的选择,很多情况下,还要对目标企业进行资源整合。投资都要获得回报,但产业类股权投资与PE的股权投资存在明显区别,主要表现在投资主体和投资目的不同。

产业资本的投资主体往往是上市公司。产业类企业的股权投资更多的是战略性投资或财务性投资,意在长期持有目标企业的股份。产业资本投资股权之后,可以实现战略性资源整合,或者获得稳定财务性现金流。产业资本通过控股性股权投资,对目标企业进行战略性资源整合。战略性资源整合可能是产业链的延伸,或者进入某市场、获取某销售渠道、获得某项技术,或者取得某个品牌等战略性意图。产业资本投资也可以是参股性质的投资,主要目的是获取利润分红或结成战略合作伙伴关系。产业类股权投资也可能进行股权的再转让,但与 PE 投资的获利退出存在本质区别。

PE 的投资主体是私募基金公司。作为一种投资基金,PE 进行股权投资的目的是通过注入股权资金,帮助目标企业快速实现价值提升。然后,在一定时间内获利退出该企业,实现自身的高额投资回报。PE 投资寻找需要资金和管理支持的企业,需要彼此双方相互认可,共同推动企业发展获利。到一定时机,目标企业上市或者其他条件出现,PE 就会选择合适的方式退出。PE 获取应该的投资回报,最终实现双赢的结果。基金有时间的限制,一般是三到五年,所以需要预先考虑退出时机和通道。广义的 PE 基金包括风险投资基金(VC: venture capital)和并购基金(M&A fund)。风险投资基金主要投资处于创意或发展初期,具有发展前景的项目。并购基金主要是以控股为主要目的,对目标企业进行重组或行业整合,从而达到获利退出的目的。

上市公司与 PE 基金联合投资的模式不断出现。上市公司与 PE 基金合作的方式多样:上市公司持有 PE 基金股份,或者 PE 基金参与上市公司股份,或者共同设置新的产业基金或并购基金等,共同经营投资基金。从上市公司角度来看,上市公司变成基金的普通合伙人,直接参与基金管理。上市公司可以把本企业的发展战略与股权投资相结合,实现投资与产业的相互支持。在股权投资时,上市公司借助 PE 的专业团队和融资渠道,提升投资效率,促进战略性资源的整合。从 PE 基金的角度来看,与上市公司的合作,获得了更多的投资获利机会,解决了 PE 的退出渠道问题。上市公司和 PE 合作资本选择符合上市公司发展战略的投资项目。在一定程度上,实现了资本和产业的优势互补,促进了上市公司的产业整合与发展,实现了上市公司和 PE 基金公司的双赢。当 PE 退出时,上市公司优先回购 PE 的股权,预先解决了 PE 退出之忧。PE 与上市公司的结合,是资本与产业的结合,应该说是一种金融创新行为。通过两者结合,实现资源的优化配置,降低了 PE 和上市公司的风险。在 PE 和上市公司的结合过程中,要注重规范和监管,防止 PE 与上市公司之间的操纵行为。监

管部门要加强监管,强化信息披露,防范损害广大投资者利益的行为。

2. 股权投资的投资对象

股权投资的投资对象可以是非上市公司,也可以是上市公司。产业资本的股权投资对象相对比较宽泛,可以购买非上市公司的全部资产或股权,也可以收购上市公司的部分股权。而PE基金主要对非上市公司投资,帮助企业重组上市,从而实现获利退出的最终目标。PE也可以收购上市公司的股权,对上市公司的投资主要是用资金换取上市公司的部分股权,从而达到进行企业重组或行业整合的目的。

我国《公司法》规定,有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。股东向股东以外的人转让股权,应当经其他股东过半数同意,在同等条件下,其他股东有优先购买权。中国越来越多的投资控股公司或金融控股集团进行大规模股权投资,包括投资收购非上市公司或上市公司的股权。股权投资促进了相关性企业之间的相互持股,促进了行业整合或企业重组。以股权投资资本为纽带,形成了一批超大型、规模化的企业集团,实现了规模效应和范围经济,大大提高了行业的集中度。

(三) 股权投资的三个阶段

股权投资的过程可以分为投前决策、投中交易和投后整合三大阶段。每个阶段又可以分为具体的子阶段,构成一个相互衔接、相互支撑的全过程。股权投资过程见图1-2。

1. 投前的决策环节主要解决“是否投资”及“如何投资”的问题

对投资主体来说,是否投资,及采取哪种方案进行投资,是一个艰苦的评估和判断过程。该决策过程考验着决策者的智慧和决心,决定着整个股权投资的成败。投资决策是在复杂环境下作出的最优化选择,是投资者的直觉判断和理性论证的完美统一。直觉判断来自于决策者的认知和经验,而理性论证则需要逻辑框架和方法。理性论证的过程需要从投资方意图和条件、目标企业的资源和条件、行业趋势和宏观环境等方面进行评估。是否投资和如何投资,首先要考虑投资方的战略意图和资源条件。该要素是投资决策的基本出发点,体现了投资主体的投资目的,反映了投资主体对资源的整合能力。其次要考虑目标企业的投资价值。根据目标企业的基因和生态评估结果,决定是否投资以及采取何种方案。基因是对目标企业潜在价值的评估判断,是投资决策的落脚点,是投资决策成败的关键。最后要分析行业的发展趋势和宏观经济环境。对中观的行业发展态势和对宏观经济环境进行评估与判断,这两个要素揭示了投资所

处的外部环境,是投资决策的重要影响因素。

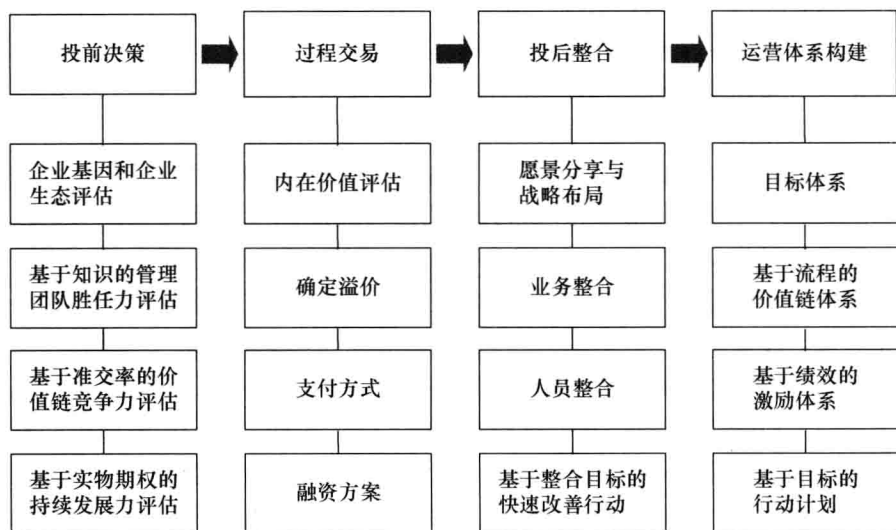


图 1-2 股权投资过程

2. 股权交易阶段主要解决股权投资的交易价格和实施方案问题

交易是完成投资的操作过程。交易的重点在于股权定价以及选择合适的支付方式和融资方式。股权定价是股权交易的重点。股权价格取决于股权的价值,股权的价值评估是股权定价的重要基础。价值评估的方法各有利弊,各种方法都存在一定的局限性,但可以找到股权价值的大致区间。在此基础上,通过谈判协调确定合适的溢价。股权交易过程中,选择整体并购,还是部分收购,是现金支付,还是股权置换,这些都需要在交易阶段协商确定。股权投资可能需要大批量的资金,投资方的资金从哪儿来,是银行贷款,还是发行债券,或者定向增发等,这些都要充分论证,并形成具体的操作方案。

3. 整合运营阶段主要解决资源整合和要素匹配的问题

资源整合和要素匹配是创造价值的关键环节。股权投资之后,要保证目标企业进入正常的运营状态。这个环节,更多地运用管理学的知识,进行人员、组织、业务和财务等方面的整合。通过建立系统化的管理框架,保证目标企业朝正确的方向发展。整合的过程就是对各种要素进行匹配的过程,是构建新的企业运营体系的过程。整合后的运营体系要做到目标明确、价值链高效和激励有效。同时坚持持续改善,做到规模适当和成就导向,目标企业就能保持充裕的

发展动力。当然,有些股权投资没有促进运营体系的构建,目标企业还保持原有的运营体系。这类投资主要是因为目标企业有持续稳定的利润,股权投资的主要目的是获取稳定的利润分红,并无提升目标企业经营能力的意图。

二、主要目的与主要观点

(一) 达到三个目的

1. 探索股权投资的关键成功要素

股权投资的过程是价值创造的过程。股权投资如果连续成功,就会促进企业快速成长壮大,为利益相关群体带来巨大收益。但是,股权投资不一定都能取得预期效果,有些投资可能带来一定的损失。投资失败的原因多种多样,但股权投资的关键成功要素却是相似的。从股权投资的前期决策,到股权的溢价支付,再到运营体系构建,分别探讨了各个环节的关键成功要素,为股权投资提供了有价值的指导。

2. 分析股权投资前期决策的主要依据

目标企业是否值得股权投资,需要进行投资决策。“决策”是股权投资的重要环节,决策环节决定了整个投资的固有特性,决策正确与否决定了整个投资的成败。投资决策的依据主要体现在三个方面:一是投资主体的资源和能力;二是目标企业的资源和能力;三是行业和宏观经济发展趋势。投资决策环节,最重要的是对目标企业的本质和发展潜力进行评估和判断。企业基因和企业生态反映了企业的本质和生存环境。企业的资产收益能力、企业价值链竞争力和持续发展能力反映了企业的未来发展潜力。而目标企业高管团队的胜任力和持续学习力决定了企业未来创造价值的能力。这里重点考查目标企业的资源和能力,分析目标企业的投资价值。试图从目标企业的基因和生态开始,进一步考查目标企业的资产收益能力、价值链竞争能力、可持续发展能力和高管团队的胜任能力。股权投资方要考虑投资的战略性价值,战略性价值的实现可能促进投资方的竞争力呈现爆发式增长。股权投资方还应该认识到未来选择权给企业带来的价值,为最终投资决策提供依据。

3. 探讨如何构建目标企业的有效运营体系

股权投资是一个较为复杂的过程。无论是上市公司、非上市公司、投资控股公司还是 PE 基金,都希望通过股权投资创造价值并分享收益,都会对目标企业进行管理支持和资源帮助。股权投资之后,如何快速整合并建立有效的运营体系,这是决定投资成败的重要环节。运营体系整合完善的过程就是资源优

化配置的过程,就是要素匹配的过程。企业的运营体系包括目标体系、价值链体系、激励体系、学习体系以及具体的行动计划。目标体系指明企业发展的方向;价值链体系是企业创造价值的核心;激励体系是企业发展的动力;学习体系是企业持续进步的支撑;最终归结到具体的行动计划上来。

(二) 三个主要观点

1. 企业的基因和生态决定了企业的传承特质和发展格局,是判断目标企业有无发展前景的主要依据

企业的内在价值取决于未来的收益能力,而决定未来收益能力的关键因素是企业的基因和生态。股权投资的决策环节,要对目标企业的基因和生态进行评估判断,评估目标企业能否担当起创造价值的责任,能否在企业的产业链中发挥重要作用。比如,企业的绿色经营理念、为客户创造价值的理念、爱护员工及家属的理念,以及与利益相关者分享价值的理念等,都是企业基因的表现。良好的基因决定了企业的内外部生态,因此,基因和生态是股权投资决策的重要评估对象。投资前期论证决策是股权投资的最重要环节,决定了是否投资以及采取何种方案进行投资,必须投入足够的时间和精力。正确的决策保证投资行为是在做一件正确的事,而错误的决策可能把企业引向深渊。投资决策者要根据自身企业的发展战略,有计划、有步骤地投资,尽量避免随机性的投资;要对目标企业进行长时间跟踪考查,真正了解目标企业的管理团队、核心业务和发展战略;要深入掌握目标企业的基因和生态状况,作出谨慎的判断,选择合适的时机出手,实现更大的价值。

2. 股权投资主体愿意支付的溢价多少,取决于其对目标企业的投资价值的判断,而投资价值取决于投资方的战略意图和未来实现战略意图的预期

在股权投资中,多数情况下投资方都支付一定的溢价。为何支付溢价?支付的溢价为何高低有别?哪些因素影响了溢价的大小?这些问题需要进行深入研究。同一个目标企业,对不同的主体有不同的投资价值。股权的交易价格以股权价值为基础,股权交易的价格围绕股权价值上下变化。如果交易价格等于股权价值,该股权价值就是公允价值;如果交易价格小于股权价值,被投资方就是折价转让;如果交易价格大于股权价值,投资方支付了溢价。支付溢价的大小反映了投资方的投资价值,以及对协同效应的预期,又反映了交易双方的交易意愿,还受到双方谈判能力等因素的影响。如果投资方基于战略性考虑,对购买目标企业志在必得,而且参与竞买的对手也存在,这时,投资方可能给出较高的溢价,保证投资成功。反过来,如果目标企业的股东急着转让股权,而投

资方购买的意愿并不强烈,这时,可能出现折价的情况。同一个企业,对不同的投资主体价值不一样,所以,投资主体根据对自己的投资价值的判断作出合理的价格判断。

3. 对于战略性股权投资和 PE 基金来说,投资后要保留目标企业的关键成功要素,并帮助目标企业构建高效的运营体系,这个环节是创造价值和获得回报的重要途径

投资方必须全部保留目标企业的关键成功要素,包括关键团队、核心业务,甚至企业文化。投资方要进行事先判断,即投资后是否需要进行战略性整合,不合适的整合可能毁掉一个优秀的企业。战略性股权投资往往要实现特定战略。投资方根据具体情况,在保留目标企业关键成功要素的前提下,对目标企业进行资源整合,从而实现战略目标。如果投资后的整合会损害目标企业的关键成功要素,就不要进行所谓的战略性整合。投资后应该顺势而为,让企业保持自身发展,通过提供新的资源,帮助目标企业实现要素的匹配,为创造价值奠定关键性基础。PE 股权投资之后,也一定要帮助目标企业实现快速发展,创造出更多的价值,从而及时获利退出。因此,帮助目标企业构建有效的运营体系是股权投资的重要环节。

三、研究范畴的界定

本书主要研究内容是股权投资。投资方通过支付货币资金或其他资产,控股或参股目标企业,促进目标企业价值增长,从而获得未来的投资收益。这里的股权投资是一个广义的概念,包括对目标企业进行股权收购(acquisition)式的股权投资,也包括 PE 式的股权投资,还可以延伸到增资扩股或定向增发等方式下的股权投资。

一要区分“股权收购”与“资产收购”。股权收购是投资方以一定的价格购买目标公司的全部股权或部分股权,并依照所持目标企业的股权比例,分享股东收益。股权收购意味着目标企业的股东发生变化,实现了股权的转移。股权转移并不会影响目标企业的法人财产权,目标公司依然是独立法人,是债权和债务的承担主体。资产收购是收购人以一定的价格购买目标公司的全部资产或部分资产。资产收购时,目标企业的债务一般不需要收购人承担。资产收购只是实现了资产的转移,原目标企业继续存在,并继续承担原有的债权和债务。本书主要研究股权收购,揭示股权收购的决策、定价和整合。对于资产收购,相对比较容易操作,只涉及资产的界定、评估价格和交割,不属于本书研究范围。

二要区分“股权投资”与“股票投资”。股权投资是为获取目标企业的部分或者全部股权,实现特定战略意图而进行的直接投资。通过股权投资成为目标企业的股东,可以行使股东权利并承担相应责任。如果投资对象是独立法人,股东承担有限责任。如果投资对象是合伙企业,股东承担无限责任。股权投资完成之后,投资方占有目标企业的一定股份,按照公司治理要求,参与对企业的经营管理。投资方的战略意图可以是完善产业链,也可以是强强联合,也可以是优势互补,还可以是获得目标企业稳定的利润回报。多数情况下,投资方会为目标企业提供支持,帮助目标企业成长发展,从而实现投资方的战略目标。所以,股权投资的过程,就是“价值创造”的过程。股票投资属于二级市场上的间接投资。间接投资绝大多数情况下以获取买卖利差为主要目的,实行低买高卖,属于“价值发现”的过程,不属于这里的股权投资范畴,也不是本书研究的范围。

为何将本书研究提升到股权类投资的大范畴呢?主要基于各类股权投资拥有的“共性”来考虑。无论是实体企业之间的股权收购,还是PE的股权收购,都是通过股权纽带帮助目标企业创造价值的过程。两种投资的过程一般都要经过三个环节,即投前决策环节、交易定价环节及整合运营环节。在这个过程中,都需要进行选择 and 评估、交易和定价,以及整合和运营,都存在着相同的关注点。在选择决策环节,都需要对目标企业的“投资价值”进行评估和判断,决定是否投资。在交易环节,都需要选择合适的股权交易方案和价值评估,确定合理的交易价格。在整合环节,多数实体企业和PE投资主体希望得到目标企业的控股权,大都需要对目标企业进行资源整合,优化运营体系,促进目标企业创造价值。因此,两大投资主体在投前决策、投中交易和投后整合三个环节都有完全相同的关注内容。因此,本书选择的研究视角,对两大投资主体都有同样的指导价值。当然,产业资本和PE基金在股权投资退出机制方面存在差异。产业资本可能长期持有股权,变成目标企业的长期股东。PE的主要使命是在一定的时间内帮助目标企业快速提升,尽快创造价值,从而择机获利退出,PE的退出机制问题不是本书研究的范围。

四、研究思路、研究方法与主要内容

(一) 研究思路与研究方法

本书的主要研究思路:首先,分析股权投资的理论依据,探寻深入研究股权投资决策、定价和整合的理论支撑。在此基础上,根据股权投资的演进路径,对目标企业的本质进行识辨,寻找合适的投资对象。其次,对目标企业进行价值

评估与价格制定,实现公平的股权交易。最后,对投资双方的资源和要素进行优化配置,创造新的价值。目标企业的基因、资源和能力决定了投资价值,投资价值决定了溢价的支付,溢价的支付决定了协同效应的预期,而协同效应的预期决定了资源优化配置和要素匹配的要求。进一步来讲,目标企业的基因也决定了要素匹配的能力和效果。因此,目标企业基因的评估、投资方的溢价支付和整合环节的要素匹配,是股权投资路径上三个最关键的步骤。

在决策环节,对目标企业的基因评估是投资决策的重要步骤,为投资决策提供关键性依据。股权投资的期望是产生协同效应,实现预定的战略意图。能否实现战略意图,关键在于能否促进目标企业创造更多价值。而目标企业创造价值的能力取决于目标企业的基因。企业的基因决定了企业的生态,进一步决定了企业的四种关键能力。在这个环节,采取跨学科研究法。把生物基因理论和企业理论相结合,构建目标企业的基因和生态评估模型,对目标企业的本质进行综合评价研究。同时,采取个案研究法。选择股权投资之后的目标企业,进行调查分析。评估目标企业的基因和生态,比较分析基因生态结果与实际创造价值的能力是否一致,进一步提炼投资方股权投资的企业基因和生态的决策依据。

在交易环节,协商确定公平合理的交易价格,取决于内在价值评估和溢价支付。内在价值相对稳定,可以通过合适的评估方法确定价值区间,而溢价的支付最终取决于每个投资者的投资价值判断。根据目标企业的内在价值评估,双方协商最终的交易价格。交易价格一般会高于内在价值,即所谓的溢价。投资方为何愿意支付溢价?支付溢价的依据是什么?需要对溢价进行理论解析,为制定双方都能接受的价格提供理论支持。在这个环节,采取文献研究和定性分析相结合的方法。通过文献研究全面了解支付溢价的动因,建立投资方支付溢价的理论解析框架。通过定性分析,揭示支付溢价的内在本质和支付规律。

在整合环节,投资双方的要素匹配是创造价值的关键。投资方和目标企业产生协同效应的关键步骤,就是双方资源的优化配置和要素的有效匹配。股权投资方支付溢价之后,对未来的协同效应充满期待。目标企业能否满足资源配置的要求,能否具备创造价值的能力,恰恰取决于目标企业的基因和生态。因此,整合运营的有效性回到了本书讨论的起点,即企业的基因,至此,形成了一个完整的研究闭环。在这个环节,采取个案研究法。选择股权投资成功的目标企业,对目标企业进行调查分析,探索经济学的匹配理论在企业资源配置过程中的运用。针对要素匹配的问题,采取个人访谈和问卷调查法,寻找投资方对目标企业进行资源整合的理论依据。战略性股权投资框架见图1-3。研究的逻

辑关系见图 1-4。

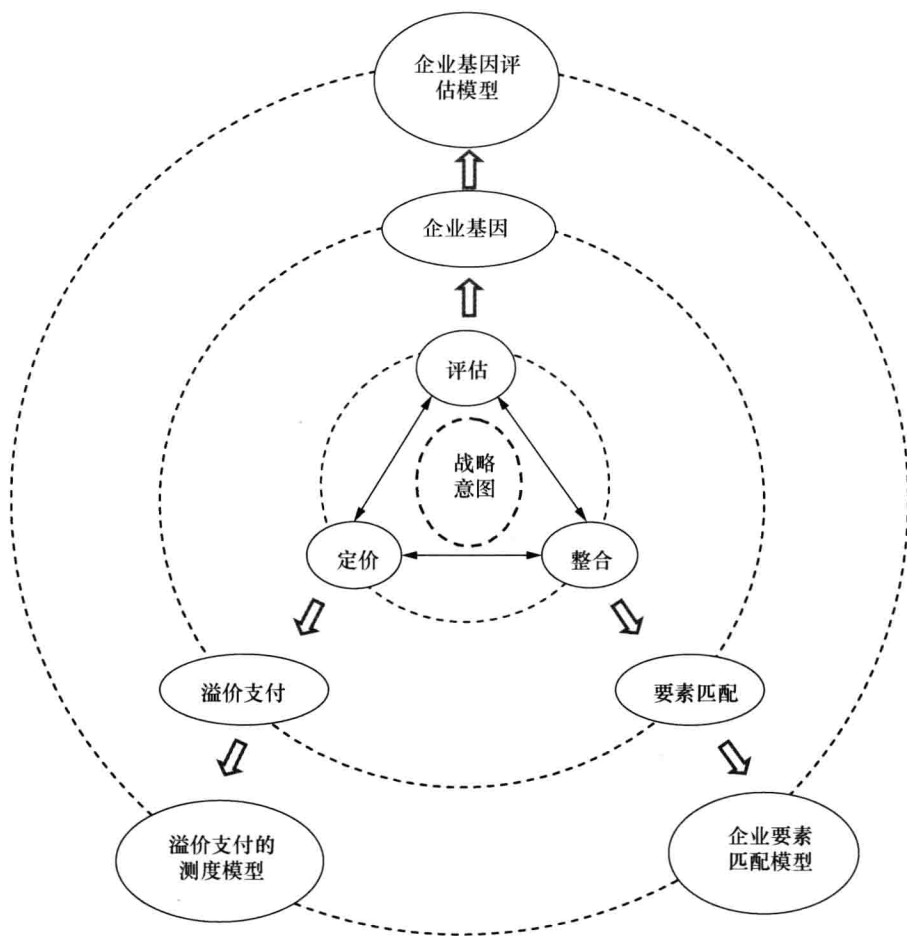


图 1-3 战略性股权投资框架

（二）学术创新和学术价值

（1）构建基于股权投资视角的企业基因和生态评估模型，为投资决策提供有价值的评估框架和评估方法。股权投资决策更多的靠投资者的经验判断，缺乏系统性的决策依据。而目标企业的基因和生态评估模型，非常系统地揭示了目标企业的固有特质和生态状况，从员工、客户、供应商，以及外部投资专家视角，分别揭示了目标企业的内在本质和生存状态，为股权投资提供有效的、坚实的决策依据。