

分类号_____

密级_____

U D C _____

编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 私募股权投资独角兽企业风险控制案例研究

研究生姓名: 李宾

指导教师姓名、职称: 丁汝俊 教授

学科、专业名称: 金融硕士

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2022年6月5日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李宾 签字日期： 2022.06.05

导师签名： 丁明 签字日期： 2022.06.05

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 李宾 签字日期： 2022.06.05

导师签名： 丁明 签字日期： 2022.06.05

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Case study on risk control of private equity investment Unicorn enterprise

Candidate : Bin Li

Supervisor: Rujun Ding

摘 要

我国金融创新步伐越来越快，多层次的资本市场正在逐步完善，而私募股权作为资本市场重要的组成部分，发挥着不可替代的作用，其培育的独角兽企业，极大地推动了新兴产业的崛起，对我国社会经济发展产生了重要影响。然而，由于独角兽企业的特殊性，私募股权在投资时面临巨大损失风险。所以，研究私募股权投资独角兽企业风险控制问题就显得尤为重要。

文章采取案例研究方法，以深创投投资奈雪的茶作为研究对象。首先，梳理了国内外关于私募股权、独角兽企业的相关研究成果、理论基础，作为研究问题的理论支撑。其次，分析投资案例中的投前、投中及投后风险。投前风险包括行业竞争、行业比较优势、估值泡沫风险；投中风险包括信息不对称和不确定因素风险；投后风险包括退出、IPO 抑价、股价长期弱势、委托代理风险。再其次，从投前、投中、投后三个方面提出私募股权控制投资独角兽企业风险的对策。投前对策包括准确评估行业发展潜力及品牌影响力、市场估值的合理性、持续性盈利能力；投中对策包括分多轮次投资、了解独角兽企业相关利益主体、签订投资人保护条款；投后对策包括追踪资金流向、定期审核所投项目进展情况以及提供多样式的增值服务。最后，得出结论与启示。结论包括私募股权在投资独角兽企业时，需要做好特殊性风险的识别及评估；建立一套专门针对投资独角兽企业科学、严密的风险控制体系；符合国家产业政策导向，坚持价值投资。启示包括私募股权投资机构加强行业自律、遵循诚信原则以及保持风险意识。

关键词：私募股权 独角兽企业 风险控制

Abstract

The pace of financial innovation in China is faster and faster, the multi-level capital market is gradually improving. As an important part of the capital market, private equity plays an irreplaceable role. The unicorn enterprises it cultivates have greatly promoted the rise of emerging industries and had an important impact on social and economic development. However, due to the particularity of Unicorn enterprises, private equity faces huge loss risk when investing. Therefore, it is particularly critical to study the risk control of private equity investment Unicorn enterprises.

The article adopts the method of case study. Taking the tea of Nai Xue invested by Shenzhen Venture Capital as the research object. First of all, the relevant research results and theoretical basis of private equity and unicorn enterprises at home and abroad are sorted out, as the theoretical support for the research problem. Second, analyze the pre-investment, mid-investment and post-investment risks in investment cases. Pre-investment risks include industry competition, industry comparative advantages, and valuation bubble risks; mid-investment risks include information asymmetry and uncertainties risks; post-investment risks include exit, IPO underpricing, long-term stock price weakness, and principal-agent risks. Thirdly, it puts forward the countermeasures for

private equity to control the risk of investing in unicorn enterprises from three aspects: pre-investment, mid-investment and post-investment. Pre-investment strategies include accurate assessment of industry development potential and brand influence, rationality of market valuation, and sustainable profitability; investment strategies include multiple rounds of investment, understanding unicorn companies' stakeholders, and signing investor protection clauses ; Post-investment countermeasures include tracking the flow of funds, regularly reviewing the progress of the invested projects, and providing various value-added services. Finally, conclusions and enlightenments are drawn: the conclusions include that when private equity invests in unicorn companies, it is necessary to identify and evaluate specific risks; establish a scientific and strict risk control system specifically for investing in unicorn companies; In line with the national industrial policy orientation, adhere to value investment; inspiration includes private equity investment institutions to strengthen industry self-discipline, follow the principle of integrity and maintain risk awareness.

key words: Private equity; Unicorn enterprise; Risk control

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 从私募股权视角	1
1.1.2 从独角兽企业视角	1
1.2 研究目的及意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意义	2
1.3 研究内容与研究方法	2
1.3.1 研究内容	2
1.3.2 研究方法	5
1.4 国内外文献综述	5
1.4.1 国外研究现状	5
1.4.2 国内研究现状	6
1.4.3 文献述评	8
1.5 创新点与不足之处	8
1.5.1 创新点	8
1.5.2 不足之处	9
2 相关理论基础及问题概述	10
2.1 理论基础	10
2.1.1 风险管理理论	10
2.1.2 IPO 抑价理论	10
2.1.3 估值理论	11
2.1.4 信息不对称理论	11
2.1.5 委托代理理论	12
2.2 私募股权相关问题	12
2.2.1 私募股权含义	12

2.2.2 私募股权组织形式	13
2.2.3 私募股权投资项目的运作流程	13
2.2.4 私募股权投资的一般性风险	14
2.3 独角兽企业相关问题	15
2.3.1 独角兽企业内涵	15
2.3.2 独角兽企业发展特点	15
2.3.3 独角兽企业发展中的主要风险	17
2.4 私募股权投资独角兽企业相关问题	18
2.4.1 双方合作原因	18
2.4.2 私募股权投资独角兽企业的主要风险	20
3 深创投投资奈雪的茶案例介绍	21
3.1 深创投	21
3.1.1 基本情况	21
3.1.2 投资理念	21
3.1.3 投资效益	22
3.2 奈雪的茶	23
3.2.1 基本情况	23
3.2.2 财务状况	23
3.2.3 股权结构	28
3.2.4 赴港 IPO 上市	29
3.3 融资过程	31
3.4 合作动因	31
3.4.1 投资动因	31
3.4.2 融资动因	33
4 深创投投资奈雪的茶案例风险分析	35
4.1 投前风险	35
4.1.1 行业竞争风险	35
4.1.2 行业比较优势风险	35
4.1.3 估值泡沫风险	36

4.2 投中风险	37
4.2.1 信息不对称风险	37
4.2.2 不确定性因素风险	37
4.3 投后风险	38
4.3.1 退出风险	38
4.3.2 IPO 抑价风险	38
4.3.3 股价长期弱势风险	39
4.3.4 委托代理风险	40
5 私募股权投资独角兽企业风险控制的对策	41
5.1 投前对策	41
5.1.1 准确评估行业发展潜力及品牌影响力	41
5.1.2 准确评估市场估值的合理性	42
5.1.3 准确评估持续性盈利能力	42
5.2 投中对策	43
5.2.1 分多轮次投资	43
5.2.2 了解被投独角兽企业的相关利益主体	43
5.2.3 签订投资人保护条款	44
5.3 投后对策	44
5.3.1 追踪资金流向	44
5.3.2 定期审核所投项目进展情况	44
5.3.3 提供多样式的增值服务	44
6 研究结论与启示	46
6.1 结论	46
6.2 启示	46
参考文献	48
致谢	51

1 绪论

1.1 研究背景

1.1.1 从私募股权视角

我国的金融体系长期以银行业为主，资本市场尚未完全成熟，企业尤其是具备成长性的初创型企业市场中很难融到资金。目前私募股权在国内还处于刚起步的发展阶段，但已经体现出巨大的发展潜力和空间，逐渐成为市场中重要的资金来源途径，极大地拓宽了企业融资渠道，对社会经济发展产生了重要影响。2013-2018年，国内独角兽企业数量激增，与此同时，私募股权投资机构的资金规模在5年时间内从1.49万亿元增加到9.6万亿元，推动了国内独角兽企业的成长与发展。蚂蚁金服、字节跳动、贝壳找房、小鹏新能源汽车、京东物流等国内一些著名的独角兽企业也都有私募股权的参与。

2014年1月，证券投资基金业协会公布了《私募投资基金管理人登记和基金备案办法》，同年2月，证监会成立私募股权监管部，标志着对私募股权的监管由过去的发改委正式转变为中国证监会。2014年8月21日，《私募投资基金监督管理暂行办法》正式生效实施。这些法律法规为中国私募股权规范化发展提供了法律依据，同样也表明国家已经认可将私募股权作为一种新的融资手段。

1.1.2 从独角兽企业视角

独角兽企业数量的富集程度是衡量区域创新发展水平和创新能力的重要指标之一。独角兽企业在促进技术创新、推动产业发展等方面发挥着重要引领作用。近年来，国内涌现出数量众多的独角兽企业，其中不少独角兽企业正在塑造新的商业模式、改变社会经济发展方式。

随着监管层明确表态希望把创新型且潜力大的科技型企业留在国内上市，以此提升整体的技术创新水平。独角兽企业具备很强的成长性和创新能力，能够成长为产业巨头，带动整个行业发展。因此，可以说独角兽企业对于我国未来科技创新和社会经济发展具有重要意义。

从上述分析来看，私募股权对于独角兽企业的成长与发展至关重要，而独角兽企业对社会经济发展有着重要影响。所以，研究私募股权降低投资独角兽企业的风险就显得很有必要。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

私募股权投资机构的本质是现代化企业，其目标是追求利益最大化。在推动初创型企业成长为独角兽级别企业的过程中同样面临巨大的损失风险，这些风险有来自私募股权投资机构自身的，也有所投独角兽企业造成的风险，比如估值泡沫、IPO 抑价风险、脆弱性等，还有不可控因素形成的风险。私募股权培育了众多的独角兽企业，在收获丰厚利益的同时，也在深刻影响着商业模式、生活方式、技术创新。正是由于私募股权对独角兽企业巨大而独特的作用，因此，研究分析其投资风险及风险控制问题有着重要意义。本文以深圳市创新投资集团有限责任公司（以下简称“深创投”）投资奈雪的茶控股有限公司（以下简称“奈雪的茶”）为研究案例，分析案例暴露出的风险，以此说明私募股权投资独角兽企业存在的主要风险，旨在为其他私募股权投资机构降低此类风险能够起到一定的参考价值，对规范私募股权发展起到一定的推动作用，进而降低整个国内资本市场的投资风险。

1.2.2 研究意义

本文研究意义在于丰富理论研究的相关文献，提供新的研究视角，为其他学者研究此类问题提供案例参考，并且能够引起政府部门、监管层的关注，出台相应的政策措施，规范行业发展标准。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本文内容共分为以下六个章节。

第一章是绪论部分。在本章节主要说明文章的研究背景、研究目的及意义、研究内容及方法，对文献进行归纳、总结，形成文献述评。最后指明文章的创新点以及存在的不足之处。

第二章是相关理论基础及问题概述部分。相关理论基础包括风险管理理论、IPO 抑价理论、估值理论等，作为本文研究问题的理论支撑，相关问题包括私募股权含义、投资风险、独角兽企业内涵、特点以及私募股权投资独角兽企业的优势、风险等。

第三章是案例部分。介绍了深创投的基本情况、投资理念、投资效益和奈雪的茶的基本情况、财务状况、股权结构、赴港 IPO 上市，在本章节还会阐明双方合作动因，并详细说明双方投融过程。

第四章分析深创投投资奈雪的茶面临的主要风险。通过分析深创投投资奈雪的茶各个环节、双方的投融过程以及奈雪的茶赴港 IPO 上市暴露出的风险，从投前、投中、投后三个角度分析深创投的投资风险。

第五章以前四章研究分析为基础，得出私募股权投资独角兽企业存在的风险，与第四章的投前、投中、投后风险相互对应，提出风险控制对策，

第六章是结论与启示部分。从前面章节的研究中得出结论，并阐明案例研究启示。

本文的技术线路图如下图 1.1 所示。

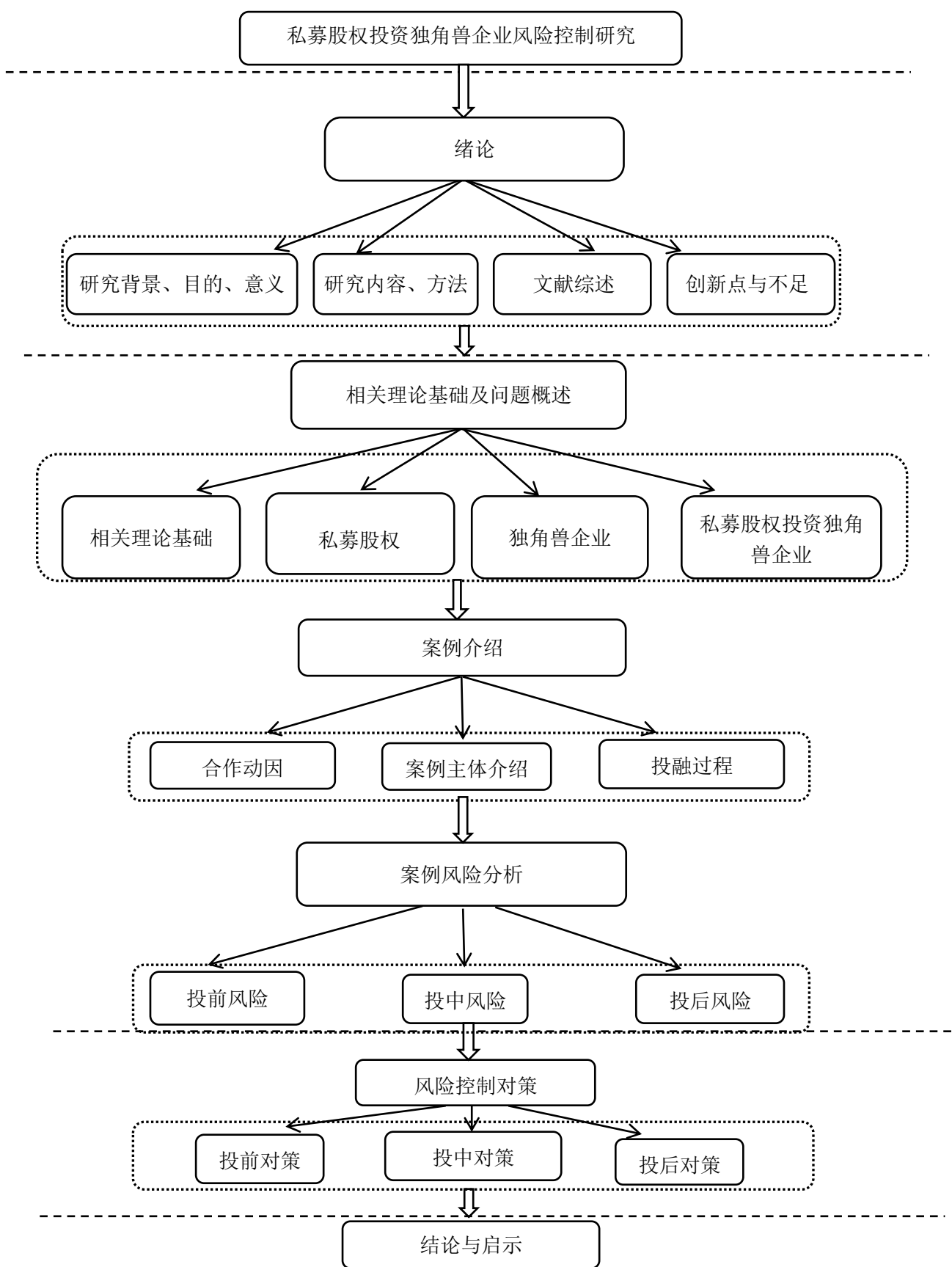


图 1.1 技术线路图

1.3.2 研究方法

(一) 文献综述分析法。通过学习文献可以对某一理论、某一领域的发展现状形成自己的认识,有助于提高学术理论水平。利用知网、图书馆资源、购买书籍等形式,大量阅读有关私募股权投资风险及风险控制和独角兽企业方面的文献资料,深入了解相关理论知识、国内外最新研究成果,然后整理、总结和归纳所学知识,对私募股权投资风险、独角兽企业发展的相关问题形成较为完备的理论体系,作为研究问题的理论支撑。

(二) 案例分析法。案例分析是对理论知识的一个充分论证,选取与理论知识相关的典型案例,能够加深理解。本文选取具有政府背景的私募股权投资机构-深创投,对在香港上市的独角兽企业-奈雪的茶投资案例进行研究,分析案例中涉及到的风险,然后归纳和总结出私募股权投资独角兽企业面临的主要风险,最终得出结论和启示。

1.4 国内外文献综述

1.4.1 国外研究现状

(一) 私募股权研究

关于私募股权的内涵。美国风险投资协会(NVCA)认为所有为企业提供长期股权资本的私募基金都可称之为私募股权,欧洲私募股权与风险投资协会(EVCA)将私募股权定义为向未上市的企业提供长期权益资本的融资手段。

关于私募股权的退出方式。Bygrave 和 Timmons(1992)研究结果表明 IPO 定价最高,一般是出售创立公司所获收益的 5 倍,这也是私募股权青睐 IPO 退出方式的重要原因。Relander(1994)认为 IPO 是投资过程中一种合适的退出手段,在欧洲市场得到广泛应用,但相对于通过并购退出容易导致创始人及管理层丧失公司控制权,Wells(2000)提出退出机制对于发展私募股权是非常重要的,IPO 反而更有利于保证公司的控制权不发生改变,稳定公司管理层。Bing Guo 和 Perez Castrillo(2012)建立了创业初期的投资、持续期与退出决策的模型,并且指出随着投资期限的延长,选择并购退出的可能性会更大,而伴随着投资规模的扩大,会提高选择 IPO 退出方式的可能性。

关于私募股权投资风险。Smolarski(2006)认为委托代理问题是造成信

息不对称风险的来源。Sharon(2011)指出私募股权投资完成后,可以提供增值服务,帮助所投公司完善公司治理结构、健全内部风险控制机制等。Karim(2014)从风险管理措施和风险防范意识两个方面出发,认为私募股权在投资时首先要有风险控制意识,其次是贯彻落实风险控制措施。Antunes 和 Ricardo (2015)提出风险识别是私募股权投资机构进行风险管理的前提,应该重视风险管理的方式与执行情况。JK Sharma (2016)则以全面的视角分析了整个运行过程中的风险,其视角涵盖了私募股权投资的全部流程。

(二) 独角兽企业研究

关于独角兽企业的成长性。Michael S 和 Malone 和 (2014)认为在新型组织方法的帮助下,独角兽企业可以实现影响力(或产出)以不成比例的速度大幅增长的目标,认为传统企业成长是线性相关的,通过观察历史数据可以预测未来结果,而独角兽企业属于指数型组织,几何式增长,难以预测。Litzenberger(2016)认为独角兽企业具有成长速度快、发展潜力大的特质,并具备颠覆商业模式和生活方式的能力,更容易得到投资人的追捧。

关于独角兽企业面临的风险。Brown 和 Wiles (2016)认为一些独角兽企业的创始人及公司高管会通过手段操纵市场估值而吸引资本投资,这就增加了投资人的损失风险。Batterson 和 Freeman(2017)指出许多独角兽企业取得了巨大成功,但是估值及价格预期严重偏离实际,高估值来源于对未来高增长的预期,然而,这种预期总是过于盲目乐观,不利于之后投资人对企业真实价值的判断。

关于独角兽企业上市。IPO 是资本获利的重要方式。Chwrienbach(2002)认为由于不同资本市场的发育成熟度存在差异,从而导致私募股权退出方式不同,美国拥有全世界最发达的证券市场,独角兽企业上市情况比较多,而且 IPO 是投资人最喜欢的方式。

1.4.2 国内研究现状

(一) 私募股权研究

关于私募股权的内涵。章丹雯(2009)将私募股权称作为产业投资基金,通过向特定对象以不公开方式募集资金,基金管理人凭借专业知识、管理经验等才能对未上市的企业进行权益性投资。夏斌(2008)认为私募股权能够推动初创型企业和新兴产业快速成长,广义私募股权投资企业的萌芽期、成长期、成熟期,即使

在企业上市之后，仍然会参与投资，狭义私募股权类似于风险投资，主要投资企业的萌芽期和成长期。

关于私募股权的退出方式。陈俊威（2017）从客观市场需求以及提升产业创新能力的角度分析了私募股权投资机构以并购方式退出所投项目的实际意义，与其他退出方式相比而言，其显得更为灵活可控。杜雨洁（2017）认为国内私募股权过于依赖 IPO，而且 IPO 退出方式越来越难，应该完善退出机制，并加强 IPO 退出方式的监管。张建平（2018）指出 IPO 退出方式条件较为严苛，但由于在资本市场上发行新股存在巨额收益的可能性，IPO 依然是首选方式。

关于私募股权控制投资风险。张妙凌（2013）认为可以通过健全公司内部治理结构来削弱信息不对称造成的投资风险。崔英（2018）和黄秀敏（2019）认为私募股权的投资风险主要来源于信息不对称和市场估值，控制此类风险可以通过完善合同协议、分散化投资等途径。丁宁（2019）指出导致私募股权产生投资风险的因素与信息不对称、价值评估以及外部环境因素有关，通过贯彻执行双方合作协议、合理评估市场价值、制定股份调整机制以及多元化投资能够有效控制风险。刘晓亮（2019）分析了私募股权投前、投后和退出三个阶段的风险，认为私募股权投资机构应该建立风控管理体系，能够有效降低投资风险。

（二）独角兽企业研究

关于独角兽企业的成长性。卢泽华（2017）认为国内独角兽企业普遍存在创新能力强、发展速度快、成长周期短的特点。吴梦阳（2019）指出独角兽企业是一种新的经济发展现象，企业价值呈几何式增长，在很短期限内，就可以实现数十倍、乃至成百上千倍的增长。叶李希（2019）认为新兴产业更容易孕育独角兽企业，反过来，独角兽企业又能很好的促进新兴产业发展，并且认为独角兽企业多为新兴产业。因此，更容易得到私募股权投资机构的追捧，为独角兽企业快速成长提供源源不断的资金支持。这也是很多初创型企业或者新兴产业能够在短时间内成长为独角兽企业的重要原因。

关于独角兽企业面临的风险。郭建华（2018）研究发现：独角兽企业的资产与市场估值的比值严重不合理，资产占比太小，导致独角兽企业存在财务风险。刘思阳（2018）同样指出过高的市场估值容易导致泡沫破裂，这是独角兽企业潜在的经营风险。高婕（2019）提出独角兽企业面临估值过高、融资风险、资本市场风

险、运营风险、数据安全风险和创新风险，认为商业银行应该从创新金融服务、严格防控风险等方面开展金融支持独角兽企业发展的工作。

关于独角兽企业上市。独角兽企业上市能够给私募股权投资机构带来丰厚收益回报，也有可能带来损失。田岚(2016)研究大量数据发现：独角兽企业 IPO 上市存在抑价现象。李维(2018)提出独角兽企业可以通过海外挂牌、IPO 等方式快速实现上市目标，而 IPO 是最受欢迎的方式，同样也是收益最高的方式。

1.4.3 文献述评

综上所述，国外学术界在私募股权投资、独角兽企业以及私募股权对独角兽企业发展的推动作用等方面的学术研究明显早于国内，已经形成相对完善的理论体系；全球私募股权的发展对于新兴产业的成长与发展起到了非常大的推动作用，尤其对解决初创型企业融资难问题做出重要贡献；在私募股权的退出方式中，欧美经济发达国家凭借完善、成熟的金融体系，IPO、并购、管理层回购三种形式退出方式都比较常见，国内私募股权退出方式主要还是依靠 IPO 上市。

国内对于相关问题的研究起步略晚，还没有形成完善的理论体系。在私募股权投资的支持下，国内涌现出多家独角兽企业，但其在发展过程中同样存在很多问题：第一，私募股权投资的独角兽企业处于信息占据优势的一方，容易造成信息不对称风险，给私募股权投资机构带来投资风险；第二，独角兽企业发展很快，但是普遍存在质量不高、估值“虚胖”现象；第三，国内私募股权的退出方式以 IPO 为主，并购和管理层回购方式应用较少。因此，比较单一的退出方式容易给私募股权投资机构带来退出风险；第四，独角兽企业 IPO 上市抑价风险事件频发。

文章基于以上问题，以深创投投资奈雪的茶作为研究案例，分析私募股权投资独角兽企业面临的风险以及风险控制问题，为今后国内私募股权减少投资独角兽企业的风险提出相关对策建议，促进私募股权更好的为企业融资提供服务，解决企业发展问题。

1.5 创新点与不足之处

1.5.1 创新点

(一) 研究方向具有创新性

国内对私募股权控制投资风险和独角兽企业的研究是将两者分开研究，很少把

它们结合在一起作为研究对象。本文将两者结合在一起，研究独角兽企业在私募股权的培育下，私募股权投资机构如何控制投资风险，为研究资本市场控制投资风险提供一个新的研究方向。

（二）研究案例具有典型性

本文所选取的独角兽企业—奈雪的茶属于新兴行业，为今后其他私募股权投资新兴行业领域的独角兽企业进行风险控制提供一定的参考价值。

1.5.2 不足之处

（一）缺乏强有力的理论支撑

奈雪的茶属于新兴行业，而对于此类行业的理论研究成果比较少，致使本文可借鉴、参考的文献资料不多，理论支撑略显薄弱。

（二）分析问题所需数据较少

截至目前，奈雪的茶成立时间较短，向公众披露的信息较少，使得分析风险问题的说服力不强。

2 相关理论基础及问题概述

2.1 相关理论基础

2.1.1 风险管理理论

风险表现为收益的不确定性，或者是与预期收益之间的差别，即当实际收益与预期收益存在差别，就会引发风险。2006年，国务院国有资产监督管理委员会发布了《中央企业全面风险管理指引》，将企业经营风险划定为“未来的不确定性对其实现其经营目标的影响”。2017年，美国反虚假财务报告委员会在《内部控制整合框架》的基础上颁布了《企业风险管理框架》，将企业风险管理定义为：“企业风险管理是一个过程，受到股东会、董事会、管理层和其他员工影响，包括内部控制及其在战略和整个公司的实际应用，目的是为了保证企业经营效率和财务报告真实可靠”。

风险管理的基本流程包括风险识别、风险评估、制定风险管理策略、提出风险管理解决方案、风险管理措施监督和改善等。在风险管理理论中，对风险进行有效控制，可以降低经营或投资风险。常见的风险控制策略包括风险自担、风险规避、风险转移、风险对冲、风险补偿等。私募股权由募、投、管、退四个阶段组成，每个实施阶段都面临风险，风险管理理论可以帮助私募股权投资机构对风险进行识别、分析、评估，并运用与其风险相匹配的控制策略应对投资过程中的风险，制定解决方案，降低投资损失的可能性。

2.1.2 IPO 抑价理论

IPO 抑价是指新股首次公开发行价明显低于上市初始时的市场价格。目前 IPO 抑价现象在全球范围内都比较普遍，逐渐引起学术界的广泛关注和研究。由于金融市场发育程度不同，中国与欧美市场的抑价率存在显著差距，欧美发达国家的平均抑价率仅为 18%，而中国的平均抑价率则达到了 140%。

目前，IPO 抑价、新股发行后股价长期处于弱势状态和新股认购热潮已经成为新股上市的三大重要表现。IPO 抑价的原因主要有以下几点：第一，流通股占比与抑价存在负相关关系。当流通股比例较小时，中小投资者很难获取公司内部信息，无法准确评估企业真实价值，而且如果流通股占比小，存在大股东通过市场操纵行为侵害中小股东利益的可能性；第二，机构投资者拥有资金规模、管理

经验、专业团队等优势，投资周期具有长期性和稳定性，而个人投资者的交易习惯更多的是投机行为，不利于实现价值增值；第三，IPO 抑价创造了无风险套利机会，在 IPO 前，一级市场会吸引大量资金，期待在二级市场赚取高额回报，这又会进一步刺激投机行为。

2.1.3 估值理论

估值理论是财务管理的核心理论，主要指企业的内在价值、净增价值。私募股权投资机构对被投资企业进行股权投资时，除了注重行业发展趋势、企业的比较竞争优势、业务规模等，企业估值同样是投资人必须考虑在内的重要因素。本文运用到的企业市场估值方法包括以下两种。

（一）市盈率估值法

市盈率估值法认为企业的价值等于一定时期内的净利润与市盈率的乘积。

（二）账面价值估值法

账面价值法是一种按照会计核算的原理和准则计算企业价值的方法。在《国际评估准则》中，将企业的账面价值定义为资产负债表上所体现的企业全部资产与负债之间的差额。

2.1.4 信息不对称理论

20 世纪 70 年代，三位美国著名经济学家（乔治·阿克洛夫、迈克尔·斯彭和约瑟夫·斯蒂格利茨）开始研究信息不对称理论，为市场经济提供了新的研究视角。信息不对称理论作为经济学的一个重要理论，基于不完全有效市场理论，成为金融学、管理学、财务管理等研究领域的基本假设条件。

信息不对称理论认为处于信息优势的一方，凭借着掌握更全面的信息，能够从信息匮乏者那里获取收益，从而导致信息匮乏者遭受经济损失。该理论还指出信息在市场经济发展过程中的重要作用。在信息技术快速发展的条件下，信息化水平越来越高，信息在政府服务、社会治理、科技创新、经济发展等方面的作用会更加突出。

信息不对称理论被广泛应用在多个领域，如二手车市场、保险市场等。委托人和代理人处于信息的对立面，信息不对称造成双方不可调和的矛盾。因此，双方应该签订一系列保护条款，尤其是保障处于信息弱势方的委托人权益。

2.1.5 委托代理理论

现代化公司治理最本质的问题之一就是协调企业所有权与经营权的关系而产生的代理问题，其已经发展为公司治理理论的重要组成部分。信息不对称理论基于企业的所有者兼具经营者双重身份所暴露出来的弊端，由美国经济学家在 20 世纪 30 年代提出，该理论同样也是现代契约理论的重要组成部分。

委托代理理论的主要观点有：由于生产力的快速发展和规模经济的出现，委托代理关系随之产生；生产力的大发展促进了社会分工的细化，形成了大量具有专业化管理才能的高素质职业经理人，他们在管理企业的经营活动中比权利所有者更有利于企业的发展；在企业的所有权和经营权分离之后，职业经理人获得经营权，而权利所有者仍然保留对企业的剩余价值索取权；委托代理以信息不对称为前提，导致占据信息优势一方容易损害信息弱势一方的权益；代理人所做的一切行为首先会从自身效用水平最大化出发而忽视委托人的利益诉求。

2.2 私募股权相关问题

2.2.1 私募股权含义

私募股权是经济发展和金融创新的产物，其兴起于美国。最早的私募股权可以追溯到 1946 年成立的美国研究与发展公司，创立初衷是为一些科技型、创业型企业提供融资支持。在国内，私募股权经过多年的发展，对社会经济发展产生了重要影响，诸多学者也对私募股权进行了大量的研究，但目前无论是在学术界，还是在法律法规层面，对私募股权尚未形成一个明确的定义，对其理解更多的是集中在私募股权的特点。

第一，针对特定对象、采取非公开发行方式募集股权资本，并且以盈利为目的，其中特定对象包括高净值收入人群、具备丰富专业投资知识和经验的人等，非公开发行指不面向社会普通公众发行，仅对发行人的内部人员或少数群体。

第二，私募股权的投资形式多以权益型为主，基本上不参与债权形式投资，而且私募股权投资机构往往也不会选择在资本市场上市。

第三，私募股权发行的对象主要是与发行人有密切业务往来的投资者。

在国外，金融体系发达的国家在法律、法规层面对私募股权做出了定义，但是不同国家所做的定义存在差异。美国在 1933 年颁布的《证券法》中规定私募

股权为“不涉及任何公开发行的发行人的交易行为”。英国出台的《2000年金融服务和市场法》规定为：“未受监管的集合投资计划”。

2.2.2 私募股权组织形式

（一）公司制

采取公司制组织形式的私募股权，具有独立法人资格，公司以股东认缴的出资为资金基础进行管理运作，出资人以其出资额为限度对公司承担有限责任，而公司则以其法人财产对其债务承担责任。

（二）合伙制

合伙制指有民事行为能力的公民、法人或者其他组织机构，在满足法律规定条件下，设立合伙企业，实现利益共享、风险共担。根据合伙人承担风险方式的不同，分为普通合伙和有限合伙。普通合伙是指所有合伙人对公司的债务承担无限连带责任，有限合伙指在所有合伙人中，其中至少有一个普通合伙人，普通合伙人对公司债务承担无限连带责任，有限合伙人承担有限责任。

（三）契约制

信托是契约制的重要表现形式之一，以信用为基础。契约制私募股权的本质是出资人和私募股权投资机构签订信托契约成立基金，出资人按照交付资金份额享受收益、承担责任。私募股权投资机构多数采取的是契约制组织形式。

2.2.3 私募股权投资项目的运作流程

（一）筹措资金

私募股权投资项目时资金需求量大，需要筹措资金。因此，会向特定投资人进行宣传，说明筹措资金的目的、投资方向和策略、所投项目的行业属性及发展潜力等，以此吸引投资人完成募集资金的目标。

（二）项目投资

私募股权进行项目投资要面临诸多风险。因此，需要严格筛查，最终选择合适的投资项目。私募股权项目投资包括项目筛选、项目立项、项目预审、投资委员会审议等流程。项目筛选是指私募股权投资机构在众多项目中，选择符合自身投资偏好的项目，并考核其创始人及其管理团队才能、项目所属行业的发展趋势及行业的竞争优势、财务状况、经营状况、融资需求等；项目立项是指召开讨论会，共同商定项目投资的可行性；项目预审是指对项目的投资风险、收益等进行

研断；投资委员会审议是指委员会委员对项目进行最终评定、审议，给出是否决定投资的建议和意见。

（三）投后服务管理

私募股权投资机构在完成投资后需要做的一项重要任务是做好服务管理工作，这样可以及时掌握被投企业的经营状况，保护自身权益，并对其起到外部约束作用。此外，向被投企业提供增值服务，比如实现资源信息共享，寻求新的投资人来满足后续融资需求，组建专业化的服务团队督导被投企业的日常工作，培养创始人及其管理团队的综合素养等，这样有利于提高被投企业的经营效率和质量。在此期间，私募股权投资机构不过分、直接干涉日常经营活动。

（四）获利退出

IPO、并购、管理层回购是最为常见的三种退出方式。其中，国内主要以推动企业 IPO 形式为主。成功获利退出被投企业可以说是私募股权投资机构的一次惊险跳跃，如果不能及时、顺利退出，则意味着很有可能面临损失风险。

2.2.4 私募股权投资的一般性风险

私募股权投资回报周期长，投入资金大，导致现金流动性差，容易发生资金链断裂的情况，尤其是对初创型企业进行投资，还会面临被投企业极大的破产风险。此外，私募股权投资机构还要面对一般性的风险。

（一）信息不对称风险

私募股权投资机构会选择投资具有成长性强、技术创新领先、发展速度快等特点的企业，这类企业更有机会帮助投资人获得高额的投资收益。然而事实上，被投企业在融资时，为了能够吸引投资人青睐而粉饰企业经营情况及各项数据指标，严重误导私募股权投资机构对被投资企业价值合理性的判断。在项目运营过程中，被投资企业可能会隐藏经营利润，相关利益主体之间进行利益输送，以此减少投资人的分红所得。融资方掌握更完备的企业经营信息，占据主导地位，投资方是信息劣势一方。如果融资方发生道德风险，私募股权投资机构会遭受损失。

（二）委托代理风险

委托代理风险源于双方信息不对称。一般情况下，私募股权投资机构不直接参与被投企业的经营活动而是由被投资企业创始人团队及其管理层负责，其专业素质、责任担当、管理能力、职业道德等因素都是影响企业经营效益的关键因素。

被投资企业作为受托人，当其利益与委托人发生冲突时，受托人会首先从自身利益角度考虑，违背委托人意志，利用信息优势，损害私募股权投资机构的权益，结果就是发生委托代理风险。因此，私募股权投资机构需要通过一系列措施防范被投资企业在获得资金后出现肆意挥霍、管理团队懈怠工作等现象发生。

（三）退出风险

国内私募股权投资机构获利方式主要是通过安排被投资企业 IPO 上市。然而，初创型企业的各项条件很难符合主板市场上市标准，科创板和创业板的上市标准相对宽松，但争先恐后排队等待的企业过多。另外，国内股权交易体系不够完善，以股权转让方式退出仍然存在一定难度。此外，即使被投资企业顺利完成 IPO 上市目标，也并不意味着私募股权投资机构就能轻松获得巨额投资收益。从目前的实际情况来看，IPO 后的股价表现在很大程度上影响着投资收益。私募股权投资机构不能在被投资企业 IPO 后的合适时机退出离场，同样会存在退出风险。

2.3 独角兽企业相关问题

2.3.1 独角兽企业内涵

一家专注于股权投资的美国公司 Cowboy Ventures 的创始人 Aileen 为独角兽企业下了一个定义：企业在 10 年之内，市场估值超过 10 亿美元，超级独角兽企业的标准是估值达到 100 亿美元。国内将独角兽企业定义为具备境内法人资格、10 年内估值达到 10 亿美元且获得了私募股权投资。独角兽企业往往处于行业领先地位，具备颠覆传统商业模式、变革社会经济发展方式的能力。因此，独角兽企业也被视为新经济发展的风向标。独角兽企业的一个显著特征就是把创新和资本紧密结合在一起，通过资本的力量从一个初创型企业迅速成长为独角兽级别企业，反过来，其会为资本带来丰厚收益。当然，并不是所有的独角兽企业都会为其投资人创造价值，有时也会带来巨大的经济损失。

2.3.2 独角兽企业发展特点

与一般性企业不同的是独角兽企业有着自身的特点。

第一，行业分布集中度高。2020 年全球独角兽企业数据库数据显示，从行业分布来看，全球独角兽企业主要集中在智能科技、金融科技、生活服务、企业服务、医疗健康、汽车交通、文旅传媒等 12 个领域。其中，企业服务、生活服

务、智能科技和金融科技领域的独角兽企业数量最多，共计 331 家，占比高达 66%。2019 年胡润百富榜数据表明，国内 TOP10 独角兽企业以互联网背景为主，如字节跳动、京东物流、菜鸟网络等生活服务类企业，同时也包括了诸如奥比中光、柔宇科技等在内的一些科技创新型的智能硬件企业。所以，不难看出，目前国内的独角兽企业主要集中在互联网生活服务类及智能科技型企业。

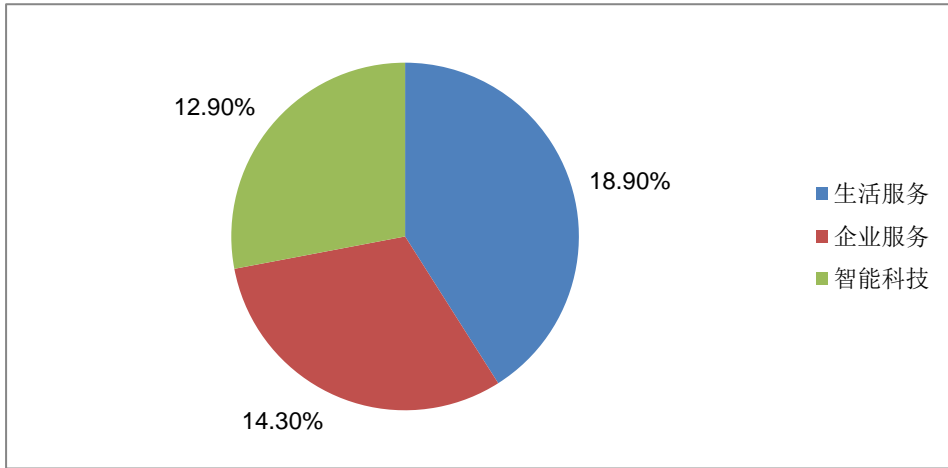


图 2.1 2019 年中国独角兽企业主要分布行业领域

数据来源：东方财富网

第二，独角兽企业的发展与经济水平存在一致性。从国家层面来看，《2019 年胡润全球独角兽榜》显示了全球有 494 家独角兽企业，而中美两国作为全球最大的两个经济体，分别为 206、203 家，占据了全球总数的 82.79%。此外，中国和印度两国经济水平、技术创新发展速度较快，在全球独角兽企业发展中占据重要地位。从国内独角兽企业数量分布来看，其与城市的经济、科技创新能力也保持高度一致性。

表 2.1 2019-2020 年中国全球独角兽企业 500 强前 10 名

城市	2020 年		2019 年	
	数量	排名	数量	排名
北京	76	1	84	1
上海	43	2	44	2

深圳	25	3	21	3
杭州	22	4	20	4
青岛	10	5	6	5
广州	9	6	8	6
南京	7	7	8	7
成都	4	8	4	8
天津	3	9	5	9
武汉	2	10	3	10

数据来源：全球独角兽企业数据库

表 2.1 的数据表明了国内的独角兽企业数量分布与城市经济发展水平基本保持一致，其中北京、上海、深圳、杭州占比超过 82%，杭州的独角兽企业数量排在青岛、广州之前，主要得益于阿里巴巴总部位于杭州，推动了互联网及其相关产业的成长与发展。

第三，独角兽企业的发展速度快，融资频率高。赛迪智库统计数据表明，国内独角兽企业平均 8 个月就需要一次融资，比如曾经火爆一时的 ofo 共享单车，在 5 年时间内完成了 11 轮融资，平均不到 6 个月获得一轮融资，融资频率明显高于欧美发达国家。

2.3.3 独角兽企业发展中的主要风险

（一）盈利能力差

独角兽企业能够快速成长的一个重要原因是资本推动的结果，通过“烧钱”模式，实现几何式增长，再通过炒概念、讲情怀，然后在媒体的大肆渲染下，吸引了大量粉丝和用户，引起市场一时轰动。这样的结果是独角兽企业的实际产出差，缺乏可持续性的盈利模式和盈利能力。投资人在没有看到预期收益的情况下，会失去信心，放弃继续投资的意愿。

（二）估值泡沫

市场估值是衡量独角兽企业价值的重要参考指标，也是吸引投资人的重要因素。很多独角兽企业在短期内很难实现盈利，为了保持品牌形象和竞争力，就必须持续不断的获得融资而保持高估值。所以，鼓吹企业的价值来吸引投资人的做

法司空见惯。另外，较早期的投资人为了退出获利，甚至会联合其所投独角兽企业利用各种手段哄抬企业估值，吸引新的投资人高位“接盘”，导致独角兽企业的估值泡沫现象普遍存在。

（三）IPO 抑价风险

独角兽企业的脆弱性，使其在 IPO 后出现抑价风险的可能性非常大。财联社消息显示，2021 年上半年，悦刻、知乎、滴滴、叮咚买菜、每日优鲜等国内 38 家企业赴美 IPO，结果超过半数的企业破发，其中每日优鲜当日最大跌幅达到 36%，最终以 25% 的跌幅收盘。国内独角兽企业 IPO 破发现象也是屡见不鲜，致使投资人难以及时退场。

（四）股价长期弱势风险

股价是反映上市企业真实价值的重要指标之一。独角兽企业上市之后，披露大量信息，在市场机制作用下，泡沫被刺破，最终价值理性回归，股价一路走低，甚至长期处于低位水平，严重偏离投资人预期收益目标。

2.4 私募股权投资独角兽企业相关问题

2.4.1 双方合作原因

国内目前已经涌现出高瓴、红杉、深创投、金沙江、顺为等著名私募股权投资机构，IDG、淡马锡等国外资本也在中国深耕多年，其涉及互联网、人工智能、在线教育、新能源等领域，培育了小米、宁德时代、蚂蚁金服、今日头条、陆金所、阿里云等独角兽企业，对推动初创型、科技型的新兴产业成长与发展产生重要积极影响。国内外独角兽企业背后都能看到私募股权投资机构的身影，甚至可以说独角兽企业就是靠资本的雄厚力量才发展起来的。私募股权投资独角兽企业有着独特优势。

表 2.2 私募股权投中全球独角兽企业 500 强数量排名

私募股权投资机构	数量	投中企业
红杉资本	87	阿里云、京东数科等
腾讯资本	56	Space、车好多等
阿里巴巴	43	滴滴出行、快手等

软银	36	菜鸟网络、大疆等
IDG	29	SpaceX、微众银行等
老虎基金	24	Stripe、猿辅导等
经纬中国	20	SpaceX、喜马拉雅等
启明创投	19	汇影医疗、柔宇科技等
高瓴资本	18	陆金所、京东健康等
淡马锡	11	快手、Wish、比特大陆等

数据来源：全球独角兽企业数据库

（一）高额收益回报

企业在初创及成长阶段，需要大量资金支持，私募股权投资机构如果看中企业的发展潜力，就会以资金换取被投资企业股权。因为，企业属于资金需求方，私募股权投资机构是资金供给方，处于议价的优势一方，甚至能够以较低价格得到更多股权。例如，2008年高瓴资本投资处于成长期的蓝月亮，蓝月亮随后在2020年12月16日登陆港交所，完成IPO上市目标，为高瓴资本带来超过20倍的投资收益。所以，在资本的强力推动下，初创型、成长型企业会快速成长为独角兽级别企业，私募股权投资机构通过被投资企业上市或股权转让等形式退出而获取高额收益回报。

（二）稳定的资金来源

一家企业能够成长为独角兽级别企业离不开大量资本支持，只有源源不断的资金投入，才能维持企业正常运行，推动估值不断上升，以此继续吸引投资人眼球。在整个发展过程中，企业会获得多家私募股权投资机构的多轮次投资，这种融资模式无法通过银行等中介金融机构实现。我们熟知的今日头条成立于2012年，当年就获得SIG、海纳亚洲100万美元A轮融资，此后几年，又先后完成B、C、D、E轮融资，投资方为DST、红杉、腾讯、建银国际等资本，正是稳定的资金来源，今日头条的估值也在短短几年飙升到750亿美元。因此，可以看出，私募股权投资机构可以提供稳定的资金，而稳定的资金来源是处于成长阶段的企业发展为独角兽级别企业的重要前提之一。

（三）有效降低企业经营成本

从资本结构角度考虑,成长阶段的企业应该更多的考虑利用权益性资金融资。因为,这个阶段企业的经营风险、财务风险比较高,债权性融资对于成长阶段的企业而言并不适用。如果利用借款获得资金,仅仅资金成本就是一笔很大的支出,这会使成长阶段的企业承受更大的经营成本。因此,更多依靠权益性资金,能够有效降低企业经营成本,即使发生破产、经营困难等状况,损失风险会转移给投资人,有效避免企业陷入债务纠纷旋涡。

2.4.2 私募股权投资独角兽企业的主要风险

私募股权投资独角兽企业的风险一方面来源于投资人自身,另一方面是被投资企业。除了上述 2.2.4、2.3.3 所提及的风险之外,还需要面对其他风险。

(一) 行业竞争风险

行业风险主要包括生命发展周期、产业波动性以及产业集中程度。首先,每一个行业都会经历从繁荣到衰退的经济发展周期,而且私募股权的投资回报周期长,倘若赶上行业发展的后期,损失的可能性会很大;其次,科技和商业模式不断推陈出新,产业波动性强烈,产品更新换代速度快;如果某行业的产业集中度过高,会导致进入门槛高,倘若集中度低,产业内部竞争激烈,加剧新进企业的竞争压力。私募股权投资机构进行投资时,需要考虑意向企业所属行业的整体发展状况,分析行业风险。

(二) 行业比较优势风险

独角兽企业是新经济发展的创领者,但是在同一行业内,出现多个独角兽企业时,那些比较优势不够明显、或者不能长期保持这种优势的独角兽企业会在激烈的竞争中容易落败,给投资人造成损失。

(三) 不确定性因素风险

不确定因素包括政策变动、新的法律法规出台、监管措施力度加大等,而且被投独角兽企业发生安全生产事故、卫生健康事件、技术创新突破受阻等私募股权投资机构不可控因素,同样会极大地影响投资人的投资意向和投资效益。

3 深创投投资奈雪的茶案例介绍

3.1 深创投

3.1.1 基本情况

深创投是深圳市政府在 1999 年出资并引入社会资本而共同设立的一家专业从事创业投资的私募股权投资机构。深创投自成立以来，坚持以国家产业政策为导向，在塑造民族品牌形象、推动经济结构优化升级等方面做出了重要的积极贡献，其投资范围涵盖互联网、新能源、生物制药、环保材料、高端装备制造等行业领域。深创投凭借政府背景，率先建立并管理了 100 支政府引导性创投基金，汇聚了一大批实力超群的资本投资公司，管理的各类基金规模超过 4000 亿元，旨在成为国内规模最大、投资能力最强的本土私募股权投资机构。截止到 2021 年 3 月，深创投投资的企业数量以及其所投资企业中的上市数量在国内创投行业都位居首位。2021 年深创投以骄人战绩成功入选艾媒金榜发布的《中国投资机构百强榜》，排名第三位。

3.1.2 投资理念

（一）专注于成长期投资

深创投偏好成长性强的企业，并且投资轮次范围大，天使轮，pre-A 轮，A 轮，B 轮，C 轮，D、E、F 等轮次都有涉及，甚至是从一开始一直跟投到最后一轮。深创投参与早、中、晚三个阶段的多轮次投资，不错过每一次绝佳的投资时机，以期获得丰厚回报。

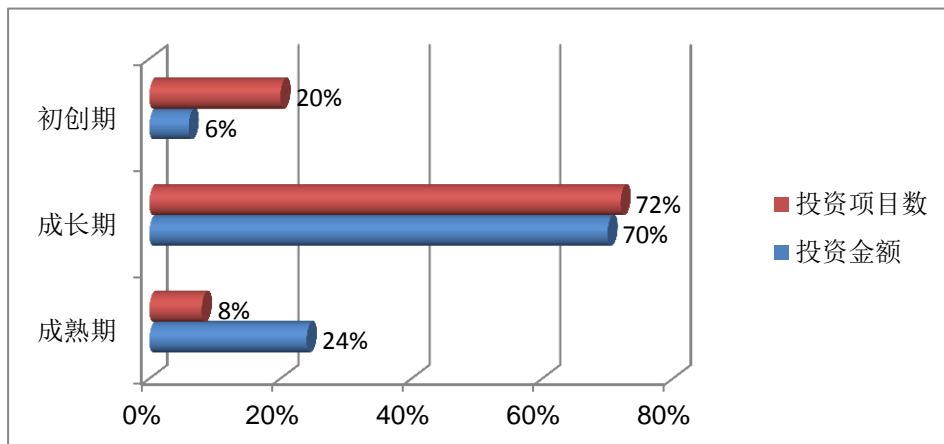


图 3.1 深创投投资项目周期情况

数据来源：深创投官网

虽然深创投的投资范围涉及早、中、晚三个阶段，但从图 3.1 不难看出，深创投将 70% 的金额和 72% 的项目数集中在成长期，说明其更加青睐投资成长阶段的企业。

（二）坚持价值投资

在坚持价值投资的指引下，以科创板为引领，深创投把投资方向更多的转移到以技术创新驱动的项目。深创投负责人倪泽望说到：“中国企业向价值链两端延展，趋势不会改变，投早投小投科技是深创投长期投资策略”。深圳市作为中国科技创新的前沿阵地，为深创投提供了得天独厚的地理优势。目前深创投在人工智能、新能源材料等科技创新领域都有布局。其中，一个经典案例是成功投资宁德时代，这是一家新能源材料、动力电池的研发和生产者。深创投在宁德时代 IPO 之前，一直跟投多个轮次，上市之后，也是长期持有。目前，宁德时代是创业板市值最高的科技公司，深创投也在这次投资中收获颇丰。

（三）做好投后服务管理工作

深创投在投资过程中贯彻执行“30%、70%”的逻辑，即以 30% 的精力做投资、70% 的精力做服务，表明了深创投对于投后服务工作的重视。深创投不断提升投后服务能力，打造投资产业链和价值链的全过程，努力降低服务成本，提高服务效率，旨在帮助所投企业更好的发展。深创投的退出方式以被投资企业 IPO 为主。因此，深创投积极做好上市服务工作，主动为所投企业在全中国资本市场探寻最优的上市地点，实现双方合作共赢。

3.1.3 投资效益

深创投在 2017 年以 20 个项目 IPO、3 个项目并购上市的绝对优势豪夺当年私募股权投资机构榜单首位。2018 年 4 月 27 日，人民银行、银保监会、证监会以及外汇管理局四部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务指导意见》，即“资管新规”正式落地实施，标志着国家从顶层设计出发，进一步加强对金融资产的监管力度，这对中国私募股权发展也造成了重要影响，但即便在这种不利条件下，深创投 2018 年投资项目超过 120 个。其中，腾讯音乐、宁德时代、科顺股份等七家被投资企业实现 IPO。2019 年，深创投收获 15 个 IPO 项目。2020 年更是斩获 23 个 IPO 项目。

2020年8月11日，在深圳市政府举行的国企专场新闻发布会上，深创投发言人介绍：上半年实现净利润4.4亿元，同比增长60.33%。2021年11月12日，安路科技登陆科创板，深创投参与投资的上市企业达到200家。截止2021年末，在深创投所投的1253个项目中，已从353个所投企业中获利退出，股权投资业务的年平均回报率超过40%。

3.2 奈雪的茶

3.2.1 基本情况

奈雪的茶由彭心于2015年在深圳自主创建的一家茶饮品牌，主要从事现制茶饮、烘焙等业务，打造“茶+软欧包”销售模式。2015年11月，奈雪的茶首店在深圳卓越世纪隆重开业。2017年，奈雪的茶开启向全国范围扩张的步伐。2019年7月2日，奈雪的茶入选“中国茶饮十大品牌”。2020年底，奈雪的茶线下门店数量达到491家，在高端茶饮市场中的份额约为18.9%。截止2021年底，这个数字增加到817家。奈雪的茶战略目标明确，主打高端消费市场，消费群体瞄准国内20-35岁之间的年轻女性，希望在繁忙工作之余，用茶叶、果蔬为都市女性白领打造美妙的用户体验，感受美好生活。

3.2.2 财务状况

（一）利润率

任何一家企业都是以追求最大利益为经营目标，利润率衡量了企业的盈利能力和水平。营业收入、营业成本、费用等因素是制约利润率的重要因素。

表 3.1 2018-2020 奈雪的茶利润表（单位：亿元）

时间	2018	2019	2020
营业收入	10.87	25.02	30.57
净利润	-0.67	-0.39	-2.02
净利润率%		41.59	-423.60

数据来源：百股经

上表 3.1 表明，2018-2020 年期间，奈雪的茶营业收入在不断快速增加，三

年时间内，增长了 181.23%，但是持续三年都处于严重亏损状态。2020 年度的亏损额高达 2.02 亿元，同比净利润率为-423.60%。奈雪的茶营业收入在大幅度增加，但是仍然在严重亏损，原因有以下几点：第一，奈雪的茶线下实体门店从 2017 年的 44 家增加到 2020 年的 491 家，仅 2019 年，就新增 173 家，这种“跑马圈地”式的扩张模式，致使单店的利润率被摊薄，结果就是经营成本急剧上升；第二，奈雪的茶选址定位于高端商业中心，租金成本十分高昂；第三，门店数量快速扩张，则需要更多的员工，工资支出又进一步降低单店利润；第四，奈雪的茶更多的是依靠线下实体经营，顾客必须来店消费，2020 年出现最大亏损额也与疫情影响有关。

（二）资产负债率

资产负债率是衡量企业举债经营水平、偿债能力以及债权人向债务人提供贷款安全程度的重要指标。一般认为企业资产负债率的合理区间在 40%-60%。当一家企业的资产负债率达到 100%及以上，说明该企业没有净资产或处于资不抵债状态，意味着企业的经营状况、抗风险能力极差。但是资产负债率过低时，说明企业的融资能力较弱，资本结构不够完善，会削弱企业的竞争力。

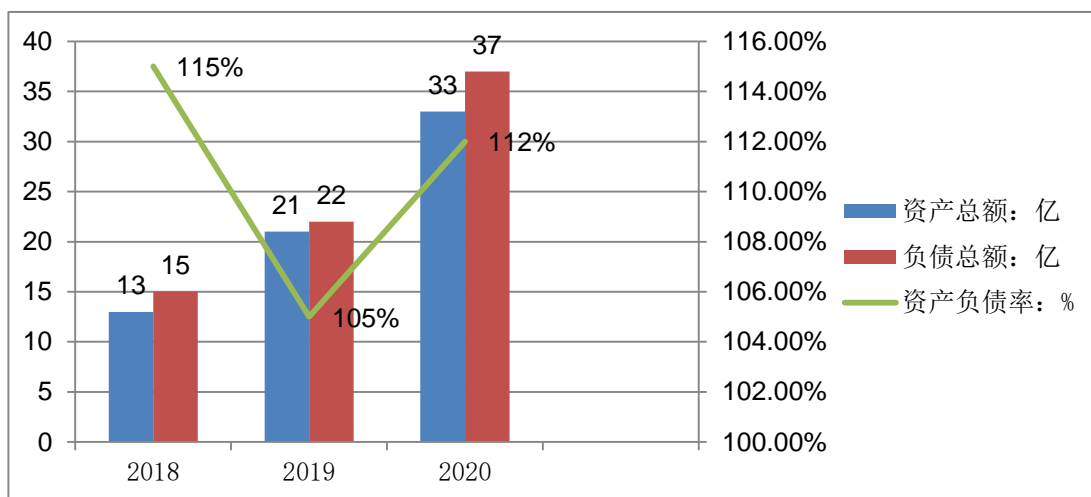


图 3.2 2018-2020 年奈雪的茶资产负债率

数据来源：百股经

上图 3.2 显示，2018-2020 年，奈雪的茶资产总额、负债总额都在增加，三年的资产负债率维持在 100%以上，2019 年资产负债率同比下降 10%，但是仍然

高达 105%，负债率在 2020 年又再次上升。通过观察过去三年的数据，可以得知，奈雪的茶资本结构中负债占比过高，而且处于资不抵债的状态，这不利于企业进一步通过举债维持正常的业务经营活动，严重影响企业健康稳定发展。

（三）现金流量

企业的现金流量主要由经营、投资、融资三项业务组成，用于企业日常各项活动的开销，衡量企业短期内的存活能力，同时反映企业在一定期限内是否具备开展正常经营活动的实力。其中，投资活动产生的现金流量反映的是企业的投资回报效率以及投资风险程度，该指标为负值时，则说明企业可能处于业务快速扩张期间，投资支出大于投资收入，存在一定的投入风险。现金流量比率反映偿债和兑付承诺的能力，比率越高，则效果越好，反之越差。通常情况下，现金流量比率大于 100%是比较合理的。

表 3.2 2018-2020 年奈雪的茶现金流量表（单位：亿元）

年份	2018	2019	2020
经营活动现金流量	2.01	4.16	5.74
投资活动现金流量	-2.09	-2.91	-2.44
融资活动现金流量	1.81	-2.29	0.92
现金及等价物净增加额	1.72	-1.04	4.22
现金及等价物期初余额	0.13	1.86	0.81
现金流量合计	1.86	0.81	5.02
现金流量比率%	23.6	33.9	21.2

数据来源：公司内部

表 3.2 显示，奈雪的茶 2018 年的现金流合计为 1.86 亿元，但在 2019 年出现大幅度下滑，而后又在 2020 年急剧增加。出现这种情况的原因是：奈雪的茶在 2018 至 2020 年的经营活动和融资活动的现金流量变化幅度比较大，尤其是融资活动产生的现金流量。奈雪的茶三年的现金流量比率明显低于 100%，说明奈雪的茶偿债和兑付承诺的能力偏差，后期仅依靠正常经营活动无法短期内清偿债务。除此之外，2018-2020 年，奈雪的茶投资活动形成的现金流均为负数，这与

其三年来快速扩张业务有关，恰好和线下门店数量急剧增长保持高度一致。从以上分析可知，奈雪的茶仍然需要源源不断的外源资金来维持企业的现金流，尤其是利用权益性资金保障企业正常经营活动。

（四）同店经营状况

奈雪的茶在全国范围内迅速扩张，线下实体门店数量急剧增加，这有利于扩大市场份额，提升品牌影响力和知名度，但随之而来的是，奈雪的茶同店经营的利润及利润率在下降。

表 3.3 奈雪的茶同店经营状况

年份	2018	2019	2019Q1-3	2020Q1-3
门店数量	49			153
同店销售额（亿元）	5.83	5.60	12.23	9.22
同店利润（亿元）	1.45	1.41	2.67	1.17
同店利润率（%）	24.90	25.30	21.80	12.60

数据来源：中信建投

上表 3.3 数据显示，奈雪的茶门店数量的增长速度明显快于同店的销售额。从总体上看，奈雪的茶在 2018-2019Q1-3 期间的同店销售额和同店利润是一个增长态势，但是利润率却呈现走低趋势。2019Q1-3 至 2020Q1-3 期间，同店的销售额、利润额也在不同程度减少，利润率却大幅度下降。奈雪的茶线下门店数量在扩张过程中，致使每家店的利润被摊薄，这是同店利润率下降的重要原因之一。

（五）其他主要数据指标

向社会公众公开披露企业相关信息是上市企业的义务，社会公众、投资者根据公开披露的信息评判该企业的经营状况，分析投资价值，决定投资意愿，同时也可以形成对上市企业的外部监督。奈雪的茶在上市之后对外披露了 2018 年至 2020 年年报以及 2021 年中报。

表 3.4 2018 年年报-2021 年中报披露的财务数据指标

时间	2021 年中报	2020 年年报	2019 年年报	2018 年年报
每股收益：元	-3.9000	—	—	—
每股净资产：元	3.0272	—	—	—
每股经营现金流：元	0.2203	—	—	—
每股营业总收入：元	1.2395	—	—	—
净资产收益率：%	-83.23	47.90	26.55	63.52
资产负债率：%	28.74	112.81	107.29	108.17
股东权益回报率：%	-83.23	47.90	27.15	65.01
总资产回报率：%	-58.96	-5.74	-2.08	-3.53

数据来源：大智慧软件

表 3.4 中的各项数据反映了奈雪的茶整体经营状况。

第一，净资产收益率是净利润与平均股东权益之比，其反映的是股东权益的收益水平，是衡量公司利用自有资本效率的关键指标，比值越大，说明自有资本使用效率越高。一般而言，净资产收益率与公司负债率有关，负债增加会提高净资产收益率。2018 年报至 2021 年中报数据显示，奈雪的茶净资产收益率总体上是在下降，2021 年中报数据表明，奈雪的茶净资产收益率为-83.23%，相较于 2020 年中报的 47.90%，大幅度下挫，这与资产负债率极速下降基本保持一致。

第二，每股收益指的是税后利润和总股本的比值，是衡量普通股股东享有收益水平或承担投资损失大小的关键指标，经常用来反映普通股的盈利水平、投资风险、企业成长潜力等。每股收益为负，说明净利润处于亏损状态、股票业绩表现较差。奈雪的茶 2021 年中报显示，奈雪的茶每股收益为-3.9 元，说明公司自上市后，仍然在亏损，而且投资风险大、成长能力弱。

第三，总资产回报率是企业投资报酬与投资总额之间的比值，用来分析企业投资获利能力，比值越高，说明企业资产利用率越高，企业在增加营业收入和节约资金使用方面取得较好的成效。从公布的数据来看，企业的总资产回报率为负，与 2018-2020 年年报相比，2021 年中报披露的总资产回报率更是大幅度下降，竟达到-58.96%，说明了奈雪的茶投资获利能力差、资金使用效率低。

3.2.3 股权结构

股权结构是不同性质股份之间比例关系的重要体现,也是现代化公司治理结构的基础,体现了股权所有者对企业承担的权利与义务。机构组织或个人持有企业 50%以上股份,属于股权高度集中的表现,表明其拥有对该企业的绝对控制权利,如果单个股东持有股份少于 10%,说明企业的股权比较分散。奈雪的茶股东中主要有 Lin xin Group、深圳天图资本管理有限责任公司、Forth Wisdom Limited、深创投等 6 家。

表 3.5 奈雪的茶 IPO 前股权结构

主要股东名称	Lin xin Group	深圳天图资本管理 有限公司	Forth Wisdom Limited	深创投	太盟投资 (PAG)	HLC
占比	55.73%	10.84%	5.23%	3.32%	6.22%	0.85%

数据来源:公司内部

表 3.5 反映了奈雪的茶在上市前的股东构成情况,可以清晰看出公司股权高度集中。赵林、彭心夫妇作为奈雪的茶创始人,通过 Lin xin Group 持股公司 55.73%,是公司的最大股东。此外,除了深圳天图资本管理有限责任公司(以下简称“天图资本”)持股超过 10%,其余股份相对分散。

另外,赵林、彭心通过成立深圳品道有限公司、Pin dao Holdings BVI 等多家公司,形成交叉持股的股权结构形式,如下图 3.3 所示。

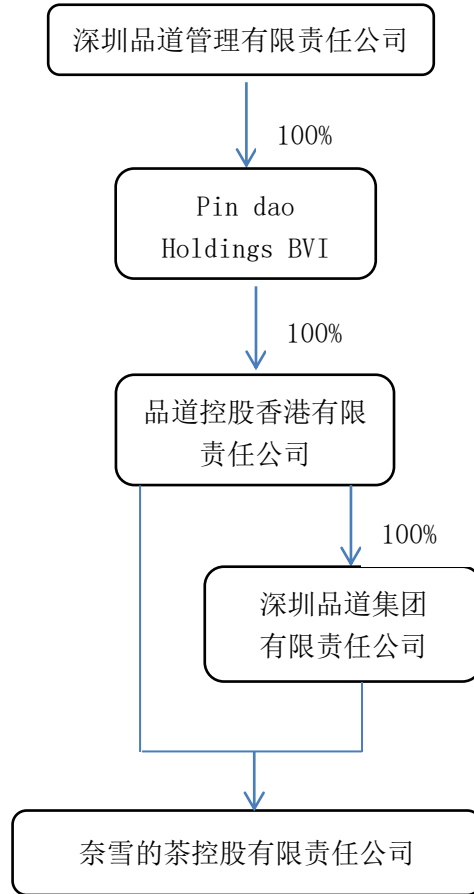


图 3.3 奈雪的茶有限公司参股、控股情况

数据来源:公司内部

深圳品道管理有限责任公司（以下简称“深圳品道”）持有 Pin dao Holdings BVI 100%的股权，而 Pin dao Holdings BVI 通过品道控股香港和深圳品道集团有限责任公司形成对奈雪的茶控股有限责任公司 100%的绝对控股。因此，深圳品道绝对控制奈雪的茶，而赵林、彭心夫妇又控股深圳品道，从而形成对奈雪的茶绝对控制的股权架构。

3.2.4 赴港 IPO 上市

（一）IPO 情况简介

2021 年 2 月 11 日，奈雪的茶正式向港交所提交了上市招股资料，招股说明书信息显示，奈雪的茶属于食品饮料行业，股票代码 02150.HK，公司于 6 月 18 至 23 日期间，向全球发售 25726.6 万股，其中包括在香港公开发售 10%，发售股数共计约 2572.7 万股，海外市场份额则为 90%，每手股数 500，发行价 19.80 港元，一手的入场费是 9999.77 元，募集资金为 48.42 亿元，届时市值会达到约

340 亿元。募集到的资金 70%将会用于在全国范围内继续扩张线下门店，并建立网络化的服务体系，进一步提高市场的竞争力，10%投入到公司日常经营上，10%支持产品研发和技术创新，打造特色化产品和服务，其余 10%用于提高公司下游供应链的服务能力，以此保证充足的货源供给。奈雪的茶赴港 IPO 由美国知名投行公司摩根大通以及国内知名券商招银国际和华泰金融三家联席参与保荐。2021 年 6 月 30 日，奈雪的茶如愿登陆港交所，成为茶饮市场第一股。

（二）赴港上市原因

首先，奈雪的茶经营范围从行业划分来看，属于食品饮料行业，不具备技术创新属性，无法在内地 A 股市场的科创板、创业板实现上市目标，而且想要在主板市场上市需要满足以下基本条件。

1. 公司必须持续经营三年以上时间。

2. 最近三年内，公司的主营业务和董事、高级管理人员未发生重大变化，且实际控制人没有变动。

3. 具备持续盈利能力。

4. 满足各项财务指标。第一，最近三个会计年度的净利润均为正数，且累计超过 3000 万元；第二，最近三个会计年度因经营产生的现金流量净额累计超过 5000 万元；第三，发行前股本总额不能少于 3000 万元，最近一期期末不能出现未弥补亏损。

从上表 3.1 可以清晰看出，奈雪的茶最近三年的净利润均为负数，2020 年的亏损额更是急剧攀升。公司短期内很难具备持续盈利能力，而且公司仍然存在未弥补亏损。因此，奈雪的茶无法满足在 A 股主板市场的上市条件。

其次，香港具有更加成熟的资本市场，能够充分发挥融资功能，并且允许持续亏损但拥有良好发展前景的公司上市，这是对内地独角兽企业最有吸引力的地方，而奈雪的茶恰好符合香港市场的要求；可以提高公司在香港的知名度和品牌影响力，得到内地和香港消费者的共同认可；满足内地消费者通过沪港通、深港通参与二级市场交易的需求，能够扩大投资群体的范围；对于独角兽企业而言，其背后的资本希望所投企业尽快通过 IPO 方式实现获利退出，而香港 IPO 条件相对宽松，周期短，成为奈雪的茶 IPO 的首选之地。

最后，相较于国内其他独角兽企业选择赴美 IPO，奈雪的茶在香港市场上市，

考虑了中美两国文化属性、饮食习惯的差异，美国民众更喜好咖啡、牛奶等，加上美国是星巴克的大本营，不利于在美国推广品牌。

3.3 融资过程

2017年1月，奈雪的茶获得天图资本7000万元的A轮融资，这也是奈雪的茶得到的第一笔股权投资；同年8月，再次获得天图资本的2200万元A+轮融资；2018年11月，天图资本出资3亿元，奈雪的茶完成B1轮融资；2020年4月和6月完成B2轮融资，分别为深创投的2亿元和弘晖资本的500万美元投资；同年12月，奈雪的茶再获太盟投资集团(PAG)1亿美元的C轮融资。

表 3.6 奈雪的茶融资历程

投资方	时间	金额	轮次
天图资本	2017年1月	7000万	A轮
天图资本	2017年8月	2200万	A+轮
天图资本	2018年11月	3亿	B1轮
深创投、弘晖资本	2020年4月、6月	2亿、500万美元	B2轮
太盟投资(PAG)	2020年12月	1亿美元	C轮

资料来源：榕城网

从上表 3.6 可知，奈雪的茶融资频率很高，短短三年时间，完成五轮股权融资，平均 3.6 个月就需要一次融资，明显高于国内独角兽企业融资频率的平均值。奈雪的茶在 IPO 前，前三轮的股权融资资金全部来自天图资本，获得奈雪的茶 13.05% 的股份，也是所有私募股权机构投资中最大的投资方。太盟投资集团(PAG)、深创投和弘晖资本分别持有 6.22%、3.32% 和 0.85% 的股份。其中，天图资本和太盟投资集团(PAG)代表私募股权投资机构进入奈雪的茶董事会。

3.4 合作动因

3.4.1 投资动因

(一) 优化投资结构

在投资奈雪的茶案例中，深创投领投了 B2 轮，出资高达 2 亿元，这也是深

创投在食品饮料领域的第一笔投资。从上述 3.1.2 可以得出，深创投的投资理念是坚持价值投资，专注于技术创新型企业，而此次投资奈雪的茶，是一次新的尝试，可以帮助其拓宽投资领域，寻求新的发展机遇，而且有利于分散投资风险，进一步优化投资结构。

（二）行业发展优势

《2019 新式茶饮消费白皮书发布报告》，预计到 2025 年，中国茶饮市场的总规模会突破 4000 亿元。根据美团点评的数据，截止到 2018 年第三季度末，全国新式茶饮的门店数量同比增长 74%，达到了 41 万家。其中，二、三线城市茶饮店数量的增长率远高于北上广深四个一线城市，二线城市增长 120%，三线城市的增长率更是达到 138%，充分说明新式茶饮备受消费者追捧。

新式茶饮作为新的行业发展机遇，是一快“大蛋糕”，屡创融资神话。近年来，包括奈雪的茶在内的排名前十的新式茶饮企业拿下了近 30 亿元的融资额。根据天眼查的数据，从 2015 年 12 月到 2019 年 2 月，新式茶饮品牌涉及 8 起亿元级别的融资。其中，与奈雪的茶同处于一线品牌的喜茶在 2016 年成立的当年，便获得 IDG 资本和今日资本投资的 A 轮融资，突破 10 亿元市场估值。此后，喜茶获得龙珠、腾讯、红杉等资本投资，2019 年 5 月，品牌价值跃居 90 亿元，成为名副其实的又一家茶饮行业内的独角兽企业。从上述各项数据来看，消费者和资本都很青睐新式茶饮市场。目前国内新式茶饮市场尤其是主打高端市场的奈雪的茶，其发展空间大，行业优势明显。

（三）行业竞争的比较优势

新式茶饮市场品牌众多，如书亦·烧仙草、茶本道、古茗、肆伍客、茶颜悦色、一点点等，而且各种宣传口号也是五花八门，这些品牌定位不准，没有明确的消费群体，价格上基本相差无几，同质化竞争严重，而奈雪的茶在行业中具有明确的品牌定位。首先，主打一、二线城市的消费群体，瞄准年轻女性，其门店位于城市中心的高端商业体的核心位置；其次，奈雪的茶创新打造“茶+软欧包”的形式，是茶饮市场的一大突破；再其次，奈雪的茶门店极具设计感，为消费者提供别致的用户体验；最后，奈雪的茶发展战略聚焦高端现制茶饮的发展路线，打破了过去消费者对茶饮市场局限于中低端品牌的固有认知，其一经推出，很快就树立了良好的市场品牌效应，迅速成为网红产品。另外，奈雪的茶在国内迅速

“跑马圈地”，线下门店数量急剧增长，占据市场份额的同时，进一步扩大了品牌知名度。因此，我们不难看出，深创投选择奈雪的茶，很大程度上是因为看中了其在行业竞争中具有较为明显的比较优势。

深创投以巨额资金投资新兴消费品，并且是在中后期领投，就是希望能够在上市之后获得二级市场溢价，然后赚取收益转身离场，这也符合深创投更专注于成长阶段的投资理念。

3.4.2 融资动因

（一）优化股权结构

天图资本深耕消费品市场多年，有过多起成功的投资案例，积累了丰富的投资经验。奈雪的茶作为新兴消费品行业领域的“领头羊”，自然而然成为天图资本选择的对象。表 3.4 数据显示，奈雪的茶五轮融资中的前三轮均由天图资本单独投资，天图资本可谓是一家独大，这势必会造成奈雪的茶股权过于集中在一家私募股权投资机构。从上表 3.5 也可以看出，奈雪的茶股权过度集中在创始人手中，在后面的两轮融资中，奈雪的茶成功引入深创投、宏晖资本和太盟投资(PAG)三家外部资本，一定程度上能够优化公司股权结构。

（二）支持高昂经营成本

奈雪的茶经营成本一直高居不下。其中，原料、员工、租金成本就如三座大山。奈雪的茶为了向顾客提供优质产品而专门建立了草莓园、优质牧场等，导致原材料成本高昂。“茶+软欧包”模式要求每个线下门店都需要配置烘焙设施及烘焙员工。然而，这些员工即使在闲暇时也不允许被轮换到其他工作岗位，结果就是门店员工数量多、人员成本高。奈雪的茶线下门店坐落于城市核心位置，标准门店面积约 200 平方米，致使租金成本高昂。2020 年 1-9 月，奈雪的茶原材料成本、人力成本、租金成本分别是 38.4%、28.6%、15.2%，总计超过 80%。奈雪的茶经营业绩、盈利能力等根本无法满足高昂的经营成本。所以，奈雪的茶想在激烈的竞争中保持优势，不得不需要庞大的资金支持高昂的经营成本。

（三）继续提升市场估值

2017 年 8 月，奈雪的茶完成 A+ 轮融资，市场估值超过 60 亿元，在完成深创投领投的 B2 轮融资后，估值继续上升，在完成 C 轮融资后，市场估值高达 130 亿元，在正式 IPO 前，市场更是给出 300 亿元的估值。奈雪的茶市场估值节节攀

升得益于私募股权投资机构不断输血。表 3.1 显示，奈雪的茶 2018-2020 年的亏损额分别为 6700 万、3900 万、2.02 亿元，图 3.2 以及表 3.2 的各项数据都表明奈雪的茶想实现 IPO，单纯依靠公司经营业绩是远远不够的，最好的办法就是利用源源不断的资本推动估值持续走高，这样不但可以满足日常经营活动所需资金的要求，还可以维护市场信心，相信公司的发展潜力。

4 深创投投资奈雪的茶案例风险分析

4.1 投前风险

4.1.1 行业竞争风险

企查查的数据显示,目前国内在业或存续的茶饮相关企业(其中包括个体工商户在内)多达 32.7 万家。2010 年奶茶相关企业注册量仅为 2354 家,2015 年突破 1 万家,2018 年突破 4 万家,到了 2019 年增至 6.1 万家,2020 年新增注册量更是高达 8.1 万家。从近十年奶茶相关企业注册数量的变化趋势来看,国内茶饮市场处于井喷式增长阶段,彰显了这一行业欣欣向荣的发展趋势,但繁荣的背后依然存在很大风险。在本案例中,奈雪的茶虽然定位于高端消费群体,但是仍然会受到来自中低端品牌的不小冲击,毕竟国内总体消费能力偏低,还远达不到发达国家水平。此外,资本对茶饮市场的追捧,导致行业间白热化的竞争,将会在未来进一步侵占奈雪的茶市场份额。因此,不难看出,国内茶饮市场并不是一片祥和景象的蓝海,而是竞争激烈的红海领域。深创投轻视了茶饮市场激烈竞争的惨烈现状,奈雪的茶所处的行业竞争风险比较明显。

4.1.2 行业比较优势风险

奈雪的茶走出了一条区别于其他品牌的特色路线,但是行业的比较优势是否明显,而且这种优势能否保持较长时间,都是私募股权投资机构需要考虑的重要因素。

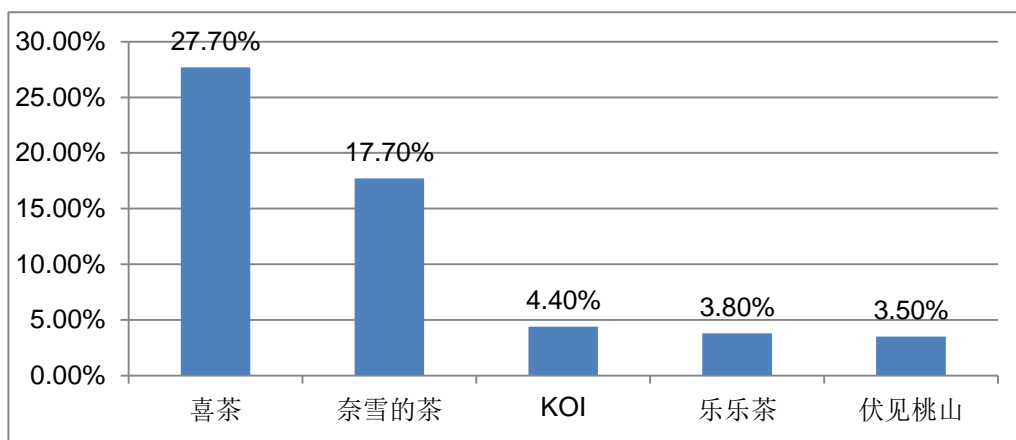


图 4.1 2020 年主要高端茶饮品牌市场份额

数据来源: 根据网络数据自行整理

在高端茶饮品牌中，喜茶是奈雪的茶最为重要的竞争对手之一，其在 2021 年 7 月完成 D 轮融资后，估值飙升至 600 亿元，而且已有超过 800 家线下门店。图 4.1 显示，在高端茶饮品牌中，奈雪的茶排在第二位，喜茶在这一领域的市场份额为 27.70%，远高于奈雪的茶，KOI、乐乐茶、伏见桃山三者的市场份额总计超过 10%，而且越来越多的高端茶饮品牌相继横空出世，比如沪上阿姨、茶里等正在迅速崛起。在高端现制茶饮市场的竞争中，奈雪的茶与喜茶相比较完全处于劣势地位。另外，其他处于成长阶段的高端品牌也在蚕食奈雪的茶市场份额。从上述 3.3.2 分析来看，奈雪的茶经营成本也显著高于其他品牌。所以，总的来看，奈雪的茶虽然作为行业独角兽级别企业，与其他品牌相比，并没有太大竞争优势。在后期竞争过程中，会缺乏后劲动力，存在一定的行业比较优势风险。深创投没有准确预判其他高端茶饮品牌的发展走势，会导致奈雪的茶在未来竞争中严重威胁其投资收益。

4.1.3 估值泡沫风险

估值泡沫是独角兽企业的最为常见的现象，也是最大风险，往往误导投资人的价值判断。用上文 2.1.3 提及的估值方法分析奈雪的茶估值的合理性。

（一）市盈率法

评估企业价值时所用到的净利润，通常有三种。第一，预测年净利润；第二，最近 12 个月内的净利润；第三，最近一个完整的会计年度的净利润。评估奈雪的茶 IPO 前企业估值的合理性，根据实际情况，选取最近 12 个月内的净利润作为指标，即奈雪的茶 2021 年中报披露的净利润-43.21 亿元。奈雪的茶上市之后的市盈率徘徊在-0.80 至-1.20 之间，那么根据市盈率法计算可得：奈雪的茶的企业价值为 34.57-51.83 亿元。

（二）账面价值法

奈雪的茶披露 2021 年中报的数据显示，其资产总额为 72.86 亿元，负债总额 20.94 亿元，利用账面价值法粗略计算出奈雪的茶在 IPO 前的价值为 51.92 亿元。

此外，还可以从另一个角度分析，奈雪的茶在 IPO 前大约有 600 家线下门店，每家店的价值平均 100-150 万之间，价值在 6-9 亿元，即使扩大十倍，奈雪的茶的价值也不过 60-90 亿元。在上市前夕，按市场给出的 300 亿元估值计算，每家

店的价值约为 5000 万元，这显然与实际严重不符。

通过上述分析，奈雪的茶市场估值严重偏离实际价值，估值泡沫很大。奈雪的茶在港 IPO，但是资本神话并没有创造奇迹，巨大的估值泡沫被挤破，遭遇资本市场当头一棒。这也是奈雪的茶在 IPO 首日出现市值大幅度缩水以及股价长期走低的原因。

4.2 投中风险

4.2.1 信息不对称风险

信息不对称造成双方不可调和的矛盾，对于投融双方而言都不可避免，处在信息弱势一方的投资人面临巨大损失风险。我们可以利用上文 2.1.4 中提到的信息不对称理论分析奈雪的茶和深创投由于信息差而造成的风险问题。

奈雪的茶创始人及其管理团队掌握更加完备的企业经营信息，是信息优势一方。奈雪的茶在赴港 IPO 前夕，才首次向外公布招股说明书，较为详细的披露了公司自成立以来的经营状况。从公布的结果的来看，奈雪的茶各项财务数据指标很难让投资人满意。这就存在一个问题，在深创投调研、考察以及决定投资前后期间，奈雪的茶是否粉饰了真实的经营状况，毕竟市场给出了非常高的估值，以高估值吸引深创投投资。因此，信息不对称矛盾，给深创投的投资效益带来非常大的不确定性。

4.2.2 不确定因素风险

独角兽企业是行业标杆，代表着行业发展趋势和品牌形象。奈雪的茶作为食品饮料消费领域的翘楚，却频发食品安全问题。2020 年 5 月，消费者在奈雪的茶南昌店买到长毛的软欧包，同年 8 月，上海市市场监督管理局普陀区市场监管局委托第三方检测机构，随机对奈雪的茶大渡河店自制的大咖鸳鸯饮品，进行食品安全抽样检验，结果显示该样品不合格，违反了《食品安全法》，当时市场一片哗然，对整个茶饮行业也造成了不小冲击，而且此事件恰好就发生在深创投投资奈雪的茶前后一段时间。奈雪的茶疏于管理，生产安全、卫生健康等因素，不仅会损害企业形象，也会导致深创投丧失投资信心。作为一家刚刚成长起来、经营业绩表现很差的独角兽企业，奈雪的茶不可避免的存在脆弱性，在媒体大肆报道下，这种不利因素会严重损害品牌形象，暴露出来的问题会被无限放大。这些不

确定因素影响到奈雪的茶后续融资，很容易导致企业出现资金断裂风险，企业估值不能继续提高的话，缺少高位“接盘”的投资人，那么深创投作为先前投资人就会面临损失风险。

4.3 投后风险

4.3.1 退出风险

美国资本市场发育程度高，IPO 条件更加宽松，是近年来国内众多独角兽企业 IPO 的首选之地。2020 年 2 月，就有消息传出奈雪的茶欲赴美 IPO 上市，融资额高达 4 亿美元，但是在 4 月份，同为食品饮料行业巨头的瑞幸咖啡因财务造假遭遇做空机构（浑水）阻击，此事件对其他在美上市的中概股造成巨大冲击，股价大幅度下挫。随后不久，国内相关部门对赴美上市企业做出了一系列新的规定，纳斯达克同样收紧政策，这对国内欲赴美 IPO 的企业造成不利影响。奈雪的茶赴美上市最终也是以失败告终，以致于深创投没有及时以 IPO 方式退出。

奈雪的茶 1 年后登陆港交所，但在此期间，茶饮市场变化莫测，其最大竞争对手之一的喜茶迅速崛起，可以说是错过了最佳的品牌推广时机。即使奈雪的茶成功上市之后，在资本市场的表现可谓极差，深创投被“套牢”，没有好的机会转身离场，很大程度上存在退出风险。

4.3.2 IPO 抑价风险

独角兽企业完成 IPO 目标，对早期投资人而言绝对堪称一场资本盛宴，这也是私募股权投资机构不断培育独角兽企业以及推动独角兽企业登陆资本市场的动力，但是无数事实已经证明，独角兽企业创富神话破灭，资本狂欢背后的风险仍然会造成巨大的损失。上文 2.1.2 提到中国的平均抑价率高达 140%，深创投成功将奈雪的茶培育成为独角兽企业，重要原因之一就是看中了其在资本市场抑价的巨大潜力而带来的丰厚收益。

奈雪的茶成功在港交所 IPO，成为新式茶饮第一股，但是其上市后股价表现却十分不尽人意。上市首日，开盘即跌破发行价，跌幅一度逼近 5%，当日最终收盘价报 17.12 港元，成交额 27.61 亿港元，跌幅高达 13.54%。从后期表现来看，奈雪的茶股价在 IPO 首日可以说是“出道即巅峰”，之后一路下滑，相较于奈雪的茶上市之前的各种造势宣传，这样的表现显然不能使深创投满意，乃至是

失望。因此，深创投作为资本投资人，其期待的 IPO 抑价情况没有出现，反而是在资本市场遇冷，不得不面临抑价风险造成的损失。

4.3.3 股价长期弱势风险

奈雪的茶在 IPO 后的一段时间内，股价低迷，甚至没有任何一丝的反弹迹象，反而是一路下跌。

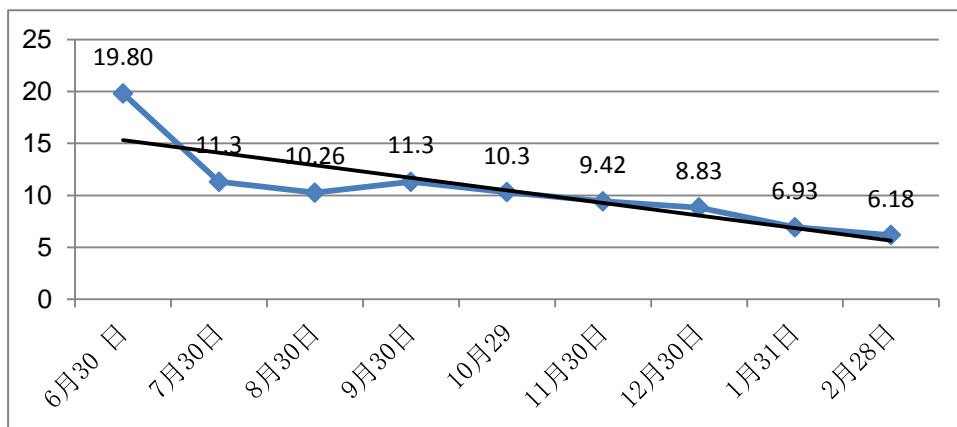


图 4.2 奈雪的茶股价走势（单位：港元）

数据来源：大智慧软件

图 4.2 反映了奈雪的茶上市首日至 2022 年 2 月 28 日股价走势。在短短的八个月内，从上市首日 19.80 港元发行价一路下跌到 6.18 港元，跌幅高达 68.8%。其中，在上市之后的一个月内，奈雪的茶股价就呈现出大幅度下跌趋势，一度跌至 11.3 港元，跌幅达到 42.93%。7-9 月，奈雪的茶股价基本保持相对平稳状态，但此后又再次出现较大幅度下跌。进入到 3 月份，奈雪的茶股价更是一路狂泻，最低时的价格仅为 3.65 港元，引发市场的强烈批评。

奈雪的茶在 IPO 上市之后，价值最终理性回归。奈雪的茶在资本市场的表现，出乎很多人的意料，更是对投资人的预期收益造成严重威胁。因此，从上述分析可知，奈雪的茶股价处于弱势状态，深创投不可能在股价高位时套现离场而实现巨额收益的预期目标。奈雪的茶股价走势能够在一定程度上反映整个资本市场对茶饮行业独角兽企业的态度。

4.3.4 委托代理风险

根据 2.1.5 委托代理理论，奈雪的茶创始人及其管理团队行使企业经营权，深创投作为企业所有者拥有剩余价值索取权。在奈雪的茶投资方中，天图资本、太盟投资集团（PAG）代表私募股权投资机构进入奈雪的茶董事会，能够及时了解奈雪的茶经营状况，掌握财务数据指标，一定程度上增强了经营活动的参与感，可以对奈雪的茶起到约束作用，能够有效保护自身权益。虽然深创投是奈雪的茶重要的投资方之一，持股比例也高达 3.32%，但是最终并没有进入董事会，这会削弱其对公司日常经营管理的话语权。奈雪的茶管理团队作为职业经理人，对股权投资人负责，当其利益诉求与股东发生冲突时，职业经理人首先会从自身利益角度考虑而违背投资人意志，充分利用信息优势，损害私募股权投资机构的权益。因此，职业经理人的职业素养、专业才能会直接影响到深创投的投资收益，该团队在缺少深创投有力监督的情况下，违背职业道德，则会发生委托代理风险。

5 私募股权投资独角兽企业风险控制的对策

从上面分析可以看到，私募股权对推动国内新兴产业发展起着重要作用，尤其是在私募股权的支持下，国内涌现出的独角兽企业，成为行业领先的巨头，深刻影响着人们生活的方方面面。由于独角兽企业的特殊性，导致私募股权投资进行投资时面临的风险不可避免，但是仍然需要做好风险控制，将风险损失的可能性降到最低。上文部分以深创投投资奈雪的茶为例，分析了私募股权投资独角兽企业的投中、投前及投后风险。本章节针对私募股权投资机构加强控制投资独角兽企业的风险问题，从投前、投中及投后三个方面给出建议。

5.1 投前对策

5.1.1 准确评估行业发展潜力及品牌影响力

行业的发展潜力是私募股权投资机构十分看重的价值之一，而独角兽企业的品牌影响力反映了其在所属行业内的地位。因此，投资人在选择投资时，必须慎重考虑行业发展潜力和品牌的影响力。

第一，每个行业都存在发展周期，有些行业已经处于衰退期，属于夕阳产业，有些行业经过多年发展已经相对成熟，行业内部竞争激烈，新企业进入该行业时就会变得很困难，比如 DC 资本在投资熊猫直播时，当时的行业状况是直播业已经发展到相对成熟阶段，况且较早成立的斗鱼、虎牙、YY、快手等直播平台也已经抢占了市场先机。在整个行业都处于相对成熟阶段，熊猫直播再想进入，抢夺市场份额就显得十分困难。本案例中，奈雪的茶所属行业流量很足，吸粉无数，但是深创投对众多品牌竞争激烈程度没有清晰认识。因此，私募股权投资机构选择投资标的时，需要对被投独角兽企业所属行业做一个详尽、全面调查，掌握行业第一手信息，分析其所处行业的发展周期，寻求蓝海投资领域。

第二，品牌影响力决定了企业在行业领域内的竞争优势，显著的比较优势可以帮助独角兽企业在激烈竞争中占据先机。在本文案例中，相较于喜茶，奈雪的茶行业品牌竞争优势及品牌影响力明显处于相对劣势地位，可能会与喜茶在高端茶饮市场竞争市场中落败，陷入破产风险，给投资人造成巨额损失。在同一领域，可能同时存在多个独角兽企业，而这类性质的企业，引领的是整个行业的发展方向。因此，私募股权投资机构在投资独角兽企业时，要准确、合理的评估其在所

属行业内的比较优势及品牌影响力，明确投资标的是否具备投资价值，是否能达到预期收益目标，选择比较优势明显、且在较长时间内可以保持这种优势的独角兽企业能够降低投资风险。

5.1.2 准确评估市场估值的合理性

独角兽企业的估值水平在很大程度上能够反映市场对其认可度，这也是私募股权投资机构是否选择投资的重要参考依据之一。迅速成长起来的独角兽级别企业由于成立时间短、公司治理结构不够完善、可持续性盈利能力弱等原因使得自身脆弱，是否能够支撑市场给出的估值需要打个大大的问号。因此，私募股权投资独角兽企业时不能唯估值论，需要对估值的合理性做出准确判断。对于不同的投资对象，建立不同的市场估值模型，并且确保估值模型的科学性，将企业各项财务指标、经营状况、创始人及管理团队的综合素质等纳入到估值模型中，综合分析，准确研判，得到被投独角兽企业的真实价值。这样可以帮助私募股权投资机构对独角兽企业的价值有一个清晰、准确的认识，避免自己成为高位“接盘侠”而遭受损失。

5.1.3 准确评估持续性盈利能力

无论是投资人还是融资方，企业的本质目标是追求利益最大化，而不是为了情怀。通过“烧钱”模式在短时间内野蛮增长的独角兽企业，其实际产出效应、盈利模式等经常被市场所诟病，尤其是新兴的、创新型科技含量较低的企业。因此，私募股权投资机构在投资某个项目时，尤其是从初创期或成长期阶段成长起来的独角兽企业，更应该合理评估其持续性盈利能力。可以考虑从以下两个方面入手。

第一，在与被投独角兽企业洽谈具体投资细节时，应该与对方签订承诺协议，要求对方主动、及时向投资人披露企业全面、详实的财务信息，以便投资人可以随时掌握企业内部现金流量、边际成本等各项经营数据指标，投资人可以据此预判被投独角兽企业的可持续性盈利能力水平。

第二，在决定投资前，双方务必达成一致协议。被投独角兽企业允许私募股权投资机构可以聘请会计师事务所、财务公司等专业化的第三方机构，进驻公司，全面分析财务状况，判断是否可以实现预期盈利目标，并向投资人出具详细的调查报告，为私募股权投资机构是否决定投资提供意见说明和建议。

5.2 投中对策

5.2.1 分多轮次投资

一个企业从创建到发展成独角兽级别企业,需要进行多轮次的融资才能实现,而且处于初创期、成长期的独角兽企业的经营风险、财务风险都比较高。因此,私募股权投资机构在投资独角兽企业时,双方可以签订多轮次资金支付合同,约定当被投独角兽企业完成相应的、阶段性的经营目标后,投资人再支付下一期的资金款项,如果没有达到预期的经营目标,投资人有权选择是否延期或者直接停止继续支付款项,或者对被投独角兽企业做出惩罚性的决定。这种多轮次的投资方式能够避免私募股权投资机构一次性投入巨额资金,有助于分散投资风险,并且有利于督促创始人及其管理团队更加尽职尽责的经营企业,多方形成合力共同促进独角兽企业实现高质量发展,保护投资人利益。

5.2.2 了解被投独角兽企业的相关利益主体

私募股权投资机构想要全面掌握真实的信息情况,一个重要的手段是可以从被投独角兽企业的相关利益主体入手。相关利益主体指与被投独角兽企业在工商注册信息方面有关联的企业以及有业务往来的企业。其中,前者主要指的是被投独角兽企业设立的子公司、分公司、相互交叉持股公司等,后者主要涉及到上下游各种货源的供应商。

调查工商注册信息方面的相关利益主体时,投资人可以要求独角兽企业出具相关材料说明,及时掌握与其相关的各个利益方,监督其资金往来情况,防止关联主体相互串通、相互勾结而出现财务造假、利益输送等现象,进而损害投资人权益。对于与被投独角兽企业有业务往来的供应商而言,私募股权投资机构可以采取现场实地走访、聘请专业服务机构等方式,从这些供应商中,获悉被投独角兽企业是否存在不付或迟付货款现象,侧面了解其现金流量状况以及企业是否遵循诚信经营原则。

准确掌握相关利益主体的真实情况,私募股权投资机构能够充分认识到被投独角兽企业的创始人及其管理团队的信用水平、管理能力和最详实的经营状况,有效帮助投资人判断是否决定投资或继续跟投,从而降低发生损失的概率。

5.2.3 签订投资人保护条款

由于存在委托代理、信息不对称风险，导致投资人处于信息弱势一方，为有效防止被投独角兽企业的道德风险，切实保护投资人权益，私募股权投资机构应该要求独角兽企业签订对赌协议、业绩指标协议、企业行为约束条款、股权回购协议等投资人保护条款。如果被投独角兽企业严重违背投资人意志，私募股权投资机构有权要求对方低价出让股权、增加董事会席位等，这样能够对创始人及管理团队起到监督作用。另外，也可以约定被投独角兽企业在完成 IPO 上市之后，私募股权投资机构不仅可以获得普通股，还可以获得可转债、优先股等权利，目的在于当发生破产清算风险时，投资人能够享有优先清偿的权利。

5.3 投后对策

5.3.1 追踪资金流向

独角兽企业在获得私募股权投资机构的融资后，手握大量资金，在此情况下，独角兽企业的创始人及其管理团队容易失去自我，出现挥霍现象，导致所融资金不能有效用于企业发展。因此，私募股权投资机构在完成投资后，应该对所投资资金建立追踪机制，一旦发现资金被滥用，立即约谈融资方，要求对方出具资金使用说明，这样有助于防范资金被肆意挥霍、侵吞等情况发生，能够在一定程度上确保资金被高效使用。

5.3.2 定期审核所投项目进展情况

私募股权投资独角兽企业时除了需要定期考察创始人及其管理团队之外，也应该审核所投项目的进展情况。所投项目的进展情况能够反映企业的经营状况以及所融资金的使用效率。私募股权投资机构可以定期约谈被投独角兽企业创始人及其管理团队，要求其做好项目进展情况的汇报工作以及接下来详细的工作计划。例如，项目所需的人事调动、渠道拓广、项目花费、是否已经开始正常运转及盈利等情况。私募股权投资机构及时掌握上述事实，有助于保障所投项目按计划、按步骤贯彻执行，防范创始人团队出现懈怠工作的情况。

5.3.3 提供多样式的增值服务

独角兽企业在短期内缺乏盈利点，IPO 后在资本市场的表现也很差，但是在未来发展过程中保持强有力的竞争优势，创造实际经济价值，就必须拥有一批

高素质、专业化的管理团队。从实际情况来看，国内独角兽企业的创始人及管理团队普遍年轻化，他们缺乏管理公司的经验和能力，而私募股权投资机构往往拥有专业化的高素质人才队伍和更加完备的公司治理结构，这些刚好是年轻的独角兽企业及管理者所欠缺的。因此，私募股权投资机构可以为其所投的独角兽企业提供优质的投后管理服务以及多样式的增值服务。

首先，实现资源共享。私募股权投资机构专注于多个投资领域，能够掌握众多行业内的各类信息资源。因此，可以将不同行业领域的信息资源提供给其所投资企业，实现资源共享，推动所投独角兽企业相互合作、优势互补、共同发展。

其次，建立专业化的服务团队。这个专业化的服务团队扮演顾问角色，代表投资人与被投独角兽企业对接工作，提供咨询、管理等服务，积极配合对方，解决日常经营活动中遇到的渠道拓展、成本控制、人事调动等各类问题。

最后，培养企业家及企业家精神。企业家是现代化企业生产经营的核心、技术创新的推动者、经济发展的重要力量。企业家精神与社会时代发展需求相适应，是企业发展和社会进步不可或缺的精神引领。独角兽企业的创始人具备优秀的创业才能和冒险精神，但是其或许不具有卓越的企业管理素质。私募股权投资机构可以将自身管理经验和才能与年轻的创始人及其管理团队进行交流，培养一批真正具有丰富管理经验和才能的企业家以及敢于创新、富有爱国情怀、勇于承担社会责任的品质，帮助他们树立企业家精神。

私募股权投资机构提供优质的增值服务，可以帮助被投独角兽企业建立良好的品牌形象，提高公司发展质量，维护资本市场信心，以优异的经营成果有效应对抑价、股价长期弱势等风险。

6 研究结论与启示

6.1 结论

国内私募股权在制度、理论研究、法律法规等方面还不是很完善，与欧美发达经济体相比，仍然存在着一一定的发展差距。但是经过多年的发展，私募股权也取得了不少成就。一方面，作为资本市场的重要组成部分，私募股权有效补充了中介金融机构不具备的部分功能，促进了金融改革创新步伐，另一方面，私募股权培育的独角兽企业在推动新兴产业发展、科技创新等方面做出重要贡献。然而，私募股权投资独角兽企业存在的巨大风险也要积极应对，争取将风险降低最低。以深创投投资奈雪的茶为研究案例，可以得到以下结论。

第一，私募股权投资独角兽企业的风险，具有投资一般性企业风险的共性，也有特殊性。这种特殊性主要来自独角兽企业的自身特点。因此，私募股权投资独角兽企业时，做好特殊性风险的识别、评估及风险发生后的补偿措施。

第二，打铁还需自身硬，私募股权投资机构作为投资人，是风险防控的第一道防线。针对独角兽企业，需要制定区别于其他企业的风险控制标准和风控体系，并且从微观角度出发，不同领域的独角兽企业，适用不同的风险控制措施，做到动态监测，实时掌握风险信息。

第三，创新驱动社会经济高质量发展已经成为战略目标，科技赋能品质生活成为社会共识。私募股权投资机构培育发展新兴产业的同时，需要更加注重被投独角兽企业的技术创新属性。奈雪的茶作为食品饮料行业内的独角兽企业，本身的投资价值有限，尤其是在 IPO 后，风险充分暴露。私募股权投资机构在投资独角兽企业时，迎合国家技术创新驱动的政策，选择投资价值大的项目，有助于降低投资风险。

6.2 启示

目前国内不少专家、学者以及普通民众将多数独角兽企业 IPO 上市行为等同于“圈钱”，严重影响融资市场秩序。私募股权投资机构作为培育独角兽企业的关键力量，在推动 IPO 上市方面扮演着不可或缺的角色，自然而然会受到不少的批评。通过上文分析，可以得到以下几点对于私募股权的启示：私募股权投资机构追求高收益不能以扰乱资本市场秩序为代价，应该加强行业自律，规范行业行

为准则和制度，肃清发展过程中的不利因素，营造良好的行业发展氛围；私募股权投资机构要遵循诚实原则，不能和被投独角兽企业串通一气，联合欺骗后期投资人，这样只会延长风险传播链条，加大风险损失程度；私募股权需要改变只要培育成功独角兽企业就能轻松赚取数十倍、成百倍巨额收益的固有认知，必须时刻保持风险警惕意识。

参考文献

- [1]Brown K C,Wiles K W.Opaque Financial Contracting and Toxic Term Sheets in Venture Capital[J].Journal of Applied Corporate Finance,2016,28(01):72-85
- [2]Batterson,Freeman.Building Wealth through Venture Capital:A Practical,2017
- [3]Bygrave,Timmons J.Venture Capital at the Crossroads[J].Social Science Electronic Publishing,1994
- [4]JK Sharma.Staged Financing as a Means to Alleviate Risk in VC/PE Financing [J]. Journal of Private Equity,2016,19(2):43-52
- [5]John Wiley.Guide for Investors and the Entrepreneurs they Fund[M].Inc, 2017
- [6]Karim and Sylvie Sammut New venture legitimacy and entrepreneurial support[J]. Int. J. of Entrepreneurship and Small Business,2014,23(4):528-551
- [7]Manfred Antoni,Ernst Maug,Stefan Obemberger. Private equity and human capital risk[J], Journal of Financial Economics,2019,133(3)
- [8]Relander.Analysis of the trade sale as a venture capital exit route. Realizing Investment Value[M].London:Pitman Publishing,1994
- [9]Smolarski.Risk Management in Private Equity Funds:A Comparative Study of Indian and Franco-German Funds[J].Journal of Developmental Entrepreneurship, 2006,11(1):35-55
- [10]Sharon Gifford.Limited attention and the role of the venture capitalist[J].Journal of business venturing,2011,36(12):459-482
- [11]Tian L.Regulatory underpricing:Determinants of Chinese extreme IPO returns[J]. Journal of Empirical Finance,2011,18(1):78-90
- [12]UK private equity and venture capital returns outperform public markets[J].M2 Presswire,2020,22(8)
- [13]Weil Alan R.Consolidation,Private Equity, And More.[J].Health affairs (Project Hope),2021,40(5)
- [14]Wells P C, Jeng L A.The determinants of venture capital funding:Evidence across countries[J].Journal of Corporate Finance,2000,6(3):241-289

- [15]陈强,肖雨桐,刘笑.京沪独角兽企业成长环境比较研究—城市创新创业生态体系的视角[J].同济大学学报(社会科学版),2018,29(05):106-114
- [16]崔英.私募股权投资的风险及控制策略[J].时代金融,2018(08):199
- [17]丁宁.私募股权投资的风险及控制策略[J].纳税,2019(16):174-175
- [18]杜雨洁.如何完善私募股权投资基金退出机制[J].人民论坛,2017(22):110-111
- [19]高婕.金融支持“独角兽”企业思考[J].经济研究导刊,2019,(04):34-45.
- [20]郭健.我国私募股权投资基金风险防范的对策研究[D].厦门大学,2017
- [21]郭建华.独角兽企业财务特征研究[J].经济师,2018(08):95-96
- [22]贺玮.私募股权投资与企业技术创新行为—来自中国创业板市场的证据[J].求索,2015(07):106-109
- [23]贺玮.私募股权投资对创业板上市公司的公司治理行为影响研究[J].湖南社会科学,2015(04):118-122
- [24]黄秀敏.私募股权投资中的风险控制策略[J].企业改革与管理,2019(03):119-120
- [25]何瑛,胡月.公司治理、管理权利与股份回购[J].经济与管理研究,2016(10):108-117
- [26]金雪涛.我国互联网“独角兽”企业发展解析[J].人民论坛,2020(05):92-98
- [27]李金华.中国冠军企业、“独角兽”企业的发展现实与培育路径[J].深圳大学学报(人文社会科学版),2019,36(01):68-76
- [28]刘思阳.高估值对独角兽企业经营效应研究[J].环渤海经济瞭望,2018(11):62-66
- [29]李维.资产配置时代:13万亿私募业驶入新周期[J].商讯,2018(11):4-6
- [30]刘晓亮.PE风险管理体制的构建研究[J].纳税,2019,13(25):262-265
- [31]卢泽华.中国贸易的“变奏曲”[J].服务外包,2017(12):42-43
- [32]马银雪.S私募股权投资基金投资案例研究—以Z公司为例[D].重庆大学,2019
- [33]屈国俊,宋林,冯照楨.风险投资会降低IPO抑价吗?—基于创业板的实证分析[J].经济体制改革,2017(04):188-195

- [34] 秦珞涵. 私募股权投资决策与市场反应—基于创业板上市公司的实证研究[J]. 国际商务(对外经济贸易大学学报), 2018(03):137-145
- [35] 田岚. 投资者情绪与新股长期表现研究—来自我国创业板市场的证据[J]. 河北经贸大学学报, 2016, 37(04):84-91
- [36] 吴波波. 私募股权投资的风险分析与控制对策研究[D]. 南昌大学, 2020
- [37] 吴梦阳. 基于“Z 记分法”的中国独角兽企业财务预警研究[J]. 中国经贸导刊(中), 2019(02):70-71
- [38] 夏斌. 上市公司信息披露质量影响因素的实证研究[J]. 财会月刊, 2008(32):77-79
- [39] 谢漾, 洪正. 私募股权投资能缓解中小企业非效率投资吗:来自中小板、创业板上市公司的经验证据[J]. 广东财经大学学报, 2020, 35(4):58-71
- [40] 叶李希. 独角兽企业的特征分析[J]. 皖西学院学报, 2019, 35(01):55-58
- [41] 杨其静, 程商政, 朱玉. VC 真在努力甄选和培育优质创业型企业吗?—基于深圳创业板上市公司的研究[J]. 金融研究, 2015(04):192-206
- [42] 杨超, 谢志华, 宋迪. 业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效[J]. 南开管理评论, 2018, 21(06):198-209
- [43] 张建平. 私募股权投资最优退出策略选择研究—基于精炼贝叶斯均衡下信号传递效应视角[J]. 重庆理工大学学报(社会科学), 2018, 32(02):42-49
- [44] 郑健壮. 独角兽企业:现状、特征及发展对策[J]. 企业经济, 2019, 38(12):29-36
- [45] 张妙凌. 上市公司治理结构会计信息不对称研究[J]. 财会通讯, 2013(36):30-33
- [46] 张苏江, 李心丹, 俞红海. 中国私募股权功能及未来发展模式探析[J]. 南京社会科学, 2014(06):23-28
- [47] 张广婷, 王悦, 李佳娇. 风险资本的声誉机制、增值服务和 IPO 退出回报[J]. 复旦学报(社会科学版), 2019, 61(06):151-164
- [48] 张学勇. 风投、创新能力与公司 IPO 的市场表现[J]. 经济研究, 2016, 51(10):112-125

致 谢

金融风险管理是研究生阶段的最后一堂课，随着下课铃响起，我明白，我的学生时代即将落下帷幕。我还清晰记得在 2019 年的那个春天收到兰州财经大学复试通知时的激动、录取通知书时的欣喜以及上金融理论与政策第一堂课时的期待。在学校的三年研究生学习过程中，学到的不仅是知识，更是学校提供的良好教育和做人做事的原则。身为兰州财经大学金融学院的一名硕士研究生，更是感到骄傲与自豪。

首先，要感谢认真、负责教导和关心我三年的硕士研究生导师，老师不仅在学术研究上给予我指导，更是深刻的影响了我做人、做事的方式、方法。在生活中，老师对我也是十分关心。我至今仍然清楚的记得，在学校图书馆三楼的研讨室第一次和老师见面的场景，老师谆谆告诫我们，要多学习、多思考，善于发现问题，才会进步，并且推荐了很多学术方面的经典名著，这些使我在今后的学习和生活中受益匪浅。

其次，我还要感谢与我相伴学习和生活三年的室友和同学们，是你们让我可以更好的去生活，更好的去学习，也是你们在我感到无助时主动向我伸出同学之间的友谊之手，我永远不会忘记我们一起学习、玩乐与努力奋斗的时光。往事历历在目，我不曾忘记，也不会忘记。这些珍贵记忆，会永远停留在我的内心深处，给予我温暖和力量。

再其次，感谢我的父母和家人们，是你们辛勤的付出，我才能无忧无虑的完成学业。

最后，再次感谢培养我的母校，感谢我的导师以及教导我的各位老师们和一起拼搏过的同学们。希望母校越来越好，祝愿老师们身体健康、工作顺利，各位同学们前程似锦。身为兰财人，“博修商道”的校训会永远指引我前进！