多年来，对创业公司和投资机构来说，退出的方式一直都相对简单——要么公司上市，要么公司被收购。现在，
退出的方式增多了，公司直接上市或通过SPAC上市，成为在公开市场上经过测试并证明可行的退出路径。

退出方式多了，创始人和投资者的选择变复杂了，新的退出路径对估值、股权稀释、流动性等问题产生了微妙的影响。这篇文章盘点了创业者可以选择的退出路径，以及每种选择背后的独特含义。

首先，我们来看下面这张图，这张图将四种退出路径进行了对比，稍后我们将分别解释每一种退出方式背后的动因。

从价格高低和是否全部退出两个维度分析，不同退出路径对比分布图

01

传统的 IPO

IPO 即“首次公开募股”是最古老、最传统的上市方式。IPO时公司发行新股以筹集新资金，有时还会在公开市场上出售创始人、投资者和其他股东手中的现有股份。

如何运作：

在整个IPO过程中，计划上市的公司挑选一家承销商或一家投资银行进行合作。承销商帮助该公司准备针对投资者的资料、起草关键的SEC文件、选择上市日期，并提供财务分析，确定IPO的初始估值和规模。该公司和承销商一起进行“路演”，与大型机构投资者会面，推介公司。在此期间，公司将回答投资者的问题，同时根据投资者的需求建立订单簿。最后，公司和承销商将根据交易需求确定最终的发行价和股票分配情况。这笔交易的一个关键部分是股票分配，即公司和承销商决定每位投资者从IPO中获得多少股票。这一步至关重要，因为它有助于为公司建立长期投资者的基础。IPO流程完成后，股票就可以在交易所(通常是纽约证交所(NYSE)或纳斯达克(Nasdaq)自由交易了。

趋势变化：

由于每年的IPO数量和平均流通率(公司在IPO中发行的股票的数量)都有所下降，我们正处于(相对而言)IPO数量减少的时期。在过去20年里，美国的IPO数量大幅下降，1980年至2000年，每年约300家公司IPO，2000年至2016年，每年IPO的公司数量降低到108家，其中部分原因是公司保持私有化的时间更长(包括“准IPO”)。

然而，最近我们开始看到这种趋势的逆转——2020年有172家美国公司IPO，不含SPACs
(特殊目的收购公司
，我们将在下面讨论这个选项)上市的数量。鉴于估值超过10亿美元的公司大量“积压”，目前全球有700多家独角兽公司
（价值约2.2万亿美元），我们预计IPO数量将继续上升。

与此同时，随着上市公司标准的提高，可上市流通股数量仍较低并出现下降趋势——实力较强的公司往往不太需要筹集资金，或者能够以更高的价格筹集到资金。由于每家公司在任何一次发行中出售的股份越来越少，机构投资者对有限份额的竞争加剧，于是投资机构对所有公司的估值越来越高。

当考虑到首日交易中有限的流动性时，供应的稀缺性就会加剧。只有一小部分(约20%)的股票被分配给小型对冲基金
，这些基金可能会“倒卖”股票(即，愿意在第一天卖出股票，而大部分的股票分配都是给长期持有者的)。对于热门交易而言，有限的供应与未获得股票分配的机构投资者的强劲需求之间的失衡，促成了首日交易的“大涨”。热门交易往往也会吸引散户投资者的浓厚兴趣，从而推动单日股票价格涨幅。(我们的合伙人斯科特?库普尔(Scott Kupor)和亚历克斯?兰佩尔(Alex Rampell)分别对近期IPO热潮的动态和数据进行了分析。)

如果考虑到交易价格(公司出售股票的价格)和公开交易(首次公开市场交易)，通过IPO退出通常是获得
较高价格的退出途径之一。
这在一定程度上是基于公司的品质——IPO投资者寻求高品质的公司，能让他们在看似可预测的短期运营结果与潜在的长期上涨之间取得平衡，获得更高的回报。这表明，与那些可能不得不(而不是主动选择)寻求其他退出方案(如SPACs)的公司相比，IPO的典型候选企业形象更佳。

对创业公司、创始人和投资者意味着什么：

在炙手可热的科技IPO市场中，热门的股票会被大量超额认购，IPO后的大幅上涨创造了更强烈的需求，推高了后续IPO的定价。因此，炙手可热的市场本

身成为了一个估值驱动因素——再加上供应稀缺和上市公司的高品质，促成了我们所看到的顶级科技公司IPO的强劲价格表现。

公司的情况是这样的:当一家公司开始路演向投资者推介IPO时，他们会设定一个初始申报范围，通常是在其上市同行的交易倍数基础上折让15%左右。这种折扣是用来吸引投资者参与IPO的。一个拥有大量投资者需求的强劲市场，可能会导致发行人在路演期间重新提交申请，并将范围向上修正。对于一笔热门交易，最终定价甚至可能高于这一范围。当这种情况发生时，15%的估值折扣实际上就消失了。自2019年以来，科技公司IPO的平均价格从初始定价区间的中点到最终IPO定价上涨了18%。(来源:Cap IQ)

总结：对于实力强劲的公司和希望在IPO后获得更高回报的投资者来说，IPO将继续是一种有吸引力的选择，特别是在市场火爆的时候。需求往往会推高价格。

02

SPACs

SPACs(特殊目的收购公司，或“空白支票”公司)在2020年末和2021年初流行起来，成为风险投资支持企业的退出选择。

如何运作：
通过SPAC上市有两个步骤：SPAC发起人(投资者)创建一个公开交易的空白实体，并将其与现有的私人目标公司合并，使目标公司上市。SPAC(已经在筹集了大量现金后上市)和目标公司就投资前估值达成了一致。SPAC中的资金变成了“筹集的资金”，在同一时间进行PIPE(私募股权投资已上市公司，进一步的机构筹资)。PIPE交易通常是在SPAC交易中进行的，目的是：(1)筹集更多资金，使保荐人能够收购已经做好上市准备的更大的公司；(2)与保荐人将长期持有公司股票的投资者建立机构投资者基础；(3)获得投资者对目标公司价格和品质的认可。PIPE投资者是大型的私募投资机构，例如共同基金和对冲基金等，他们以折扣价购买该公司的股票，并从中获益。

与纯粹的并购(通常是现有投资者完全退出)或传统的IPO(现有投资者暂时锁定

股票)不同，SPAC目标公司的现有投资者可以选择在合并时出售部分股份(通常低于其所持股份的20%)，不会出现传统IPO中二级股票销售的负面风险信号。这是出售给SPAC的好处之一，在SPAC交易中，投资者期望向目标投资者提供部分流动性。另一个巨大的好处是，商业模式和财务模式未得到验证的公司可以比传统的IPO路径更快地上市。

趋势变化：
在2020年，通过SPAC上市筹集的总资金占IPO市场的50%，2021年第一季度的数据超过了2020年的全部数据。[数据来源:Morgan Stanley ECM and LionTree Weekly SPAC Dashboard]

通
过SP
AC上市的
时间周期发生了变
化：过去，从宣布与SPAC合并，到获
得美国证券交易委员会
（SEC）和股东的批准平均需要大约3.5个月。现在这一时间周期又增加了约2个月，主要是因为美国证券交易委员会加强了对SPACs如何核算权证和使用前瞻性陈述的审查。

对创业公司、创始人和投资者意味
着什么：
虽然SPACs已经成为一种退出选择，但它的有效成本和所有权稀释远高于传统IPO。这在很大程度上是由于价值直接从现有股东转移到了SPAC的发起人和股东身上，价值转移的形式如下：

- 保荐人推广费(“中介费”)：通常为SPAC规模的15%至20%
- 保荐人认股权证：由保证人以象征性的金额购买
- SPAC股东认股权证：通过在SPAC IPO时购买的股票获得的“甜头”

此外，交易费用
也更高，因为公司会付钱给银行家（保荐人），让他们负责SPAC上市，处理合并事宜，进行PIPE融资。对于创业公司来说，所有这些都导致了通过SPAC上市比传统IPO或直接上市(我们将在下面讨论)更昂贵。

这种情况很可能会持续下去，因为保荐人推广的基本规则下费用会较高，此外在公司的商业模式没有得到证明的情况下，估值也会打折。

通过SPAC上市所需时间的增加，也给SPAC的保荐人带来了额外的压力，这要求他们在将目标公司出售给SPAC时降低其价值。因为PIPE的投资者承诺按合并宣布时目标公司的价值进行投资，由于从宣布合并到完成合并之间的时间较长，PIPE投资者现在承担的市场风险时间也延长了。此外，SPAC迄今为止的表现并不好——合并后SPAC的股价表现大多是负面的。这是因为，许多通过SPAC上市的公司，其商业和财务模式未得到验证，其市场表现低于SPAC IPO时进行的预测。

由于这种组合承担了更大的市场和时间风险，再加上表现不佳，在过去6个月里，PIPE投资者希望在目标估值基础上拿到更高的折扣来寻求更好的保护。因此，传统的15%-20%的折扣现在会增加到25%-30%。

与传统的IPO路径相比，SPACs的优势在于可以与投资者分享财务预测(对传统IPO来说，这是不允许的，IPO时需要通过卖方研究分析师模型了解)，以及可以与顶级保荐人合作，将他们的实际操作经验运用到交易中来。这些优势对某些类型的公司来说可能是有意义的，特别是那些可能没有准备好“黄金”时间的公司。

总结：SPAC上市的成本更高，对股权稀释更多，但对于那些通过传统方式进入公开市场的道路不太清晰的公司来说，它提供了另一种选择。

03

直接上市

直接上市（Direct
Listing）已成为传统IPO的另一种选
择。Spotify
在2018年采用了这种方式，Slack在2019年采用了这种方式，此后人们更加关注这种
做法。从表面
上看，直接上市看起来很像
传统的IPO——公司在纽约证券交易所

或纳斯达克敲钟上市。直接上市的关键区别在于，公司本身不会出售股份，因此也不会筹集资金。

如何运作：
公司选择“直接上市”时，只通
过向创始人、风险投资人
、现有员工和其他投资人出售现有股份筹集资金，而不是像IPO那样向机构投资者发行新股。这些股东可以直接在公开市场上出售他们的股份。这意味着，在直接上市过程中，公司不能像传统的IPO那样，亲手挑选自己想要的机构投资者作为股东（这是制作订单簿过程的一部分）。做市（或价格发现）实际上是通过
公开拍卖进行
的，在这种拍卖中，交易所
（如纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所
）或他们的指定人（“做市商”）征求“出价”（买方想要交易的价格和数量）和“卖价”（卖方想要交易的价格和数量）。拍卖发生在足够数量的订单被“匹配”之前——买家和卖家愿意以商定的价格和数量交易，开启股票交易。这创造一种更有效、更有序的价格发现方法。

这种方法的优势在于，它消除了传统IPO的折价，免去了首日大涨背后的设计，可能会解决传统IPO的一些（备受争议的）定价问题。自2020年以来，科技公司通过传统的IPO上市的股票首日交易价格比发行价高出33%，这表明投资银行把IPO时的发行价定低了，发行人把大量的钱“舍弃”在桌子上（虽然并不是所有的人都赞同这一观点）。这使得IPO定价在几个方面受到了更严格的审查。

在直接上市的交易中，首日的交易的价格是基于买家和卖家的愿意交易，而不是一套由公司及其承销商设定的价格，这导致股票一开始交易时就是基于全面的价格发现(与传统的IPO交易时首日的开盘价对比，IPO
时会出现首日暴涨的情况)，尽管它仍然由交易所的做市商进行管理。

趋势变化：
到目前为止，只有10家上市公司采用了直接上市的方式，仅占同期资本市场上市总规模的1%（但需要注意的是，这其中包括了上市史上最大的5家上市公司中的3家）。与传统科技股
的IPO相比，直接上市后的股票涨势也较为平静，这表明直接上市这种方式实现了它自己的目标，尽管迄今为止样本量较小。

值得关注的一个因素是：今年早些时候，美国证券交易委员会批准了纽约证交

所和纳斯达克的一项提议，允许通过直接上市上市的公司筹集主要资本(通过发行新股)。这一变化有可能显著改变非上市公司对公开上市路径（即传统IPO、SPAC IPO或直接上市）的看法。

对创业公司、创始人和投资者来说意味着什么：直接上市的优势是没有180天的IPO锁定期，所以现有股东可以随时出售（包括交易的第一天）股票，所有买家都可以平等的参与进来，也就是说散户投资者和机构投资者一样具有相同的购买股票的能力。直接上市的潜在劣势是没有筹集到资金（如前面提到的，在未来这可能会改变），所以对于需要筹集资金的公司来说，它可能不是最好的选择。此外，采用直接上市路线的公司被要求向公众提供财务数据——向所有投资者提供更好的财务透明度。(不过，公司应该注意自己在实现这些既定目标方面的责任。)

总结：大多数风投支持的公司可能不适合直接上市，但知名度较高、品质较高且资金充足的公司应该考虑将直接上市作为一个路径，由于没有典型的IPO折价，直接上市的首次交易价格相当于传统IPO
时第一天大涨后的价格。与SPAC IPO和传统IPO不同，如果交易流动性充足，现有股东可以随心所欲地出售股票。

04

并购

如何运作：与传统的IPO、SPAC IPO或直接上市不同，通过并购出售公司是一种真正退出的方式，即目标公司的现有股东将其100%的所有权出售给买家。从高度结构化的出售过程，到公司与任意数量的潜在买家之间特定的对话，并购过程可谓是千差万别。通常情况下，公司会与投资银行合作，确定潜在的收购者，并设计一个满足他们需求的流程。在这个过程中，投行帮助公司进行估值预期、梳理交易结构
的关键点，并评估多种融资维度(现金、债务、股权或不同选项的混合)，让目标公司受益。买家对目标对象进行充分的尽调后，提出报价，并开始与目标对象进行谈判。一旦目标公司同意最终报价，买家和卖家就会签署最终购买协议，交易就接近尾声了。交易完成后的最后一步是买方和卖方合并两家公司的业务。

趋势变化：

对经济的乐观态度和充裕的资本促使全球并购交易不断打破记录。截至2021年8月，全球并购交易额为4万亿美元，是迄今为止并购交易的最高水平。同期，科技行业仍是最活跃的行业，并购交易额超过1.1万亿美元，较上年同期增长182%。[来源:Citi Global Executive M&A Summary]

随着疫情的不断好转，企业领导人正在重新调整他们的战略，并加速拥抱科技。除了企业级买家，私募股权基金(PE)在2021年第一季度的筹资活动也很活跃——私募股权公司目前资产管理规模超过1.9万亿美元。尽管采用SPAC上市的速度有所放缓，但目前仍有435个SPAC（资金规模高达1330亿美元）在寻找目标。资本充裕和低利率环境预示着2021年下半年并购交易活动将继续保持强劲水平。[资料来源:Citi SPAC Weekly Update]

对创业公司、创始人和投资者来说意味着什么：尽管在并购中股东可以完全退出，但这类退出并不能获得最好的估值结果。

原因如下：

- 无法利用信息不对称的优势：潜在收购方对目标公司所在的行业、领域、技术和竞争环境方面拥有专业知识，能够比IPO投资者更好地对公司估值。因此，与收购方公司相比，目标公司内部人士的信息优势要小得多。相比之下，IPO投资者的专业知识和信息储备不如内部人士，这可能会导致IPO市场的估值更高。

- 财务预测打折扣：收购方对目标公司的预测进行仔细的尽职调查，以确定其是否真实。对于任何买家来说，其中一个陷阱就是轻信任何看似对未来业绩相对于历史业绩过于乐观的预测。在大多数情况下，预测中会出现一个显著的“折扣”，以抵消长期计划过于乐观。在IPO过程中，发行人会指导负责IPO的研究分析师了解发行公司的近两年预测，然后在IPO路演期间与机构投资者分享。发行者会对其内部预测“打折扣”，以便在IPO后有一定的缓冲来达到或超过预期。这些“折扣”明显低于收购方的折扣，卖方研究分析师对其进行了票面价值评估。

- IPO时更高的定价倍数，更贪婪：在股市繁荣的时候，并购可能不能获得最好的估值结果还有一个原因——自2020年3月的低点以来，我们见证了公开股票市场的历史性反弹，我们也见证了一个强劲的科技公司IPO市场。只要有一个强劲的股票市场，就会有一个强劲的IPO市场。在一个热门的IPO市场，并购退出的价格往往低于同一目标通过IPO上

市可能实现的价格。这是假设目标公司已经足够成熟，可以进行这两种操作。

现在出现了一个显而易见的问题：为什么在热门的IPO市场中，IPO估值溢价会高于收购目标在并购退出时所能达到的控制溢价(如果目标是上市公司，那么相对于目标公司独立估值或其公开交易价格所支付的溢价)?

这是因为，随着科技股IPO后市场表现的增强，IPO投资者更愿意支付比IPO定价更高的市盈率，他们预计IPO首日仍会有上涨。根据基本面、只做多的共同基金增加其IPO配置仓位
的情况，IPO首日通常不会上涨50%。这些上涨通常是由专注短期的对冲基金推动的，散户短线交易员在较小程度上也起到了推动作用。

总结：并购为投资者提供了“真正的退出”机会，但估值通常比IPO（在热门的IPO市场）时的估值低。

05

二级销售

随着公司私有化的时间延长，流动性不足成为员工和投资者面临的更大问题，近年来又出现了一种新的流动性选择。作为补偿和留住员工的一种方式，许多创业公司现在都在寻求新的方案向早期员工(和其他股东)提供临时流动性，而不是要求他们等到公开募股或并购才看到的流动性。

这可以通过二级销售来实现，在这种情况下，一家公司的股票由现有股东出售给另一家公司，所得收入归出售股票的股东。二级销售对员工(获得临时流动性)和公司(保留有价值员工)有明显的直接好处，它是公司融资和估值方式的更广泛创新趋势的一部分。这一趋势有助于减轻公司和股东因错误定价导致出现问题的惩罚。

如何运作：
首先，先看基础条件，目前有两种方法来进行二级销售，第一种是公司回购股票，资金来源可以是资产负债表上的现有现金，也可以进行一轮股权融资；第二种是由第三方直接购买股票，要么与公司的股权融资相结合，要么作为独立交易进行。

在公司发起的回购中，公司决定哪些股东可以出售股票(通常这是为在公司工作了一段时间的员工保留的选择权)，并对他们可以出售的股票数量进行限制。相当典型的限制出售数量的做法是，任何一个员工可以出售约10%的既得股份，以确保员工继续有意义的股权激励。这种类型的二级销售在风投支持的创业公司中不太常见，因为它们通常没有持
续的现金流
来完成此类回购。此外，他们认为将可用现金投资于促进业务增长的方向(产品开发、客户获取等)会获得更大的回报。

更常见的是与第三方的直接交易(通常被称为二级市场交易)，这种交易模式下有广泛的买家，包括现有投资
者、S基金、大型家族办公室
、高净值个人和散户投资者。这是一种一次性的协商交易，通常由经纪人发起，涉及数量有限的卖家。当涉及数百个卖家时，像正式收购要约这样的结构性流动性计划会更有效。发行人收购要约是由公司发起的流动性事件，它让股东有机会向外部投资者出售他们的股票。公司将买家带到谈判桌，确定价格，并掌控整个交易流程。这样一来，公司能够决定哪些新投资者可以进入它们的资产负债表。

二级市场交易可能会对公司的运营构成挑战，它引发了技术创新，其影响可能不仅仅是二级销售。

我
们看
到，新的
自动化平台出现了
，如CartaX、纳斯达克私募市场(N
PM)和摩根士丹利
的Shareworks平台等，这些平台实现了销售的自动化和管理，公司可以(1)减少行政和运营负担；(2)处理股票转让限制的局限；(3)缩短结算时间；(4)进行公司信息的受控访问。往大了说，这项技术创新可能会对目前困扰流动性问题的定价和相关问题产生重大影响。

举例来说，如今二级市场交易价格影响着“直接上市”的参考价格——以Spotify为例，参考价格是基于最后一次私募二级市场交易的价格。近期的二级销售事件中，参考价格是由其近期二级市场交易活动的交易量加权平均价格来指导的。但随着二级交易变得越来越普遍，我们预计二级交易价格将对所有类型的退出(并购、SPACs、IPO和直接上市)的估值产生更大的影响。

换句话说，我们可以想象在世界上，有些创业企业享受着自动交易平台带来的便利，可以几乎实时地了解到自己的股票价格，而不用再局限于每一年或两年才能了解到一次股票的价格变动情况，公司使用这样的平台后，会减少很多负担。

这缩小了二级市场交易价格与IPO价格之间的差距，而且随着人们对企业信息的获取渠道的增加，这使得市场上出现IPO定价过低、IPO单日股票价格暴涨的现象会越来越少，从而让创业公司和投资者获利。

趋势变化：
员工和其他股东对股票早期流动性的需求越来越旺盛——例如，在2021年的前九个月, Carta的平台实施了77个流动性项目，总价值为47亿美元，而2020年只有31个项目(22亿美元)，2019年仅有24个项目(4亿美元)。[来源:《Carta》《2021年第三季度流动性报告》]

此外，进入私募
市场的投资者数量也显著增加。
这些投资者对私募
市场及其运作方式有更深入的了解。随着高质量的机构投资者越来越多地进入私募市场，这突显出人们对私募市场的接受程度越来越高，并创造了更多的买方多样性。

对创业公司、创始人和投资者意味着什么：现在的趋势是，每家公司最终都会在上市前向员工提供股票流动性，这逐渐成为新常态，公司可能需要提供更频繁的流动性项目来保持竞争力。这样做不仅能帮助公司在与非上市公司的竞争中吸引人才，还能帮助公司更好地与上市公司竞争并留住人才。

此外，创业公司融资的方式以及与投资者合作的方式在未来可能有所变化——随着二级股票销售变得更加频繁，创业公司融资时更容易确定估值。(例如，Carta于2021年2月在CartaX上进行了一次二级销售，向公司和投资者提供了有关其价值的真实信息，公司2021年8月完成了G轮融资)。通过技术加持，以及更频繁的二级销售，各方对估值达成共识，公司不需要浪费时间和精力谈判价格，因此公司可以在选择投资者时关注其他不同的因素，例如，除了资金之外，投资者可能给公司带来哪些战略价值。

如今，当公司决定进行二级销售时仍然应该考虑许多因素。这笔交易有助于挽留员工，还是会对其造成伤害(因为从财务上看，削减薪酬可能会让一些员工离开公司)？这是否会影响公司未来的融资能力？这对那些参与的公司和那些没有参与的公司公平吗？此次出售对该公司普通股的价值(例如409A估值)有何影响

？

公司还应该记住，在短期内，由于没有集中化的市场交易窗口，供需的匹配可能导致价格发现的效率较低。这可能会导致公司的股东不能卖到较好的价格。拍卖驱动的投标报价发现正开始被广泛应用，这种方式可以减少错误定价。

总结：尽管二级交易对公司来说不是一种流动性事件，但它让员工和其他股东在没有IPO或并购时获得部分流动性成为可能。随着时间的推移，二级交易市场将继续发展，从而带来更好的定价透明度，而自动化平台也在减轻企业的负担。最重要的是，二级交易有可能在更大程度上改变公司的估值。

这些分析会随着市场的变化而变化，这个讨论矩阵是基于当前我们所看到的强劲的股票市场进行的。在一个较为疲软的科技公司IPO市场下，我们预计通过IPO / 直接上市的价格与并购退出的价格趋同。评估哪种退出方式对你的公司是最好的需要根据股票市场的情况而改变。

选择退出方式需要仔细思考并分析公司的相对实力、投资者构成，以及创始人和投资者的最终长期目标。创始人面临众多选择时可能会不知所措，我们希望通过这个决策矩阵解释清楚不同的退出方式，并更好地指导他们做出对公司来说最正确的选择。

译者：杨志芳