

VC 中国第一部风险投资血泪史

风投 大败局

关于中国风险投资失败的MBA式教案

刘洪飞 于俊燕◎著

中国财政经济出版社



风投大败局

刘洪飞 于俊燕◎著

中国财政经济出版社

图书在版编目（CIP）数据

风投大败局/刘洪飞，于俊燕著. —北京：
中国财政经济出版社，2009.12

ISBN 978-7-5095-1863-2

I. 风… II. ①刘…②于… III. 风险投资-案例-研究-中国

IV. F832.48

中国版本图书馆CIP数据核字（2009）第194161号

责任编辑：张从发

责任校对：田学超

封面设计：柏拉图

内文设计：黄薇

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

（版权所有 翻印必究）

社址：北京海淀区阜成路甲28号 邮政编码：100142

营销中心电话：010-88190406 销售电话：027-88071749 88324370

武汉市楚风印刷有限公司印刷 湖北南财文化发展有限公司经销

787×1092毫米 16开 13印张 200千字

2010年3月第1版 2010年3月第1次印刷 定价：28.00元

ISBN 978-7-5095-1863-2/F·1561

（图书出现印装问题，本社负责调换）

本社质量投诉电话：010-88190744

目录 CONTENTS

作者序：不能漠视的失败坐标 /1

亚信：在不温不火中平庸 /3

中国的 Internet 信使 /4

风投与亚信的博弈 /8

纳斯达克的宠儿 /13

转型：断裂与摇摆 /17

被边缘化的领跑者 /20

亚信罗生门 /23

痛定思痛：风投家该不该在企业“参政议政” /27

VC 成功录：邓峰与“红孩子”的距离——近则灼，远则寒 /30

UT 斯达康：领袖成了 VC 眼里的沙子 /33

寻找巨头缺席的财源 /34

上市,让所有人陶醉 /38

大幅退化的英雄主义 /41

资本大棒的力量 /45

痛定思痛:风投要看“透”人 /48

VC 成功录:熊晓鸽“脉”行天下 /52

亿唐:在高贵中没落 /55

今夜,资金来敲门 /56

“明黄一代”的符号 /60

疯狂烧钱的岁月 /63

屡败屡“蜕”,屡“蜕”屡败 /66

悲情“贱卖战” /70

痛定思痛:“舶来资金”抵挡不住“舶来模式”的风险 /72

VC 成功录:尚德——“舶来模式”的中国式成功 /75

8848:王者风范,败者气质 /79

电子商务的标杆 /80

拆分“大地震” /85

重拾旧河山 /92

插件事件:崩溃的催化物 /95

IDG 的一个鸡肋 /98

痛定思痛:风投,不仅仅是资本 /102

VC 成功录:阿里巴巴的财富之门 /105

港湾网络:“都是风投惹的祸” /109

李一男的神话 /110

VC 助力“小华为” /114

风投成了金箍咒 /119
“扶”也华为，“打”也华为 /123
在资本中沦陷 /128
痛定思痛：VC 心急吃不了热豆腐 /133
VC 成功录：“中华英才网”是块金子 /136

PPG：紫牛墓场的悲哀 /139

PPG，很创新 /140
风投追捧下的“轻公司” /143
——“新”遮百丑 /146
一脚踏入“债务门” /151
何日是“盈”期 /154
痛定思痛：紫牛——哪是牧场，哪是墓场 /158
VC 成功录：百度就在“灯火阑珊处” /160

Web2.0：VC 们的群体性短视 /163

网络新潮流 /164
VC 与创业者的暗号：Web2.0 /167
风投变“疯”投 /171
互联网不会变天 /174
砸“金”砸出了泡沫 /177
痛定思痛：蓝海也不是遍地黄金 /180
VC 成功录：沈南鹏“拒绝从众” /183

尾声：谁动了中国的奶酪 /187

附录一：世界风险投资发展简史 /195

附录二：中国风险投资发展简史 /199

FENG TOU DA BAI JU

作者序： 不能漠视的失败坐标

“这是一个最坏的时代，这是一个最好的时代，这是一个令人绝望的冬天，这是一个充满希望的春天，我们面前什么也没有，我们面前什么都有。”

——狄更斯《双城记》

这是一个最坏的时代，曾经一望无际的蓝海，逐渐被吞噬，红海的同质化、白热化，让后来者在铜墙铁壁面前望而却步。同时，这是一个最好的时代，世界是平的，地域的界限、国界逐渐模糊，如果有足够的披荆斩棘的底气与勇气，就可以长驱直入，成就王者。

随势赋形的资本，在最坏时代与最好时代的交错中，大举涌向中国。中国这片曾经贫瘠的土地，因财源茂盛、商机丛生，而成为世界资本的洼地。风险投资，这个泊来的资本词汇逐渐成为中国经济的另一道风景。

谁也没想到，势不可挡的风投，就这样轻而易举地改变了中国企业“不积跬步，无以至千里；不积小流，无以成江海”的渐进式生长规则。资本急于寻找会下蛋的鸡，而最惯于被资本扼住咽喉的企业，张开双臂呼唤资本入驻。企业成为资本玩转“钱生钱”游戏的载体，而资本则成为企业实现跳跃式成长的助推器。有很多企业，因搭上风险投资的快车道，创造一飞冲天的奇迹，风险投资家也赚得盆满钵盈：

丁磊的网易因获得徐新 500 万美元的风投，在互联网叱咤风云，徐新也有了 800% 的效益；沈南鹏领衔的携程，先后获得近 1800 万美

元风投,成功在纳斯达克上市,投资携程的投资者也赚得不亦乐乎;盛大网络因“傍”上软银这棵资本大树,摘得网游桂冠,软银也获得了“投资盛大4000万美元,最后退出时收回了5.6亿美元”的高额回报……

企业与风投珠联璧合、皆大欢喜的成功案例举不胜举。但是,透过成功光环背后,我们看到的是失败者的黯淡。企业与资本的游戏,错位的几率远远高于合拍的几率:

亚信、亿唐、8848、港湾网络、PPG……这些有很多曾是时代的标杆,高擎引领时代潮流的大旗,一度被风投吹捧,成为风投宠儿的企业。然而,黄金时代转瞬即逝,今天的他们命运多舛——苟延残喘,被收购,陷入资本困境或者陨落。曾经青睐他们的风险投资者,最后的结局也不过是保本、亏损甚至血本无归。

风投,是一场高风险与高收益并存的博弈,一块多米诺骨牌倒掉,就可能使企业与资本的合作付诸流水:风投过于急功近利,背负着资本重壳的企业,迫于风投压力盲目做大,陷入扩张失控的陷阱;企业的商业模式华而不实,风投被企业的表面文章所诱惑投下巨资,存有致命缺陷的商业模式如资本黑洞,风投的大笔投入打了水漂;风投指手画脚,希望企业向左走,企业家不愿唯资本马首是瞻,坚持企业向右走,祸起萧墙导致企业元气大伤——企业负责人被踢出局或者风投撤资……

风投失败的基因还不止这些,风投失败的案例也不止亚信、亿唐。直到今天,还有无数企业拿着计划书四处奔走,期许得到风投的青睐;无数风投也埋伏在日益繁荣的中国经济周围,伺机而动,随时准备敲开投资的阿里巴巴之门。

那些一时失手的投资者,早已擦干伤口,甚至来不及反省,迅速加入下一个投资游戏;那些被钉在“风投大败局”十字架上的企业,因不断加快的洗牌速度,也离人们的视野越来越远。

如果我们因为“亚信时代”、“亿唐时代”的一去不复返而漠视这些悲情英雄的存在,既是对中国整个风投发展史的不尊重,更是一笔巨大的经济文化损失。毕竟,风投失败的案例,为投资者指明了哪些是暗礁,哪些是雷区。同时,也为企业家敲响了警钟,告诉他们在与资本合作时,哪些游戏规必须遵守,哪些游戏规则可以越界。

前车之鉴,后事之师。如果时刻铭记、反省失败,那么,风投失败的墓志铭会越写越短;而风投成功的荣誉册也会越写越长。



亚信： 在不温不火中平庸

“我就是桑丘·潘沙，我的角色就是帮助英雄人物成就大事。”这是对风险投资者最好的定位。然而，对于亚信，角色发生着乾坤倒转。缺乏话语权的 CEO、强势的的董事会，风险投资似乎是无冕之王。一场皆大欢喜的博弈在权力错位、资本“不在其位却谋其政”的迷茫中，最终落得个两败俱伤，而最大的牺牲品还是亚信。

中国的 Internet 信使

“三十年河东，三十年河西”，这句话用来形容亚信，再合适不过。

亚信，一个在高科技领域被无限放大的企业明星，曾是中国网络市场的开拓者，以信使的身份，把 Internet 引入中国，风投趋之若鹜，并成为第一家在纳斯达克上市的中国企业。然而，好戏总是姗姗来迟，又匆匆结束。当亚信不再“一手遮天”，当市场高手林立，经过转型的迷茫、断裂与摇摆，亚信身处黄金遍地的产业，由于错判了技术更替的速度和非技术因素对技术商业前景的影响，而技术更替时各种可能性所产生的巨大颠覆能力又远远超出了亚信的控制力。所以，亚信一再错失良机，数年的“厚积”，终于没有再现“薄发”，逐渐在不温不火中平庸。

迷航中的亚信，寻找灯塔。而那些曾在投资亚信时载歌载舞的风投家们，及时抽身者，还是风险投资成功案例中的主角；但常驻亚信者，却不得不咽下“失败”的苦果。

上世纪 90 年代，在美国的华尔街的投资公司里，我们经常可以看到一位年轻留学生的身影，他热情高涨，向人们兜售中国高新技术的未来和前途，希望能得到国际资金的一臂之力。可是，精明的风险投资者，由于信息不对称及对遥远国度的天然排斥避而远之。而这位苦口婆心四处游说的年轻人就是亚信的创始人田溯宁。

1993 年，“信息高速公路”的概念初出茅庐，田溯宁以敏锐的洞察力，捕捉到商机。由于信息技术的落后，天然的距离决定了美国与中国之间的信息沟通隔了千山万水。田溯宁等人畅想可以建立畅通无阻的信息沟通渠道，将中国企业及中国经济发展的信息介绍给美国，同时将美国经济及美国企业的信息传递给中国。

当时，对于田溯宁等人，良好的商业模式只是切入点，真正运作商业模式则需要大规模的资金注入。然而，这些热血沸腾的创

业者，除了商业模式、合作团队，再也没有更多的家当支撑他们的梦想。他们要生存、发迹，除了融资别无选择。

丘吉尔与莱维斯曾提出小企业发展的五个阶段模型：

阶段1：生存。也就是企业的创建阶段，公司的战略是求的生存。公司的创业者不能做甩手掌柜，甚至不得不事必躬亲，他决定企业的经营和发展方向。并且在资金筹集上，需要发动亲戚和朋友一起为企业提供资金。

阶段2：谋生。企业有了微薄盈利。企业的拥有者可能会有几个员工和财务人员。如果此时企业有了蒸蒸日上的苗头，即具备可持续的盈利能力，可能会得到天使投资甚至风险投资。

阶段3：稳定。企业已经取得成功并有了投资回报。企业的拥有者有两种选择：一是从公司撤资，获得大量资金；二是谋求增长。谋求增长中很重要的一个方法是以稀释股权的方式从风险投资者那里获得资金支持。

阶段4：快速发展。企业保持高速增长，面临着融资、授权、分权问题。常发生的错误有两个：即所有者意识不到游戏就意味着股权稀释，而最好的保护方法是分散股权并接受风险投资；拥有者没有认识到公司所有权和经营权的分离。

阶段5：成熟。此时的企业，经营权和所有权已经分离，分权管理已经实现，正规的计划体制已经形成。

从丘吉尔与莱维斯提出的小企业发展阶段来看，风险投资者一般不会投资小企业发展的前两个阶段，偶尔出现这种情形，则可能成为编制神话的素材。企业进入稳定或者快速发展期，此时的企业家已经证实了企业的生存能力，有良好的销售与利润记录，这是风险投资大批进入企业的合适时间点。而有幸被早期投资人看中的企业，也往往是“新技术成长企业”。此类企业，技术潜力大，一旦有合适的契机，有可能在很短的时间内成长并实现现金回笼，给予风险投资者丰厚的资本回报。

田溯宁与他的创业伙伴准备启动的企业，尚处于生存阶段，前途未卜。所以，我们也就不难理解，在资本熙攘的华尔街，无人肯为田溯宁的创业提供种子资金了。

但田溯宁的创业设想仍有可圈可点之处,即挂着高新技术的头衔。几经周折,田溯宁结识了著名华侨、地产开发商刘耀伦,他有着发展祖国高新技术产业的情结,与田溯宁等人的创业梦想不谋而合。最终,田溯宁拿到了刘耀伦 50 万美元的天使投资,在美国达拉斯创建了 Internet 公司——亚信(AsiaInfo),其意为希望公司未来的业务能够拓展到亚洲。刘耀伦先生出任董事长,总裁田溯宁、技术总监丁健为公司董事。

得到天使投资的田溯宁,出师也算顺利,集“包括道琼斯在内的 2000 多个信息服务商”之大成。可是,却犯了“巧妇难为无米之炊”的难。到 1995 年,美国 Internet 主干网业已铺设完成,很多大学和企业已经开始使用这个时髦通讯工具。然而,在中国,Internet 还是处女地。

在美国通过 Internet 收集的信息,只能打印出来寄到中国;在中国,则只能通过纸媒,通过从海量信息筛选、录入,才能把信息传递到美国。如此一来,信息的时效性和准确性都大打折扣,而且还消耗了大量的人力和物力。

逢山开路,遇河搭桥。1995 年 3 月,亚信决定断腕,放弃在美国的经济信息服务行业,总部移到北京,把 Internet 引入中国。中国电信此时也被国外如火如荼的 Internet 热潮吸引,跃跃欲试在中国掀起一场网络革命,而亚信成了这场革命的发起者。

经多方周折,亚信承接了在北京、上海建两个节点的试验网络的任务。亚信在国外购买了整套网络设备,调制 Cisco2501 路由器,通过卫星连到美国,北京、上海之间用 DDN 光纤专线连接,然后,在上面开通电子邮件、Gopher、新闻组、Telnet 等 Internet 服务。为此,亚信还在服务端开发了一些软件。

北京、上海两个节点完成时,正值网景(Netscape)在美国上市成功。网景的成功上市打破了人们的思维定势,原来 Internet 是经济发展中另一片蓝海,它必将蕴含着巨大的商机,而在世界引起新一轮的经济热潮。辽宁、浙江等电信看着眼热,也先后点将亚信为他们安装网络。随后,整个中国网络市场都纳入亚信的营业范围:

1995 年 8 月亚信签下的广东省 Internet 网,7 个节点,近 300

万美元投资;1995年11月,中国电信就与亚信签约,建设ChinaNet,到第二年1月,ChinaNet建成并正式开通;1996年4月,亚信承建上海热线(www.online.sh.cn);1996年11月,亚信承建中国国家金融骨干网(CNFN);1997年8月,签约承建北京科技信息网。高峰时,亚信一天要签三个合同。亚信以每年在Internet基础设施上的业务至少增长50%的速度发展。

Internet在中国广铺网路的同时,还及时切入了ISP计费领域。计费软件进入门槛高,任何差错都有可能导致ISP重大的经济损失。亚信凭借在Internet的元老身份,近水楼台先得月,提前进入,为ISP生产用户许可,最好时占据到市场60%—70%的份额。

不甘只在Internet基础建设市场领跑的亚信,还把触角伸到了终端消费者,即网民。网民,或许那时还只是凤毛麟角,但中国具有庞大的潜在消费群,一旦把产品与整个网络链的终端连接,其市场前景可想而知。21cn.com、China.com等ICP业(通过互联网向上网用户有偿提供信息或者网页制作等服务活动)经营商先后向亚信购买了900万个许可用户的亚信邮件系统。亚信再一次成为网络的代名词,而这次它与网民的距离更接近了一步。网易CEO丁磊说,“亚信邮件系统在21cn完全崩溃过两次。”亚信对外宣布,“一次是大使馆被炸前后,黑客造成的;一次是硬盘出了问题。”

因为刘耀伦爱国与高科技情结,因为田溯宁等创业者的新技术成长型企业梦想,亚信得到了天使投资人的种子资金。他们顺势而动,踏准中国的网络发展节点,平安度过生存、谋生阶段,并逐渐向稳定过渡。而稳定以及后来的快速发展时期,恰恰是风投最看好的时节。

风投与亚信的博弈

一时间,亚信被当作最有潜力的新秀公司。然而,亚信人自己却忧虑地发现,亚信患了稳定与快速发展期的并发症。特殊的市场环境,巨大的消费需求,使得亚信从谋生阶段直接进入稳定与快速发展并行期。

处于稳定期的企业需要稀释股权以获得融资。从亚信移师北京后,源源不断的订单及系统集成商通行的预先垫付货款的行为,使得亚信公司资金链紧张。由于缺乏担保无法获得银行贷款的亚信,在困难时期得到了时任万通实业集团总裁兼万通国际集团董事长王功权的及时雨,条件是以25万美元换取亚信8%的股份。然而,事与愿违,由于亚信不能在短时间内给予万通回报,8个月后,迫于万通董事会的压力,王功权撤资。这次半途而废的融资,使得亚信人对亚信的融资能力及发展潜力产生了怀疑。

与此同时,由于亚信不断膨胀,到1997年,营业额上升到2亿元人民币,员工增加到200人,企业的管理也出现了问题。管理层之间冲突不断,公司如何决策,谁对决策负责,谁最具有话语权与控制权,这些矛盾使得企业内部人心惶惶,而维系公司正常运营的则是一起创业时的感情。但用感情来维系商业运作,又能维持多久?

1997年初,亚信召开了“遵义会议”——加州会议,认为公司在决策上存在“不知道公司是在赚钱,还是在赔钱;不知道哪个项目赔钱;哪个项目赚钱”这样的致命缺陷。而在管理上则始终停留在创业人阶段,“创业人会将自己看作自己的儿子,热了怕烫着,冷了怕冻着,创业人会在意所有的东西。”于是,亚信决定对公司进行大刀阔斧的改革。改革的第一步就是以引进风险投资的方式进行“外脑风暴”,一方面引进资金解决企业资金链危机,另一方面请投资方为亚信把脉治病。

从1997年2月开始,亚信开始在资本如潮的硅谷寻找风险投

资。亚信选择风险投资商的标准是“仅仅带来钱，没意思”，亚信需要借风险投资的东风，实施大换血。所以，亚信期望中的风险投资者是具有管理上、国际声誉上以及技术上的价值，即选择具有附加值的风险投资。可见，风险投资的外延远远超出了资金这一内涵，企业最好是处于风险投资者所专注、熟悉的领域。如此一来，风险投资者为了保护他们的资金，就会全方位带来他们涉足行业多年所积攒的经验，如市场经验、战略决策、企业发展目标、技术支持、政府关系、媒介资源等，以提高企业的竞争力与谋利能力。

一般来讲，风险投资基金是通过私募的方式来寻找投资目标企业的，即依靠风险投资基金自身对行业情况的了解和在业务活动中建立的各种联系寻找最佳投资目标。所以，风险投资过程一般是通过中介机构——投资银行来完成的。1997年6月，亚信邀请美国投资银行RSC(Robertson Stephens & Company)作为融资中介。该投资银行专注于成长性较高的高科技企业，经验丰富，能够为企业提供较为全面的融资服务，而亚信又恰恰从事被称为朝阳行业的信息产业。所以，他们一拍即合。

在RSC的协助下，亚信制定了完善的商业计划书，详细介绍了亚信的历史背景、主要产品、市场前景、中长期目标、现金流预测、管理团队等。其目的在于让风险投资者认识到，他所投资的亚信将产生巨大的利润回报。如在商业计划书中，亚信展示给风险投资者的是一个优秀甚至卓越的管理团队，他们既是西方先进技术的掌握者、管理经验的践行者，又与中国有着天然的联系，具有良好的本土化优势，减少了中西融合的障碍。这支中西合璧式的管理团队，成为吸引风险投资者最重要的因素。

到1997年底，华平、中创、富达三家风险投资一次性注入亚信1800万美元，其中华平1000万美元，中创600万美元，富达200万美元，而这巨额投资是以亚信出卖为数不少的股份，即卖血换来的。

作为亚信最大的投资方，成立于1936年的华平是一个在全世界范围管理着高达上百亿美元的创投基金，而孙强则担任华平亚洲有限公司董事总经理，负责华平在北亚区的投资业务。中国

是华平的投资乐土,在华平看来,中国具备了经济增长率高、行业变化大而活跃、创业机会多这三重有利因素。在投资公司时,华平带去的不仅仅是资本,还有更多专业的增值服务。如华平的投资模式就是典型的“投资+咨询+管理三位一体”,“在企业的治理结构、财务管理、内部控制,人才招聘和激励体制上,我们都会作很多的贡献,在董事会上,我们一般都比较活跃。”

当初孙强看好亚信,就在于孙强看好了田溯宁和他的创业伙伴所具备的“非常聪明、非常富有激情的领导者,并且头脑开放”的素质,亚信是以市场为先导,直接切入产品 and 市场,强调了技术的实用性和市场性,避免了风投常遇到的开发风险、生产风险与市场风险。

无论是风险投资还是亚信,都认为这次投资将是双赢的结局。对于亚信来讲,华平可以给予亚信技术、管理支持;富达在华尔街一呼百应,亚信可以借助富达进行再融资;这三大强势投资机构可以优势互补,还能相互制衡,从而避免风投“一家独大”的专制局面。对于风险投资者,认为亚信已经有了创业方面的原始积累与市场积淀,商业模式极具商业价值,创业者既有创业激情又有实战经验。

然而,在企业价值评估这个敏感问题上,投、融资双方第一次出现了博弈。在亚信创业者看来,亚信的投资前企业价值为 9000 万美元,而投资方则认为合理价格远远达不到这个价位,如华平做出的估价大约在 4000 万至 5000 万美元的水平。但对亚信,巨额投资并不是可有可无,而是救命的,所以他们等不起更不甘心轻易放弃。所以,亚信让步了,同意在相同的融资额度下出让更多的股权给华平公司。双方在 1997 年底达成协议,在投资方暂且同意创业者对亚信估价的前提下,以 1800 万美元投资额为基础,华平、中创和富达分别占亚信股权 10%、6%、2%,但是倘若 1998、1999 两年亚信实现的 EBITDA(利息、税收、折旧及摊销前利润)没有达到当时商业计划书中的预计指标,就要按照相应按比例增加投资方的股份。后来的事实证明,创业者的确高估了公司的预期收益,于是到 2000 年,亚信提出变更股权,华平 1000 万美元的投资所占股份由原来的 10%调整为 20%,中创和富达分别上升到 12%、4%。