

初创企业 如何融资

李肖鸣 张 岚 孙 逸◎译



清华大学出版社

S H € W M E T H E M \$ N E Y

初创企业 如何融资

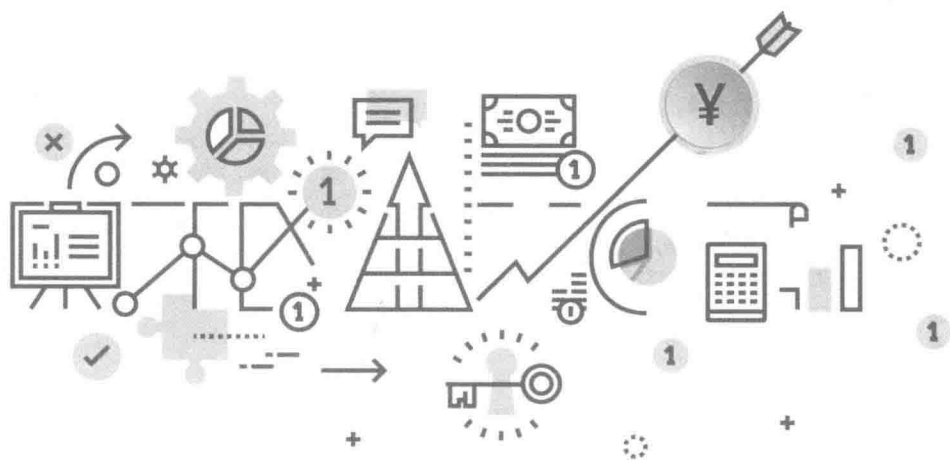
(英) 艾伦·白睿 (ALAN BARRELL)

(英) 大卫·吉尔 (DAVID GILL)

◎著

(英) 马丁·里格比 (MARTIN RIGBY)

李肖鸣 张 岚 孙 逸◎译



清华大学出版社
北京

SHOW ME THE MONEY: HOW TO FIND THE CASH TO GET YOUR BUSINESS OFF THE GROUND by ALAN BARRELL, DAVID GILL AND MARTIN RIGBY, Copyright © 2013 Elliott & Thompson.

This edition arranged with through Big Apple Agency, Inc., Labuan, Malaysia. Simplified Chinese edition copyright © 2016 Tsinghua University Press Limited. All rights reserved.

ISBN: 978-1-90873-910-0

北京市版权局著作权合同登记号 图字: 01-2016-5206

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话: 010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

初创企业如何融资/(英)艾伦·白睿(Alan Barrell),(英)大卫·吉尔(David Gill),(英)马丁·里格比(Martin Rigby)著,李肖鸣,张岚,孙逸译. —北京:清华大学出版社,2017
ISBN 978-7-302-44316-2

I. ①初… II. ①艾… ②大… ③马… ④李… ⑤张… ⑥孙… III. ①企业融资—研究
IV. ①F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 186775 号

责任编辑:杜 星

封面设计:汉风唐韵

责任校对:宋玉莲

责任印制:何 芊

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社 总 机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 刷 者:三河市君旺印务有限公司

装 订 者:三河市新茂装订有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:170mm×240mm 印 张:11.5 字 数:227 千字

版 次:2017 年 3 月第 1 版 印 次:2017 年 3 月第 1 次印刷

印 数:1~4000

定 价:39.00 元

产品编号:062670-01

作为《睿智企业家：如何创立成功的企业》一书的姐妹篇，《初创企业如何融资》这本书主要探讨企业创业如何融资，包括初创企业、早期发展企业和第二轮融资。

最近 30 年，艾伦·白睿、大卫·吉尔和马丁·里格比在创业方面积累了大量经验，尤其是在创业企业融资方面。他们致力于帮助新兴一代的企业家理解如何创业，如何筹集聪明钱。在本书中，他们首次提炼个人经验，形成创业筹资的综合实践指导。他们将带领读者认识从商业天使到众筹和风投等类型的融资，为找到企业的恰当融资。

致 谢

本书的工作源自许多人多年来逐步积累的信息和洞察力。我们以个人的形式或集体的形式,有幸“边做边学”,与多所大学的学生、圣约翰创新中心数十位教员和数百家有希望的投资对象公司在投资评选小组和投资会议上面对面交谈。

考虑到我们多年来接受的帮助范围十分广泛,要挑出几个人来感谢实在是艰巨的任务,但是,我们如果不提到近年来帮助做出“理解创业融资”项目的圣约翰创新中心高度负责的团队,那就是失职了。这些团队成员包括保罗·安、凯特·阿特金斯、玛西·贝尔、大卫·佰福德、安德烈·柯克顿、彼得·考利、休·爱德华兹、约翰·古吉尔、理查德·莫斯利、休·帕内尔、亚历克斯·施密特、米兰达·韦斯顿·史密斯和鲍勃·韦斯特里普。

另外作者们也要分别表达他们的感谢。

艾伦要感谢坤冈萨罗·德·巴斯康塞洛和和巴里·詹姆斯对众筹部分的贡献。感谢乔纳森·米尔纳和皮尔格里姆·比尔特通过各自的案例研究加强了文章的真实性。感谢企业家学习中心和剑桥贾奇商学院的同事多年来提供的真知灼见,能够获得并分享这些真知灼见是件非常荣幸的事。

对于金融危机以来在“走近金融专家组”进行的启发性讨论,大卫要特别感谢雷·珀曼、戈登·默里和理查德·罗伯茨。乔纳森·沃克(斯坦福大学 Sloan 项目,2005 级)和科特·斯塔姆伯格(斯坦福大学 Sloan 项目,2005 级)为如何在硅谷创业、风投如何评价其投资等方面提供了许多深入见解。大卫同时还要感谢圣约翰的同事容忍这本书的写作对他原本安静性格的影响。

马丁想感谢安德鲁·伯克、施特菲·何索和朱莉·西尔维斯特帮助他形成关于创业企业成长和融资的核心观点,感谢他在 Psonar 的联合创始人雷·安德森和理查德·厄温给予他实践的机会。最后他也要感谢他的伴侣凯特·巴克森德尔容忍他把这么多时间花在计算机前。

最后,我们都非常感谢 Elliott & Thompson 的奥利维亚·贝斯女士,虽然我们不断拖延书稿的最后期限,但她采取了非常宽容的态度。借用已故的道格拉斯·亚当斯的话说:“我喜欢最后期限。我喜欢最后期限从空中飞过的嘶嘶声。”

前言

永远不要浪费一次好的危机提供的机会。

——尼可罗·马基雅维利

本书涉及的内容

《初创企业如何融资》这本书主要介绍聪明的资金和提供资金的各类人群，帮助企业尽可能容易地找到适合自己企业的融资类型。这本书可以视为《聪明的企业家：如何开一家成功的公司》^①（简称《聪明的企业家》）的姐妹篇。《聪明的企业家》一书主要论述如何处理企业家在管理公司的过程中可能遇到的问题，《初创企业如何融资》则聚焦如何为企业筹集和管理资金，尤其是新成立的或者小规模企业。

在过去的30年里，世界上大部分地方，不论是发达地区还是发展中地区，都逐渐认识到企业家精神带来的不断扩大的机遇。不光是单纯的经济潜力，人们的生活也正在改变：通过使用精简冷冻库和智能手机，印度的农民和渔民可以完成许多以前无法想象的事情^②；正如随着科技的进步，分子层面的活细胞结构分析推动了医疗保健的变革^③。然而，具有讽刺意味的是，在无声的社会经济变革中，融资的提供从20世纪70年代到现在几乎没有取得进步，直至2007—2008年的金融危机触发了它发展的机遇。

在过去的20年里，银行和决策者选择性地无视了一桩尴尬的事实：财富都被用在了买卖各种乱七八糟的二手房贷上，而不是用在支持成长中的企业进行行业知识学习和关系管理这类更耗费精力的事情上。美联储（中央银行）前任主席保罗·沃尔科（Paul Volcker）曾说过，“ATM是他能想到的唯一对社会有益的金融

① 著者：Bart Clarysse 和 Sabrina Kiefer(London: Elliott & Thompson, 2011)。

② 例如，参看 Navi Radjou, Jaideep Prabhu 和 Simone Ahuja, *Jugaad Innovation: Think frugal, be flexible, generate breakthrough growth* (San Francisco: Jossey-Bass, 2012); Vijay Godindarajan and Chris Trimble, *Reverse Innovation* (Boston: HBR Press, 2012); C. Prahalad, *The Fortune at the Bottom of the Pyramid* (Cranbury, NJ: Pearson Education, 2009)。

③ 参看 www.abcample.com。

发明”^①。这句看似夸张的讽刺还是有一些事实基础的。幸运地是，在金融危机的影响下情况有所好转。天使投资人重燃了对投资的兴趣，众筹迅速发展，新的银行开始成立，公司风险投资得到了更多关注，政府也开始采用新的方法来制定金融条例和行业政策，包括重新引入用于支持关键项目的政府拨款。

本书这一章节旨在完成以下三个目标。

内容 概述本书内容，介绍作者及其经验和策略。除此以外，我们还会尽可能清楚地阐述我们所理解的企业家精神是什么样的。

框架 提供一个在当今环境下融资的概念地图。包括重要的趋势、有用没用的事情，以及你的公司在不同发展阶段所适合的投资类型。这一领域正在快速地变化，所以了解最新信息极其重要。

方法 最后，本章将简要列出一些“能做的和不能做”的事情，本书的最后几章会详细讲述这些内容。我们其中一位作者曾担任英国陆军指挥官，多年来我们从他那里学到了英国陆军下达命令的有效办法：“不断重复。先说你将要告诉他们什么，再说具体内容，最后复述你刚刚说的内容。”

背景：关于作者

这些年来，我们三位作者都以某种方式参与过企业的建立，具体说就是为新成立的企业筹集资金。我们都有经营公司和管理风险资金的经验。此外，我们还投入了很多时间用于给成长中的企业家提供指导，教他们如何建立成功的商业，如何筹集聪明资金。一直以来我们不断参与各种活动，比如，做关于商业模型的演说，筹集和管理资金，判断商业计划的竞争力，监控启动阶段的公司等。这些工作使我们积累了大量相关经验，最终想到了写一本书来记录这些内容。

我们写这本书的目的，是提取我们以往的经验，并将之精简地记录下来。这都是在过去三十多年中我们和一些具有献身精神的企业家一起工作的时候逐渐总结出来的。在这本书中，你将看到的是我们切身体会过的经验。我们并不想夸张或者骗人，说看这本书的过程完全等同于你自己通过沉思和反复试验得到的结果，不过我们确实希望这本书可以给你帮助，为你节省为新项目筹集资金的时间。

我们三人均来自剑桥。对于创业来说，剑桥是一个再好不过的地方。虽然它的总人口只有约 115 000，但在不到 50 年的时间内，这座城市已经从一个仅仅靠古老大学闻名的偏远的芬兰区集镇，变成了整个欧洲最成功的科技集聚地。这里已经诞生了 10 个市场估值达到 10 亿美元以上的公司和 2 个估值大于 100 亿美元的公司。剑桥有 1 525 多家高科技公司，共雇用了 53 000 多名员工。2011 年，这些公司的营业总额加起来超过 118 亿英镑。

^① 华尔街日报[N]. 2009-12-19.

尽管从 SVC2UK 调查的结果来看,在英国能够扩张规模的公司数量只是美国的一半,但是剑桥正在开辟一条成立和扩建高科技公司的道路。Arm 和 Autonomy,就是在剑桥建立的两个市场总值超过 100 亿美元的公司。其他 10 个市场总值超过 10 亿美元的公司分别是: Abcam, AVEVA, CAT, Chiroscience, CSR, Domino, Ionica, Marshall, Solexa 和 Virata。剑桥所有的公司加起来产生了价值至少 500 亿英镑的市场总值。^①

在计划写这本书的时候,我们曾担心我们的经验会过于依赖“硅沼”的环境,担心我们会成为井底之蛙那样的观察者。然而,随着项目的展开,我们渐渐意识到,正是因为“硅沼”这样一个欧洲最活跃的企业家社区中,我们作为实干家脚踏实地工作过,才能讲述这么多特别而又生动的例子。剑桥好似一块巨大的磁铁,吸引着世界各地企业家和决策人。在家门口工作是成为世界公民最容易的方法之一。我们经常和世界各地的海外创业者交流互动,除此以外,艾伦已经是一位非常受欢迎的创业融资演说家,经常被邀请至各地做演讲,比如中国、芬兰和巴西。

首先,我们努力使这本书富有教育性,同时尽可能通俗易懂。我们详细地描绘了在创业各个阶段需要了解的关键细节,然而,《初创企业如何融资》一书绝对不想沿袭那些晦涩难懂的砖块似的大部头金融书的风格,即那些你在上了 MBA 或者类似课程后会想要卖掉的书。关于本书最重要的一点就是内容易于理解,便于记忆。

其次,我们都不乏遗憾地注意到,商业生活的毒药正在侵蚀着企业家的世界,就是那些自封的“专家”。很有可能你会经常发现 E-mail 收件箱里充满了一些垃圾邮件,试图说服你去参加那种历时一天(或一星期)的商业研讨会。这种活动一般以一个主讲人为中心,由他的厚脸皮和闪闪发光的证书作为主要道具,从你那儿收取一大笔学习费用,而你得到的则是一份无比简单但是经过巧妙包装的“秘方”,据说能帮你解决所有的管理问题。我们恳切地希望本书不会给你这样的印象。管理企业是一门复杂的、目前为止还没有充分发展的学科,没有单一永久的解决方案。在我们努力做到清楚阐述的同时,也没法假装一直会有简单的方法。

再次,我们希望尊重读者的理解能力。很多商业书籍都有这种令人郁闷的举动,会在每个声明和例子旁加上告诫,诸如“仅作参考用”“行动前须咨询专家意见”或者最糟糕的“一方面来说确实是这样……但另一方面……”这样的话,就好像有一个监察官坐在作者旁边逼迫他这么做似的。

最后,很长一段时间以来,我们在企业融资这个领域没能够做到实话实说。但

^① <http://blog.duedil.com/post/37782025436/cambridge-europes-most-successful-tech-cluster> [posted December 2012]. 本书作者之一艾伦·白睿是 Dornino 的首席执行官。SVC2UK 是 LinkedIn 部分创始人领导的一个组织,旨在每年把顶级硅谷投资商带到英国。网站: www.svc2uk.com.

现在,如果我们觉得对于“瞪羚”企业,即至少每三年扩大一倍的高新技术企业来说,某件事情浪费时间,或具有误导性,或者不合适,我们会告诉你。

更多背景:什么是企业家精神?

有一回,一位采访者问出了我们都想问的一个问题:“聪明的人应该知道更好的办法吗?”巴菲特(Buffett)回答说,确实是这样,但是某种情况下好的主意会“自然发展”到坏结果。他称这一过程为“三者”。首先是创新者,能看到别人看不到的机会;其次是模仿者,复制创新者的成果;最后是愚钝者,在贪婪的驱使下取消或破坏了那些他们想要用以致富的发明。^①

当我们带领你参与到关于聪明企业家的全方位讨论中,探讨企业家们实际上在做什么的时候,给出一个本书整体内容的背景是很有帮助的。我们会预先设定好我们所理解的企业家精神到底是什么,并指出企业家和其他种类的企业管理所大不一样的地方。^②

在过去两百年中,关于企业家的分析逐渐区分出了几个不同的角色和关键特征。在艾玛尔·拜德(Amar Bhidé)^③的调查中第一次明确建立了一个由温贝托·巴雷托(Humberto Barreto)^④首先提出的框架:“巴雷托将历史上企业家在经济活动中扮演的角色分成了四类:协调配合、套利、创新和承受不确定性。”^⑤

在以上角色分析中,企业家协调配合的角色是让-巴蒂斯特·萨伊(Jean-Baptiste Say)(1767—1832)鉴定出来的。拿破仑(Napoleon)曾经坚持要求他修改他的作品《政治经济学概论》(1803),使其中的论调能更和谐地保护战时经济。萨伊认为企业家是“不同阶级生产者”之间以及生产者和消费者之间“沟通交流的连接”。

萨伊和理查德·坎蒂隆(Richard Cantillon)(1680—1734)认为承担风险是企业家至关重要的角色,而且萨伊认为这和土地、劳动力和资金一起组成了生产的四个要素。农民等生产者需要付出固定成本投入购买种子或者劳动力,但是对于收获他们不会有一个确定的回报。同样地,按顺序来说,这件事情对于中间商、批发

^① Bill Taylor, *Wisdom of Warren Buffett: On innovators, imitators, and idiots* HBR Blog Network, [2008-10-9], http://blogs.hbr.org/taylor/2008/10/wisdom_of_warren_buffet_on_imi.html.

^② 本章大量参考我们之前的一些工作:David Gill, Tim Minshall, Craig Pickering and Martin Rigby, *Funding Technology: Britain forty years on* (Cambridge: University of Cambridge Institute for Manufacturing, 2007), p. 16. 可在本网站获得:www.etcapital.com/britain.pdf.

^③ *The Origin and Evolution of New Businesses* (New York: Oxford University Press, 2000).

^④ <http://www.depauw.edu/news-media/latest-news/details/24722/>.

^⑤ Bhidé, p. 6.

商和零售商也是一样的。“坎蒂隆认为企业家肩负着重要的经济功能,他们在不知道有多少消费者会买最终产品的情况下就投入资金够买原料。”^①

至于风险和承受不确定性,美国经济学家、“芝加哥学派”创始人之一弗兰克·奈特(Frank Knight)(1885—1972)曾对它们做了区分。风险是指一些会循环发生并且可以通过保险来消除的东西,不确定性则必须由企业家自己承担,不能通过保险抵消。不确定性的重要程度可以用来解释为什么在某些长远来看总是获益的行业中,企业家可以自由地进入或退出,至少是不费什么损失地退出。

“奥地利学派”并不把企业家看作风险承担者。约瑟夫·熊彼特(Joseph Schumpeter)(1883—1950)的著名观点是:企业家是创新者,他们在“创建个人王国的梦想和信念”的激励下用“创造性破坏”的方法领导新行业的建立。他说:“明显地,风险总是落在生产资料或者货币资本拥有者的身上,因此照这样看永远也不会落在企业家身上。”^②

除了以上的高级别的判断,奥地利学派的其他一些成员,例如伊斯雷尔·柯兹纳(Israel Kirzner)(b. 1930)和弗里德里希·哈耶克(Friedrich Hayek)(1899—1992),定义了企业家的套利角色。在社会主义经济或者中央计划经济中,官僚或者决策人并没有动机寻找由供需决定的平衡价格,但是在市场经济中,在利润的驱策下,企业家们会想方设法以更高的价格卖出他们所买进的东西,通过这样的利润套利市场会被推向平衡。

你也许会想,企业家同时维持四个角色是一件不可能的事情。毕竟,如果熊彼特的观点是对的话,那么由于创新者会扫除保守势力,他们就不再是风险承担者,这样坎蒂隆所说的就是错的。更现实一点的观点是,企业家需要拥有一定范围内的技能和特性,在不同的情形下展开相应的不同表现。这种潜在的模式可能包含以下方面。

- 做大现有的蛋糕。协调者、风险承担者和套利者都会做到这点,即使在他们没有创造新产品的时候。
- 比一般人更能适应在不确定的环境下展开工作,并且一步一步地把不确定性转化为可以控制的风险。
- 能够被利润和一点愿景所激励,创新可以带来这种影响,你会想:“这么多人正在用我的软件!”虽然在商业环境中利润始终是一大动力,但在我们的经验中,很多最成功的企业家都患有良性利己主义综合征,他们在赚钱的同时努力想让这个世界变得更美好。

① Bhidé, p. 6.

② Joseph A. Schumpeter. *Business Cycles: A theoretical, historical, and statistical analysis of the capitalist process* (New York and Maidenhead: McGraw-Hill, 1939).

在发展相对成熟的公司或者行业中，企业家和管理者的区别可能最重要的一点就是企业家会创造性地扩展整个企业。真正的创新者与其他那些以寻租和简单文件操纵为工作的人还是存在大量差异的，正如保罗·沃尔克在金融市场的所谓工程师那里所发现的：

我坐在一个金融工程发明家旁边。我不认识他，但知道他是谁并且知道他是一名诺贝尔奖得主。我用手肘轻轻推了推他，问他，金融工程都为经济和生产力的发展做了什么贡献？

他倾斜过来，在我耳边说出一个使我万分惊讶的答案：什么都没有。没错，这位金融工程界的领袖就是这么说的。接着我问他，那么金融工程做了些什么呢？他说，它使得借贷的钱款得以在整个金融系统里流动，而且，它是一种可作为消遣的有趣的脑力活动。^①

读者们，你们的国家需要你们：脑力劳动乐趣（以及一小部分群体超越了贪婪而进行的捞财）已经导致了经济和商业贷款的长期衰退（见图1），在这种情况下，

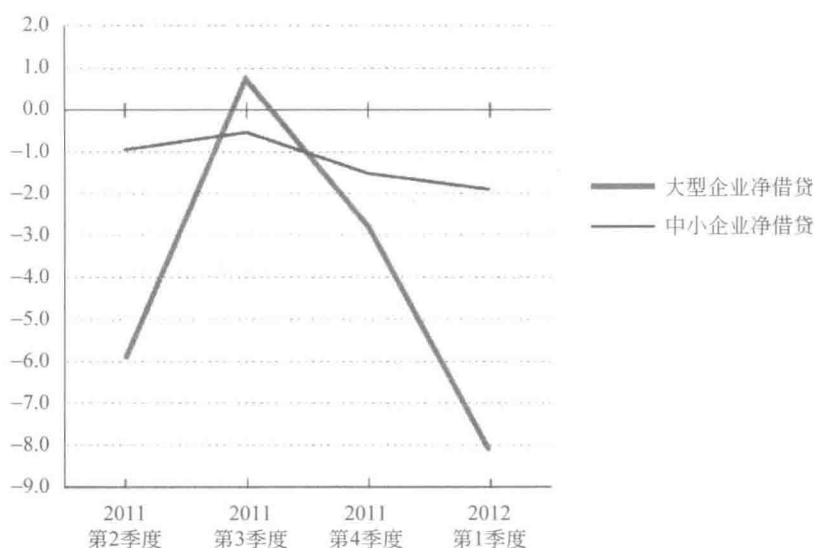


图1 英国银行向商业部门的净借贷（2011—2012）

来自英格兰银行《借贷趋势》，2012年7月

数据来源：www.bankofengland.co.uk

^① Paul Volcker, 《华尔街日报》引用, 2009年12月14日。企业家并没有反对知识乐趣。经济学家们把寻租定义为：“通过操作经济活动所处的社会或政治环境来获得经济租金而不是通过创造新财富。一个例子就是在政治游说上花钱以获得创造的部分财富。”参看 http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_rent。

只有真正的企业家才能领导这个世界。“那些没有畏惧之心的人，像路人甲和路人乙，他们肆意毁坏东西和生命，然后躲藏到金钱铸成的堡垒后面，或者用巨大的漠不关心武装自己，又或者用其他任何方法。总之，他们能保持自己镇定自若的状态，尽管把残局丢给其他人去收拾。”

框架：当今的金融和投资环境

用于勘察的时间很少是浪费的。

——麦克弗森·罗伯逊爵士(1860—1945)

在以下关于“风险投资趋势”的段落中，我们会讨论建立你自己的数据库的方法。同时让你了解特定的基金或者联合天使投资人会应用的标准，也就是参考投资人近期还做了什么投资，他们一般会投资多少钱，他们的投资周期通常是多长，等等。在接下来的几页中，我们会稍微扩展一下视角来研究整体市场的情况，包括观察更广阔的局面，了解需要知道的关键趋势，因为这些会影响个人投资者的行为。^①

有句话夸张中也包含事实：“所有的政治都是地方政治”，类比一下会发现企业投资也适用这条结论。因为处于某个特定环境通常是取得成功的重要因素，其中包括发挥领域专长，知道要咨询谁或者招聘谁，知道找谁帮忙，从哪里得到许可这些事情；也因为启动投资常常是一件需要手把手完成的活动，远比惯例性地查看季度管理报表复杂得多：因此企业界的投资者很少参与国外的投资。相应地，我们的评论和意见会集中偏向于英国，不过我们也会在适当的时候提到别的国家。

金融地理

世界上有已知的已知信息，即那些我们知道我们已经了解的信息。

有已知的未知信息，即我们知道存在一些我们不知道的信息。但是还有未知的未知信息——那些我们甚至不知道我们不知道的东西。(唐纳德·拉姆斯菲尔德，美国国防部长，2002.2)^②

首先，理解你在整个环境中的未知对你是很重要的。图2用图画形式表现出了一个概念模型，这个概念模型存在于本书提出的大部分策略中。简单来说，你越是清楚地知道你处在横轴的哪个位置(从准备阶段到稳定成长阶段)，你就越能精

① 菲茨杰拉德，伟大的盖茨比[M]。(New York: Charles Scribner's Sons, 1925)，第九章。

② www.youtube.com/watch?v=GiPelOiKQK。

确地根据你所在的发展阶段定位合适的投资人,并且能知道他们的主要看重的事项,在融资计划书中展现你的案例的时候,能让他们了解他们的需要可以被满足。

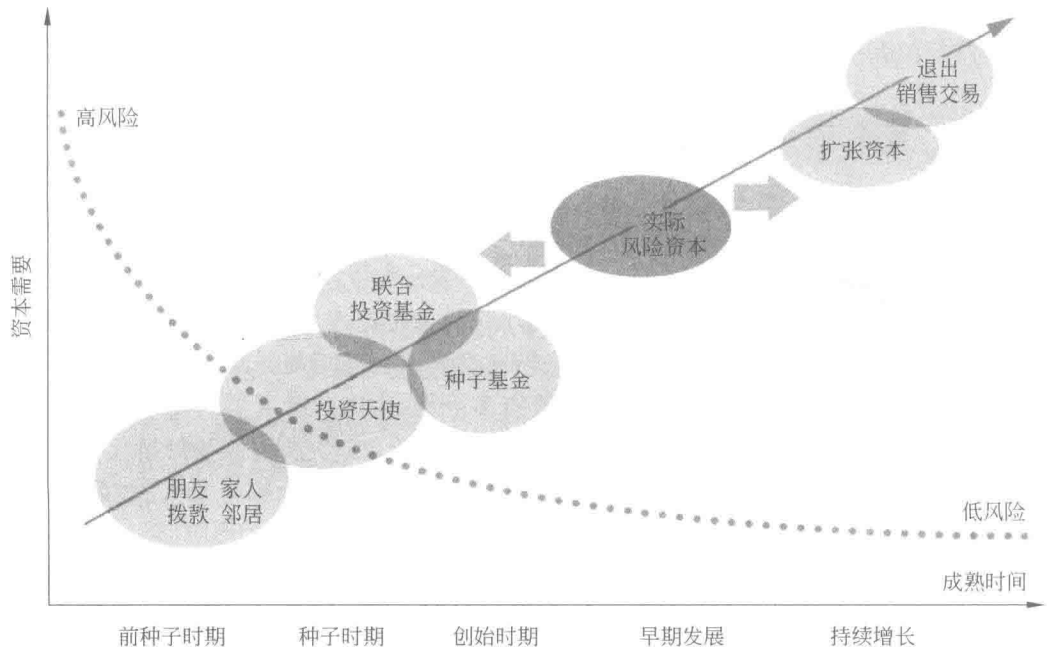


图 2 风险金融推高融资规模

ECFs=企业资本基金(Enterprise Capital Funds)见下文第 17 页

其次,随着时间流逝,你的公司会成长,并且将从稳定的成长、大范围的产品、品牌认同和管理经验上获得收益。公司融资的总量也许会因为从第三方得到的资金而增长,但是你的风险等级应该减小——你将会从种子阶段的“不知道未知信息”时期,即你还不能辨别或量化做一个知情决定需要的所有数据的时候,过渡到银行集资阶段的“知道已知信息”时期,那时候你将会有多年来从经验得出的数据辅助决定,比如关于在什么市场以什么价格投放什么产品。^①

最后,从融资图中,你会看到许多代表不同投资类型的泡泡互相重叠或者至少有交叉。把这些想象成你穿过湖面的时候脚下踩着的石头。有时候,在石头堆的帮助下,你可以相当简单并且毫无压力地漫步过去。但是在路途中间,很可能你需要苦苦寻找走过一片又深又黑的湖面的方法:很多年以来,在欧洲的多数地区,本该用来防止成长中的企业在路途中间掉进水里的踏脚石,逐渐变少。

找到“有用的风险资金”使其在早期成长时期帮助照顾你的企业,这一阶段正

^① 欲了解金融市场难以预测时间的可能性计算和不成比例影响,请参看 Nassim Nicolas Taleb, *The Black Swan* (London: Penguin, 2008)。

变得越来越困难,原因我们将在下文加以详细地讨论。这本书的目的之一,就是帮助你在看似不可能战胜的困难面前找到一条活路。

与此同时,作为一项市场意识的测验,你可以先看看图 3。作为总体商业融资的一部分,新的资产、“家人、朋友和傻瓜”以及拨款只有不到 1/4 的公司能够采用。你要把自己视为被选中的少数人。

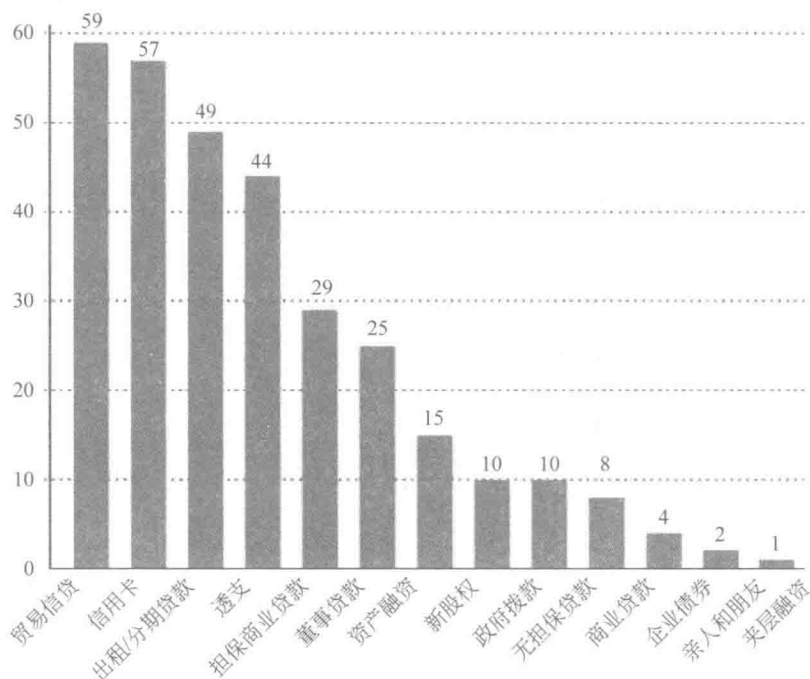


图 3 英国商业融资来源(公司类型百分比)

数据来源: *Results from the 2010 Finance Survey of Midcap Businesses*, Department for Business, Innovation & skills, December 2010, URN 10/p108, pp. 9-11.

经济繁荣前后

“这是一个与众不同的时期”,这句话曾被描述成英语中最昂贵的几个字。^①市场屈服于非理性繁荣,大家自欺欺人地认为估值的原理被重新发明了,然后把价格抬高到令人眼花缭乱的水平,令人震惊和气愤,直到钟摆重重地摇摆向相反的方向。

^① 参看 Carmen M. Reinhart 和 Kenneth Rogoff, *This Time is Different: Eight centuries of financial folly*. (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009).

向,每代人至少会经历一次这样的事情,而且越来越频繁。^① 仅在过去的15年中,这种情况就发生了两次,至今仍在冲击着创业金融。

(1) 首先,互联网泡沫和萧条。互联网改变了顾客和公司或其他人做生意的方式,从大约1997年开始,许多投资人对互联网的潜力表现得过于热情。截至2001年3月,在最受欢迎的科技股票市场纳斯达克上市的早期阶段公司目睹了他们的企业价值崩塌,并且随着这件事情,整个投资链,从风险资金和天使投资到家庭和朋友的资金都遭到了破坏。^② 在忧郁的阴影中过了大概两到三年后,市场以更大的活力回弹了,所以:

(2) 从最近来看,一场影响范围更广的金融危机在2007年8月开始,由次级贷款支撑的价值数十亿美元的证券不再能被稳健地估值,危机愈演愈烈,直到2008年9月15日,重要的投资银行雷曼兄弟宣布破产。^③ 在长达一两个星期的时间内,整个银行系统面临崩溃,以至于发达国家的整体经济活动都活力大减。^④

这些事情造成的结果就是,从2008年年底开始,相较于经济迅速增长的之前五年,中小型企业融资的大部分方式都变得更难办。这并不是说你作为一个寻找资金的企业家就要悲观;而是以现实角度说明,你需要了解更多的信息和事情,做更好的准备,有一个更加坚持和现实的态度。阅读这几页内容所花的时间可以作为你花在总体考察上的时间。

风险资金的趋势

即使是在金融危机之前,利润或盈利阶段之前的真正风险资金就已经逐渐难以获得。每一年,英国风险投资联合会(BVCA)都会回顾其成员一年间的活动,运用多种方法进行分析,包括看每个交易阶段分别得到了多少投资,类型从小型的风险交易到更大规模的已创建公司的重组,比如说通过管理层收购(MBO)或者管理层换购(MBI)进行。

^① 在当代,从这一周期中获利的往往是“第二轮”创业和投资商而不是先锋投资商,想要快速了解获利频率,参看 Alisdair Nairn, *Engines that Move Markets: Technology investing from railroads to the internet and beyond* (Chichester: Wiley, 2002)。

^② 以下文章可找到关于互联网情况的不同描述: John Cassidy, *Dot. Con - the Greatest Story Ever Sold* (London: Allen Lane, 2002); Rory Cellan-Jones, *Dot. Bomb: The rise and fall of dot.com Britain* (London: Aurum, 2001)。

^③ Alistair Darling, *Back from the Brink* (London: Atlantic Books, 2011), 第6章。

^④ 这次崩溃刺激的唯一一项产业是关于这次崩溃的书。辨识最优秀的书是一项挑战,但是可参看:《金融时报》记者 Gillian Tett, *Fool's Gold: How unrestrained greed corrupted a dream, shattered global markets and unleashed a catastrophe* (London: Abacus, 2010); 前所罗门兄弟公司债券交易商 Michael Lewis, *The Big Short: Inside the doomsday machine* (London: Penguin, 2011) 和 BBC 的 Robert Peston, *How Do We Fix This Mess?* (London: Hodder & Stoughton, 2012)。

既然大型交易需要更多的资金,那么总体来说 MBO 比风险企业融资筹到更多的钱就是一件很自然的事情了,但是这个差距的大小以及在资金管理的制度层面上风险投资领域的崩塌还是很值得注意的。图 4 描绘了这在实际中表示的意义。图 4 表现了 BVCA 成员投资的趋势,他们大多数是基金经理。在最近可获得的 2011 年数据中,34.7 亿英镑投给了早期/创业阶段企业,相比较而言,295 亿英镑投给了 MBO 或 MBI——比例约为 1 : 8.5。这个早期对后期的比例在 2007 年金融海啸之前甚至更高,达到了 1 : 17(43.4 亿英镑对 752 亿英镑),更加反映了经济增长过快到超出控制的严重程度。缺少早期投资的话,就会很难看出新交易,包括 10 年之后的潜在 MBO 是从哪儿来的。^①

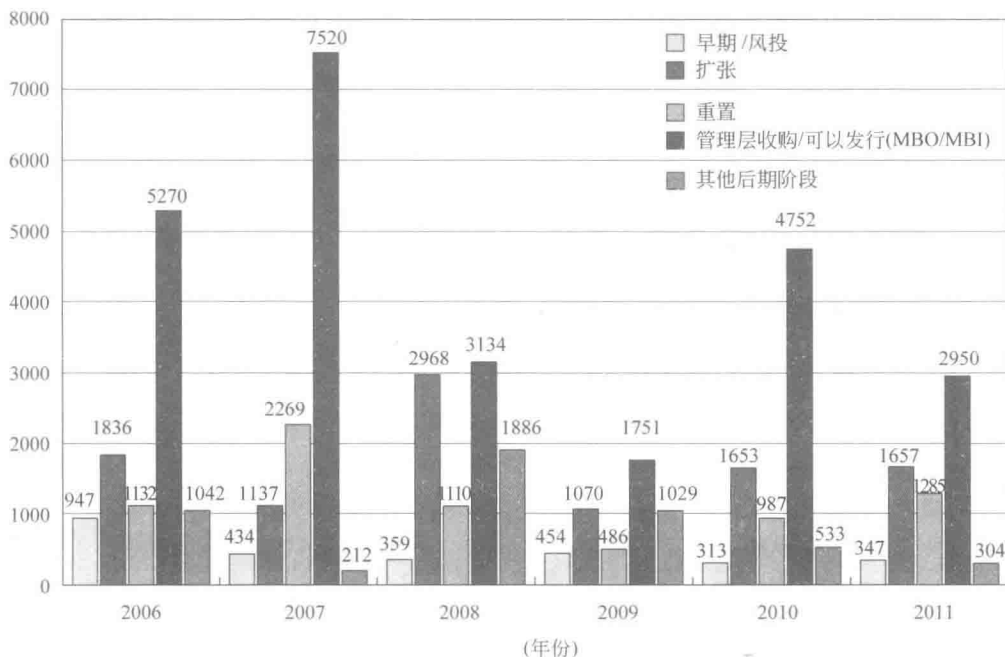


图 4 BVCA 成员阶段投资, 2011 年 12 月

数据来源: BVCA 投资活动私募股权基金和风险资本报告, 2011, p. 3

为什么风险投资常年不受关注、在机构投资圈中不受欢迎呢? 答案的一个主要部分是业绩记录。从长期回报的角度看,“风投”和另外一个关键种类“技术”总是比别的阶段和类型表现差: 收购市场的内部收益率十年来一直在 15% 左右,但

^① BVCA 投资活动私募股权基金和风险资本报告, 2011。

参看 http://admin.bvca.co.uk/library/documents/RIA_2011.pdf。

是风险投资和科技类投资的回报一直在 0 上下徘徊^①，如图 5 所示。

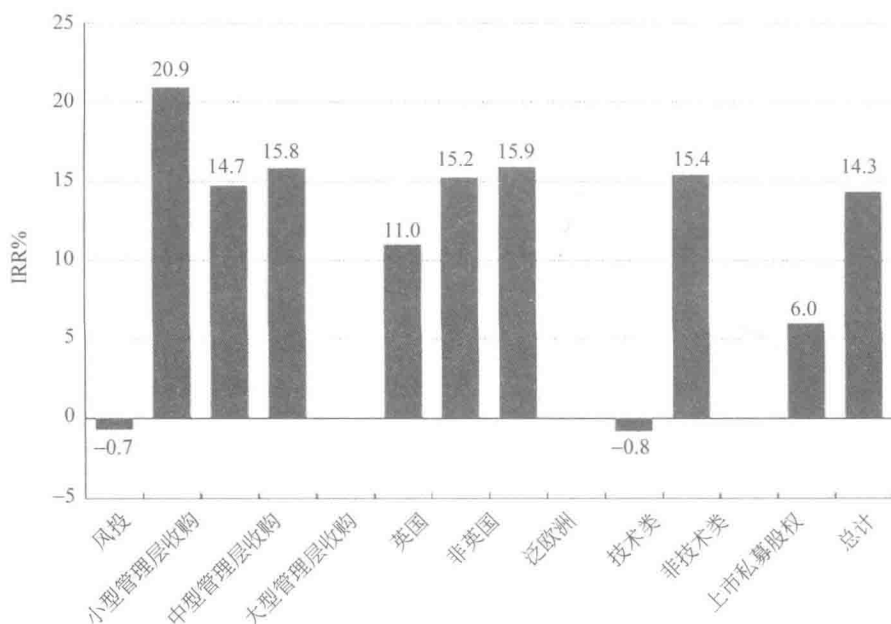


图 5 BVCA 阶段长期收益和次分类,2011 年 12 月

数据来源: BVCA 私募股权基金和风险资本表现衡量调查,2011 年,第 5 页

近期大量报告指出,风投和科技类并不是天生携带糟糕的运气,尽管跟其他多样化的投资比起来他们可能表现出更大的不确定性。现在已经知道的可以提高风险资金质量的因素包括:

- 高质量交易的流通
- 广泛的地理覆盖
- 更大的资金量
- 进行后继投资的能力
- 及时退出投资的能力

因此在政策上吸取的教训就是:

过去英国的很多政策干预和一些常见的问题产生了冲突:想要实现的目标太多;规模太小;潜在投资的资金被限制;并且设置了不合实际的时间范围。然而,近期的政府计划(如 ECFs)已经改进了许多缺陷,致力

^① BVCA 私募股权基金和风险资本报告表现衡量报告,2011.

参看 [http:// admin. bvca. co. uk/library/documents/Performance_Measurement_Survey_2011. pdf](http://admin.bvca.co.uk/library/documents/Performance_Measurement_Survey_2011.pdf).