



FENGXIAN TOUZI YU ERBAN SHICHANG

风险投资



二板市场

吴自力 赵广辉 著

广西人民出版社

本书作者



吴自力 中社网
信息产业公司专
职董事，从事了
大量的风险融资
实践。



赵广辉 北京航
空航天大学经济
管理学院804教研
室硕士研究生。中
国法律服务网创
始人。

策 划\ 区尚明
责任编辑\ 陈 红
封面设计\ 山 水
版式设计\ 韦洁琳

目 录

第 1 章 风险投资概论	1
一、风险投资定义	1
二、风险投资的特征	2
三、风险投资分为四个投资阶段	2
四、风险投资原理	7
五、风险投资的退出方式	10
六、风险投资和传统投资结合的几个衍生形式	13
第 2 章 风险投资历史	16
一、风险投资的起源	17
二、风险投资发展的低谷	18
三、风险投资的扩张与大发展	20
第 3 章 风险投资运作	26
一、关于风险投资和风险投资家	26
二、风险投资机构盛行的原因	28
三、风险投资的运营过程	29
四、美国风险投资运作情况	31
五、国外风险投资的运作	33
第 4 章 风险投资机构分析	37

一、风险投资机构的组织形式	38
二、风险投资机构的特点	43
三、风险投资机构资本构成分析	45
四、投资业务分析	48
五、投资制度分析	50
六、风险投资机构的投资准则	52
七、投资条件分析	54
八、我国的风险投资机构发展	54
第5章 风险融资策略	58
一、组建完整的创业团队	59
二、制定完善的经营计划书	60
三、选择适合的风险资本	61
四、谈判中的公司价值评估和股权问题	63
第6章 如何写好商业计划书	65
一、明确自己的市场定位	66
二、说明自身的产品和服务	67
三、进行周密的市场分析与论证	68
四、讲明自己的管理状况	70
五、完整而合理的财务预算	70
六、不要回避经营风险	72
七、撰写一个好的摘要	72
第7章 8848 网站风险融资案例研究	74
一、8848 风险投资认可的网络电子商务	
概念树立	74
二、8848 电子商务成功所需基础设施和方案的	
策划及实施	76

三、组建让风险投资认可的管理团队	81
四、8848 坚持让风险投资认可创新理念	84
五、8848 进行了详细周密的融资计划	85
六、8848 境外上市计划让风险投资顺利退出	87
第 8 章 二板市场上市融资的一些定义	91
一、境外直接上市定义	91
二、境外间接上市定义	92
三、第一次公开上市(IPO)中英文定义	92
四、路演(Roadshow)中英文定义	93
五、二板市场定义	93
六、保荐人(Sponsor)定义	93
七、做市商(Market Maker)定义	94
第 9 章 如何去纳斯达克市场融资	95
一、纳斯达克 NASDAQ 证券市场综述	96
二、NASDAQ 证券交易所上市条件和上市 制度分析	109
三、NASDAQ 的交易系统	113
四、我国高新技术企业如何去纳斯达克市场 融资	115
第 10 章 如何去香港创业板上市融资	127
一、香港创业板综述	128
二、香港创业板的上市规则	142
三、创业板与主板市场比较	146
四、国内企业去香港创业板上市所要做的工作	161
五、我国高新技术企业如何去香港创业板上市	

.....	164
六、总结	172
第 11 章 中国二板市场综述	173
一、中国二板市场概论	174
二、中国二板市场最新规则研究	175
三、中国二板市场对国内高新技术企业 融资的影响	184
四、中国二板市场投资者面对的问题	187
五、高新技术企业面对二板市场的对策	188
六、总结	190
第 12 章 世界其他二板市场介绍	192
一、世界二板市场总论	192
二、温哥华创业板市场	197
三、新加坡 SESDAQ 二板市场	199
四、韩国 KOSDAQ 二板市场	203
五、台湾柜台买卖市场(OTC)介绍	204
六、日本的柜台交易市场(OTC)	206
七、英国的另项投资市场(AIM)	209
八、马来西亚自动报价市场(MESDAQ)	212
九、总结	213
第 13 章 我国高新技术企业海外上市融资策略 ...	214
一、我国高新技术海外上市的创业板 选择策略研究	215
二、去海外上市的策略分析	220
主要参考资料	229

第 1 章

风险投资概论

一、风险投资定义

风险投资(Venture Capital)是指投资人将风险资本投向刚刚成立或快速成长的未上市新兴公司(主要是高科技公司),在承担很大风险的基础上,为融资人提供长期股权投资和增值服务,培育企业快速成长,数年后再通过上市、兼并或其他股权转让方式撤出投资,取得高额投资回报的一种投资方式。

风险投资有六个要素:风险资本、风险投资人、投资对象、投资期限、投资目的、投资方式。

二、风险投资的特征

典型的风险投资往往具有以下几个基本特征:①投资对象多处于创业期(Start-up)的中小型企业,而且多为高新技术企业。②投资期限至少在5年以上,投资方式一般为股权投资,通常占被投资企业15%~20%的股权,而不要求取得控股权,也不需要任何担保或抵押。③投资决策建立在高度专业化和程序化的基础之上。④风险投资人(Venture Capitalist)一般积极参与被投资企业的经营管理,提供增值服务。除了种子期(Seed Stage)融资外,风险投资人一般也对被投资企业以后的发展阶段的融资需求予以满足。⑤由于投资目的是追求超额回报,当被投资企业增值后,风险投资人会通过上市(IPO)、收购兼并或其他股权转让方式撤出资金,实现增值。

三、风险投资分为四个投资阶段

一般来说,一个高新技术项目的产业化,通常划分为四个阶段:技术初始研发和创意阶段、产品创新阶段、产品扩散阶段和工业化大生产阶段。每一阶段的完成和向下一阶段过渡,都需要资金的配合,而每个阶段所需资金的性质和规模都是不同的。根据上面的阶段划分风险投资,分为四个阶段:种子期投资、导入期投资、成长期投资、成熟期投资。

1. 种子期(Seed Stage)投资

种子期是指技术初始研发和创意阶段。这一时期的资金需要量很少,从创意的酝酿,到实验室样品,再到粗糙样品,一般由科技创业家自己解决。有许多发明是工程师、发明家、企业优秀人员等在进行其他实验、工作和活动时的突发奇想(Idea),但这些突发奇想,在原有的投资渠道下无法变为实际产品,并进一步形成市场产品,于是发明人就会寻找新的投资渠道。这个时期的风险投资称作种子资本(Seed Capital),其来源主要有:个人积蓄、家庭财产、朋友借款、公司投入、申请自然科学基金,如果还不够,创业者就会寻求专门的风险投资家和风险投资机构。

要得到风险投资家的投资,仅凭一个突发奇想(Idea)是远远不够的。最好能有一个样品,或者成立一个原始的小公司、小企业。然而,仅仅说明这种产品的技术如何先进、如何可靠、如何有创意也是不够的,市场才是最具有说服力的,必须对这种产品的市场销售情况和利润情况进行详细的调查、科学的预测,并形之成文,将它交给风险投资家。一个新兴企业的成功不能仅凭聪明的工程师、睿智的发明家而必须懂得管理企业,并对市场营销、企业理财有相当的了解。经过考察,风险投资家同意出资,就会合建一个小型股份公司。风险投资家和发明家各占一定股份,合作生产,直至生产出正式的产品。

这种企业面临三大风险:一是高新技术的技术风险,二是高新技术产品的市场风险,三是高新技术企业的管理风险。风险投资家在种子期的投资占其全部风险投资

风险投资与二板市场

额的比例是很少的,一般不超过 10%,但却承担着很大的风险。这些风险一是不确定性因素多且不易测评,二是离收获季节时间长,因此,也就需要有更高的回报。

2. 导入期(Start-up Stage)投资

导入期是指产品技术创新和试销阶段,这一阶段的经费投入显著增加。在这一段,企业需要制造少量产品。一方面,要进一步解决技术问题,尤其是通过中试,排除技术风险。另一方面,要进入市场试销,听取市场意见。这个阶段的资金主要来源于原有风险投资机构增加资本投入。这时期投入的资本称作导入资本(Start-up Capital)。如果这种渠道无法完全满足需要,还有可能从其他风险投资渠道获得。

这一阶段风险仍主要是技术风险、市场风险和管理风险,并且技术风险和市场风险开始凸现。这一阶段所需资金量大,是风险投资的主要阶段。对于略大的项目来说往往一个风险投资机构难以满足,风险投资机构有时组成集团共同向一个项目投资,这样做也可以分散风险。这个阶段风险投资要求的回报率也是很高的。一旦风险投资发现无法克服的技术风险或市场风险超过自己所能接受的程度,投资者就有可能退出投资。这时无论是增加投资还是退出,都要果断,力戒观望。该投资时裹足不前,可能会错过一个大好的机会,并且使原有投资作用无法充分发挥;而该退出时犹犹豫豫,食之无味,弃之可惜,很可能就会陷入无底的深渊。是进入还是退出,除了科学、冷静的判断分析外,还要依靠直觉,这就是个决策艺术的问题了。这也就是为什么许多风险投资家只爱

做自己熟悉的行业的原因。熟悉的行业容易培养直觉,而直觉往往不是数学模型和统计数字能取代的。当然,这也会局限风险投资家个人的发展,特别是当这个行业不再具有巨大发展潜力时。

3. 成长期(Expansion Stage)投资

成长期是指技术发展和生产扩大阶段。这一阶段的资本需求相对前两阶段又有所增加,一方面是为扩大生产;另一方面是开拓市场、增加营销投入,最后,企业达到基本规模。这一阶段的资金称作成长资本(Expansion Capital),其主要来源于原有风险投资家的增资和新的风险投资的进入。另外,产品销售也能回笼相当的资金,银行等稳健资金也会择机而入。

这也是风险投资的主要阶段,这一阶段的风险已主要不是技术风险,因为技术风险在前两个阶段应当已基本解决,但市场风险和管理风险加大。由于技术已经成熟,竞争者开始仿效,会夺走一部分市场。企业领导多是技术背景出身,对市场营销不甚熟悉,易在技术先进和市场需要之间取舍不当。企业规模扩大,会对原有组织结构提出挑战。如何既保持技术先进又尽享市场成果,这是市场风险和管理风险来源之所在。为此,风险投资机构应积极评估风险,并派员参加董事会,参与重大事件的决策,提供管理咨询,选聘更换管理人员等,并以这些手段排除,分散风险。这一阶段的风险相比前两个阶段而言已大大减少,但利润率也在降低,风险投资家在帮助增加企业价值同时,也应着手准备退出。

4. 成熟期(Mature Stage)投资

成熟期是指技术成熟和产品进入大工业生产阶段,这一阶段的资金称作成熟资本(Mature Capital)。该阶段资金需要量很大,但风险投资已很少再增加投资了。一方面是因为企业产品的销售本身已能产生相当的现金流入;另一方面是因为这一阶段的技术成熟、市场稳定,企业已有足够的资信能力去吸引银行借款、发行债券或发行股票。更重要的是,随着各种风险的大幅度降低,利润率也已不再是诱人的高额,对风险投资不再具有足够的吸引力。成熟阶段是风险投资的收获季节,也是风险投资的退出阶段。风险投资家可以拿出丰厚的收益回报给投资者了。风险投资在这一阶段退出,不仅因为这一阶段对风险投资不再具有吸引力,而且也因为这一阶段对其他投资者,如银行、一般股东具有吸引力,风险投资可以以较好的价格退出,将企业的接力棒交给其他投资者。风险投资的退出方式有多种可以选择,但必须退出时,不可犹疑。

由此看来,风险投资的投入有四个阶段:种子期的小投入、导入期的大投入、成长期的大投入及成熟期的部分投入。它们分别对应着产品成长的四个过程。而实际上,这四个阶段之间并无那么明显的界限。企业成长的四个过程是产品寿命周期理论的观点,较常用的区分四个过程的方法是根据销售增长率的变化来区分。

四、风险投资原理

据美国曼斯菲尔德 1981 年的一项统计表明：

高新技术项目技术上成功	60%
产品推向市场	30%
成功推向市场的产品盈利	12%

因此,我们可以得出这样一个结论:一个风险投资项目从创业者原始投资加上技术获取成功,一直到风险投资进入项目,成立公司,最后生产产品,推向市场,产生盈利,大约只有 2.16% 的项目可以成功。而风险投资一般都是在高新技术项目技术成功或者市场有很大成功把握的时候才进入风险投资项目,不过即使这样其成功的最终可能性也只是在 3.6% ~ 12%。由此可见,风险投资的风险是非常大的。

既然风险投资如此大,怎么能盈利呢?或者说风险投资与赌博有什么不同呢?风险投资经过半个世纪的发展,已经建立起一套良性运行机制,使投资风险降低、投资收益率提高,所以风险投资实际成功率比人们预期要高一些。尽管投资于高新技术产业风险很大,但只要管理得当,完全可以有效降低风险,获取最大投资收益。风险投资管理可分为两个层次,即对风险投资本身的管理和对风险企业的管理。

1. 对风险投资的管理

(1) 组合投资原则

即将风险资金按一定比例投向不同行业、不同企业(项目),或联合几个风险投资公司共同向一家企业投资。在一些新兴的高新技术领域,单个项目失败率非常高,但是行业里或某一领域的所有项目成功后收益率却非常高,如果投资于多个项目就可以有效地将单个项目的风险分散到各个项目中去,用成功项目的巨额回报,来弥补失败项目的损失,而从总体上讲,风险投资将是高收益的。

(2)分阶段逐步投资原则

即高新技术企业从初创到长成将风险投资分为四个阶段(种子期投资、导入期投资、成长期投资、成熟期投资)。根据各个阶段的不同特点,确定适当比例,分期分批投入资金;一旦发现失败将难以避免,就应尽早果断采取措施,切不可优柔寡断、越陷越深。

(3)分类管理原则

风险投资人可把风险企业分为成功、一般、失败三类。①对于成功企业加大投资,强化经营管理,促使它们尽快成熟,及早在股票市场上公开上市,使收益达到最大化;②对于一般企业应保持其稳定发展,促成企业间的收购、兼并活动;③对于失败企业必须尽早提出警告,协助其改变经营方向,或者干脆宣布破产,以把风险降到最低限度。例如,美国 Kiner & Perkins 风险投资公司自 1973 年开始投资 700 万美元,建立了 17 个小企业(与其他风险公司联合投资),其中 7 个失败(占 41%)、2 个非常成功(占 12%),其余一般。1984 年该公司所持这些公司的股票市值为 2.18 亿美元,比初始投资增加 31 倍,年收益率达 37%。

(4) 风险投资主体多元化原则

在美国,风险资金来源相当广泛,既有政府、财团法人的资金,也有来自大众游资、民间企业和海外的投资,还有养老保险基金的积极参与。其实,广义地讲,谁愿意在高新技术项目上投资,谁就是风险投资人。正是因为如此,风险投资的资金来源可以说是五花八门,但是有一点可以肯定,就是资金汇集形成风险投资机构的资金后,风险投资主体只能是风险投资机构。而目前,风险投资事业除了原始创业种子投资外,后期的风险投资主体已经越来越倾向于风险投资机构,毕竟风险投资机构的投资决策比较理性。

(5) 坚持专家审查评估制度,强化对立项的约束,防止投资的盲目性

从风险投资人与风险创业者多次接触并且多次谈判,到风险投资向该企业注入第一期风险投资,每一次都是建立在专家多次论证项目的可靠性的基础上。

2. 对风险企业的管理

风险投资机构在对风险企业进行投资的同时,派出管理专家参与企业的经营决策,这就为风险企业管理的现代化提供了可能。通常采用的方法为:

(1) 管理制度规范化

当一个企业比较小时,谈不上规范化管理。可当企业发展到一定规模时就必须建立一套严格的管理规范,使企业实现由“人治”到“法治”的飞跃,避免高技术企业因迅速发展所带来的管理混乱。

(2) 组织结构合理化

企业组织应与企业的发展战略和企业的长期经营目标相适应。高新技术企业具有发展速度快的特点,这就要求企业的组织结构具备充分的柔韧性、敏感性和适应性,以适应企业快速增长的需要,减少相应的风险。同时,高新技术企业必须突出创新这一基本特征,建立以产品创新为核心的产品制组织结构。

(3) 经营决策科学化

首先,提倡群体决策,充分发挥高技术企业人员素质高的优势;其次,可建立企业信息中心,减少因信息不完全所带来的风险。

(4) 项目管理高效化

技术开发是高技术企业的核心,企业要想在瞬息万变的市场竞争中取胜,只有不断开发新产品,提高自己对技术创新的适应能力,做好技术储备。这就要求企业加强从项目的立项、开发、中试到生产等环节的科学、高效管理。

五、风险投资的退出方式

我国从 20 世纪 80 年代中期起开始尝试建立创业投资机构,至今已初具规模。但是,投资机构规模偏小,高新技术项目的市场筛选、鉴定机制还未形成,更重要的是缺乏产权流动机制,即退出机制。摩根士丹利亚洲有限公司高层认为,中国风险投资业与美国的最大差距在于风险企业还不能大规模进入初级公开发行市场,新科技公司的购并市场还没有发育。换句话说,我国尚没有二板市场。正是因为如此,中国高新技术企业才把美国

NASDAQ 市场和香港创业板市场看成是风险投资退出的最佳场所。

风险投资的退出方式主要是:公开上市、被收购兼并、企业回购股权、清算企业。

(1) 公开上市

公开上市是公认为比较好的退出方式。在国内,由于种种原因使得这条路障碍很多,难以解决大量风险投资的退出问题。例如浙江浙大辰光科技股份有限公司,是风险投资机构参与投资的企业,出资 304.51 万元,占公司发行后总股本的 2.22%,股权性质界定为国有法人股,也就是说目前无法上市流通。可见,就是这样一家幸运上市的公司,其风险投资也难以顺利退出。

(2) 被收购兼并

从风险投资业发达的国家情况来看,上市企业还是占少数,据称有 60% 以上风险投资是通过上市以外其他途径退出的,这其中主要是以被收购兼并的形式来完成的。不少欧美投资者对国内价格低廉而前景良好的企业兴趣甚浓,已有专门的投资于中国企业的投资基金,如 IDG 集团准备投资 10 亿美元到中国的高技术项目,四通利方、搜狐都有外资投入,所以将企业转让给外国投资者的机会很多。国内公司收购的例子也很多,像联想参股金山、综艺股份投资连邦软件、搜狐收购 Chinaren 网等。其中上市公司作为较早按照现代企业制度运行的经济实体,有一定资金实力,能有意识地进行资本运营,参与的收购兼并案例较多,其具体操作手法也是各种各样的。

上市公司参股高技术企业主要目的是进行多元化经营或是培育新的利润增长点,从公布的 1998 年报看,有