

创业与领导力经验教程系列

与创业 融资投资

张青 / 编著

Venture Capital & Finance

传播创业智慧与经验
提升领导心智与能力

砥砺民族精神与道商
发展管理技术与方法

深度满足实践导向、经验传承和创新思想的学习需求，既是研究生（含 MBA、EMBA、EDP）专业教育的最佳选择，也是天使投资人、创业投资人、私募股权投资人、咨询顾问、企业家、创业者实现智慧传承与思想升华的经典读本。

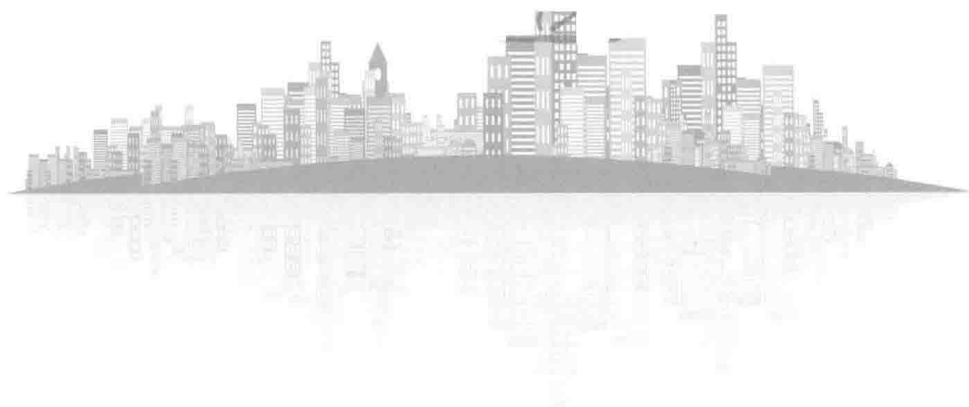
 复旦大学出版社

创业与领导力经验教程系列

创业投资与融资

Venture Capital & Finance

张青 编著



 复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

创业投资与融资/张青编著. —上海: 复旦大学出版社, 2019. 4
创业与领导力经验教程系列
ISBN 978-7-309-14170-2

I. ①创… II. ①张… III. ①创业投资-教材②企业融资-教材
IV. ①F830.59②F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2019)第 034034 号

创业投资与融资

张 青 编著
责任编辑/姜作达

复旦大学出版社有限公司出版发行
上海市国权路 579 号 邮编: 200433
网址: fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>
门市零售: 86-21-65642857 团体订购: 86-21-65118853
外埠邮购: 86-21-65109143 出版部电话: 86-21-65642845
上海四维数字图文有限公司

开本 787 × 1092 1/16 印张 17.25 字数 409 千
2019 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-14170-2/F · 2550
定价: 48.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司出版部调换。
版权所有 侵权必究

前言

中国经济增长正处于投资驱动向创新驱动转型之际,创新创业已成为提高经济增长的质量、实现结构转型的根本动力。相伴而生的是,中国经济增长方式由印钞票保增长向印股票促增长转变。印股票的创业者,有眼光的投资人将成为中国未来经济社会中的重要角色;提高创业者的融资成功率,提升投资人的投资能力,是实践界的迫切之需。

中国经济发展依赖于实体企业的成长,但实体企业的成长离不开金融的支持。新创业的创新、创业与成长过程,存在大量的融资需求,需要天使投资、创业投资、私募股权投资等基金投资的支持。这些基金皆异于银行借款的债权投资,属于股权投资。它们以追求权益增值为导向,借助于金融与实业结合、融合过程,通过价值设计、价值创造、价值防护、价值实现等路径以实现投资的增值。它们具有自身独特的运行规律,需要学界对相关的投资理论与实践进行归纳与总结,以更好地支持创新、创业。这便构成了笔者编写这本教材的初始动机。

我从事经济管理方面的教学与研究已有 25 个春秋,既目睹了中国经济改革开放的现实,也领略了西方管理学引进与中国实践融合的风采,真实地感受到管理科学的博大精深,体悟到管理理论的精妙与艺术,也意识到管理理论与实践的差距,深感立地顶天、知行合一的重要,无论是从事创业投资理论研究,还是投资管理实践,这便成为完成本书的宗旨。

管理大师彼得·德鲁克指出,管理是一种实践,其本质不在于“知”,而在于“行”,点出了管理学实践性的本质。再好的理论离开了实践,只能是中看不中用的花架子。为此,本书首先强调“立地”,直接面向中国创新、创业的实际,讲解新创企业自创立到成熟、重组等全生命周期过程中股权投资问题的实际解决方案,如中国资本市场体系不如西方国家成熟;股权投资退出渠道选择不同于西方;中国股权投资基金的设立、股权相关制度的设计与西方基金企业同样存在差异。如果忽视这些差异,一味地照搬西方的基金投资理论,难免水土不服,也难以取得好的实际效果。再如,投资估值模型的相关变量与参数的选择,若离开了中国市场经济发展的现实,同样也会失之毫厘,差之千里。

虽然管理实践强调“立地”——行的重要,但管理作为一门科学同样存在自己的运行规律和逻辑,离不开“顶天”——知的指导。正如美国学者威利斯·哈曼在《未来启示录》一书中曾指出:在解决问题的过程中,不仅要有效解决“如何做”这类意义上的问题,还要对于“为什么”这类意义的问题具有清晰的认识和透彻的把握。若对“为什么”这层意义上的问题,缺乏透彻的理解和有效的把握,也会失去正确的方向,甚至于逐渐迷失。因此,本书在强调“行”的实际可操作性的同时,还尽量反映“行”后面的“为什么”,给出如何做背后的逻辑思路,并应用新的理论来解释和解决实际问题。这便是本书所言的“顶天”含义之所在。

“顶天”的知与“立地”的行,是本书不可分割的两部分。明代著名思想家王阳明的“知行合一”认为,良知,无不行,而自觉的行,也就是知;知中有行,行中有知。知是行的主意,行是知的工夫;知是行之始,行是知之成。我非常推崇知行合一,在整个教材的写作上,将知行予以结合,不仅讲解行,也说明背后的知,将知行统一起来。如投资实践中投资者在选择项目时,依据金融理论非常强调项目组合以规避风险,若不知股权投资组合论与证券市场组合论背后的差异,将有可能造成实际中的投资效率低下;再如,企业价值评估的相对估值法,需要选取市盈率、市销率等指标,但为什么选取这些指标就能判断的企业价值机理是什么,现有的教材则缺乏这方面的深入思考,难以深入了解这些指标评价方法的优势与劣势。

如果说立地顶天、知行合一解决了本书理论与实践结合的问题,那么,跨界整合则是本书与其他教材的风格不同的重要标志。“横看成岭侧成峰,远近高低各不同。”强调多学科、多视角来透视和反映创业投资的全貌是本书的特色。创业投资涉及创新全过程、创业各阶段,涉及市场、技术、制度、经济、金融多学科,但现有的教材或从法律的视角介绍了创业投资在募、投、管、退环节相关法律制度的规定,或者从金融学的视角,侧重于介绍其估值、金融工具(优先股、债券)等的应用与选择,这些对于创业投资无疑都是必要的。美中不足的是,对于创业投资的核心对象——新创企业的创新、创业过程采用黑箱化处理,让读者总是感到缺少一块而不踏实,也造成实际中的投资底气不足。比如为什么 VC 不喜欢投原始创新的企业,仅从产业经济学进入成本的角度解释无疑有失偏颇,若从市场沉默期、技术接受、非连续创新等多角度、更为宽阔的视野来加以观察,则更能看清问题的本质。本书在此方面进行了探索,强化了对创新、创业相关知识的整合,如技术创新、商业模式、新市场、新企业、新技术等内容,将它们与相关的金融、经济、法律知识加以跨界整合,获取知识的协同。

创业投资与融资是一个问题的两个方面,需要投融资双方精诚合作,方能获得双赢。投资方不仅要了解创业、创新过程,还要换位思考融资方的需求,才能真正理解、帮助、服务好融资方,共同解决新创企业的经营与治理问题。反过来,融资方能够设身处地理解创业投资人面临的风险,才能最大限度地减少与投资者之间的信息不对称,让投资方真正了解自己和自己的企业,投资者才能更加放心地投资、运营,以取得最好投资的效果。

在复旦大学管理学院从事私募股权投资、创业投资教学已近十年,从初次接触西方创业投资方面的教材,到亲自参与中国苏州工业园、曹河泾、张江高科的股权投资实践;从听取新创企业的商业计划汇报,参与尽职调查,到与从事私募股权投资、创业投资实践人士的切磋,吸取实践的养分,再到自己培养学生的创业板 IPO 成功,形成了该门课程教学投入与产出的良性循环,让我真正懂得了知行合一、跨界融合的精髓。

本书涉及创业投资的筹资、投资、投后管理、退出构成的整个运行过程。基金募集与设立是起点,科学的事前投资分析与项目甄选是前提,有效的事后管理是关键,成功退出是结果。股权投资基金投资成功依赖于基金的筹集、投资行业的选择、项目筛选与组合、尽职调查、交易结构设计、退出机制等环节的协同配合,而创业投资源于新创企业的融资需求,投资量的多少取决于创业企业渠道、融资方式的选择。本书着眼于创业投融资全过程的这些关键管理问题

而设计,旨在将国际先进的创业投资理论与中国的具体实际结合,聚焦于中国实际,着重解决做什么、如何做的问题。通过对创业投资基金的筹集、投资、运营、回收等环节关键问题的系统剖析,为读者提供创业投资运作与管理的理论、方法与实践的支持。

本书涉及公司理财、经济学原理、市场营销学等相关课程的内容,如果你对这方面知识不了解,需要提前学习;本书适合 MBA、EMBA、管理学和经济学高年级的学生,对于从事投资实践之中的天使投资人、创业投资、私募股权投资、咨询顾问以及对于创业、创新金融有兴趣的人士。

2018 年春修改于复旦思源楼

目 录

Chapter 1 导论	1	Chapter 5 创业企业的股权设计	101
1.1 创业投资的内涵	1	5.1 创业者股权与企业价值	102
1.2 创业投资的过程	11	5.2 创业企业的所有权与控制权	107
1.3 创业投资的功能	22	5.3 创业企业的初始股权设计	117
Chapter 2 创业投资基金设立与运行	28	5.4 创业企业的期权设计	121
2.1 创业投资基金的募集	28	Chapter 6 创业投资的风险控制	130
2.2 创业投资基金的设立	35	6.1 创业投资风险因素识别	130
2.3 有限合伙制中 GP 与 LP 的关系	43	6.2 创业企业的尽职调查	140
Chapter 3 创业投资行业的选择	55	Chapter 7 创业投资的估值与修正	156
3.1 宏观环境变化趋势分析	55	7.1 绝对估值	156
3.2 创业投资的市场机会	60	7.2 相对估值	162
3.3 创业投资的产业机会	72	7.3 创业投资法	167
Chapter 4 创业投资项目的遴选与组合	79	7.4 创业投资估值的修正	171
4.1 创业投资项目的发现	79	Chapter 8 创业投资的交易合约	177
4.2 创业投资项目的遴选	82	8.1 创业投资交易工具	177
4.3 创业投资项目的组合	94	8.2 股权的防稀释	185
		8.3 创业投资交易条款	190

Chapter 9 创业投资的退出	202	10.2 新创企业的资金需求量	
9.1 中国资本市场体系	202	分析	236
9.2 创业投资的退出	211		
Chapter 10 创业融资需求	223	Chapter 11 创业融资渠道	245
10.1 新创企业全生命周期内财务		11.1 创业融资的资本	245
特征	223	11.2 债权融资	255
		11.3 股权融资	259

Chapter 1 导 论

创业投资属于股权投资,其内在本质与特性是什么?边界在哪里?功能是什么?创业投资所投资对象聚焦于创新与创业,其过程又是如何?过程中存在哪些环节与因素影响创业投资的回报?这些都是学习创业投融资先要解决的基本问题,它们构成本章讨论的主要内容。

1.1 创业投资的内涵

1.1.1 私募与公募

公募与私募是指资金募集方式的区分,既适用于基金,也适用股票与债券。公募(public offering)是指公开募集,又称公开发售,即发行人通过中介机构向不特定的社会投资人公开地募集资金。私募(private offering)又称不公开发售或内部发行,是指面向少数特定投资人募集资金的方式。两者区别如下。

(1) 募集范围。

公募面向广泛的潜在投资者,范围比较广,投资者(包括机构投资者和个人投资者)在 200 人以上;私募面向特定投资者,范围比较窄,投资人数应符合法律规定数量,一般比较少,若以有限合伙企业方式募资,投资人数不得超过 50 人;若以公司型方式则必须少于 200 人。

募集人数的计算,除投资者为股权投资母基金外,凡投资者为集合资金信托、合伙企业等非法人的股权投资企业,都需打通核查最终的自然人和法人机构是否为合格投资者,并打通计算投资者总数。因此,从客观上讲,无论私募基金采取多层基金结构还是平行基金结构的变通形式,皆无法规避人数打通统计的这一硬性标准。

(2) 募集对象。

公募募集对象面向社会非特定投资者,私募募集对象面向社会特定对象。是否为特定对象的判断标准是,其是否具有占有、获取财富的规模和能力,即对投资风险的识别与承受能力。具体体现在对单个投资人的最低投资门槛的限制,自然人投资者投资数额不得低于 100 万元,且所有投资者必须以货币形式出资。

(3) 推广途径。

为让尽可能多的潜在投资者知悉募集资金的信息,公募可以通过广告、公开发表募集说明书、路演等方式广泛进行推广;私募约束较多,不可以通过广告等途径进行公开宣传,尽管也要做相关文件(如募集说明书等),但只能在小范围内传阅,通过私下串联协商、在小范围内召开

说明会等方式进行推广。

(4) 政府监管。

公募涉及广大社会投资者的利益,资金若运用不当而导致无法清偿投资回,可能成为社会不稳定因素,呈现较大的外部性,因而,法律规公募基金必须经过法定部门审批,并受到政府部门的严格监管。如发行人要有较高的信用,并符合证券监管部门规范、按照相关规定定期披露信息,提示风险等等。私募涉及面较窄的少数投资者,对社会的整体影响相对较小,政府对其监管并不十分严格。

(5) 收益承诺。

公募承诺募集资金的固定收益;私募不允许承诺固定收益、保底收益或最低收益,即通常所谓的“保底条款”^①,还应向投资者充分提示投资风险。承诺固定收益表现形式之一是保本付息,是否构成非法集资的判断标准为是否签订了保本付息条款。同时,集资形式也不限于货币,承诺给予固定的实物、股权等也可被认为承诺固定收益,也构成非法集资。

(6) 资金使用。

无论是公募还是私募,募集的资金都必须合法、合规使用。如果出现基金募集后被用于挥霍导致无法返还;抽逃、转移、携带、藏匿募资款;伪造投资失败、用于违法犯罪活动等,募新还旧,都将会涉嫌集资诈骗。

(7) 发行过程与风险。

公募发行量大,募集资金规模较大,流动性好,有利于提高发行人的社会声誉或国际影响,但发行过程周期长,手续复杂,费用高昂,有较大的发行风险;私募发行量小,筹集资金规模较小,流通性较差,不能提高发行人的社会信誉,但发行手续简单,可以节省发行时间和费用,发行的成功率较高。

公募和私募各有优劣,各具千秋。随着养老基金、共同基金和保险公司等机构投资者的迅速增长,我国私募近年来呈现逐渐增长的趋势。

【案例 1-1】

e 租宝的非法集资

e 租宝是“钰诚系”下属的金易融(北京)网络科技有限公司运营的网络平台,该平台为 2014 年 2 月钰诚集团收购并加以改造,2014 年 7 月,被命名为 e 租宝,打着“网络金融”的旗号上线运营。

“钰诚系”的顶端是在境外注册的钰诚国际控股集团有限公司,旗下有北京、上海、蚌埠等八大运营中心,并下设融资项目、e 租宝线上销售、e 租宝线下销售等八大业务板块,其中大部分板块都围绕着 e 租宝的运行而设置。

e 租宝累计交易发生额达 700 多亿元,实际吸收资金 500 余亿元,涉及投资人约 90 万名。遍布全国 31 个省市区。

^① 保底条款,通常是指合约双方约定的、一方投资但不承担风险、无论盈亏均要收回其出资和收取利润的条款。

e租宝的经营模式是由集团下属的融资租赁公司与项目公司签订协议,然后在e租宝平台上以债权转让的形式发标融资;融到资金后,项目公司向租赁公司支付租金,租赁公司则向投资人支付收益和本金。

e租宝的实际运作是通过虚构融资项目,把钱转给承租人,并给承租人好处费,再把资金转入其公司旗下的关联公司,以达到事实挪用的目的。e租宝不仅前后花了8亿多元向项目公司和中间人购买资料,还采用收买企业或者注册空壳公司等方式在e租宝平台上虚构项目,平台上95%的项目都是假的。

e租宝的丁宁指使专人,用融资金额的1.5%—2%向企业买来信息,他所在的部门则负责把这些企业信息填入准备好的合同里,制成虚假的项目,在e租宝平台上线。为了让投资人增强投资信心,他们还采用了更改企业注册资金等方式包装项目。在警方已查证的207家承租公司中,只有1家与钰诚租赁发生了真实的业务。

e租宝将吸收来的资金以“借道”第三方支付平台的形式进入自设的资金池,钰诚集团还直接控制了3家担保公司和1家保理公司,为e租宝的项目担保。

e租宝广为宣传的口号是“1元起投,随时赎回,高收益,低风险”。e租宝共推出过6款产品,预期年化收益率在9%—14.6%,远高于一般银行理财产品的收益率。

为了加快扩张速度,钰诚集团还在各地设立了大量分公司和代销公司,直接面对老百姓“贴身推销”。其地推人员除了推荐e租宝的产品外,甚至还会“热心”地为他们提供开通网银、注册平台等服务。在如此强大的攻势下,e租宝仅用一年半时间,就吸引来90多万实际投资人,客户遍布全国。

“钰诚系”除了将一部分吸取的资金用于还本付息外,相当一部分被用于个人挥霍、维持公司的巨额运行成本、投资不良债权以及广告炒作。

资料来源:根据相关资料整理。

1.1.2 投资、投机与赌博

投资,通过投入证券或者产业相应的资产而产生价值增值来获取利润,或者通过低买高卖获取差价的行为,往往与企业的融资、管理、资产运作等方面的活动相关联。投资是一种无中生有的艺术。

投机,涉及对未来的预期,确切地描述未来预期,进而构筑头寸来获利^①。投机者本质上是预测者,在自己的预测基础上行动以获取利润,成功的预测依赖于获取更多的信息或比别人更好地理解信息及其启示的能力。但投机者的预测与实际往往存在差异,投机者需要承担市场波动的风险,其特点是交易的期限短,次数频繁,具有很大的风险性。

投机行为和投资行为没有非常明确的界限。但投机者的出发点不同,其目标不是定价错误的资产,而是那些被投机者认为定价错误的资产。投机者通常认为,无论资产的价格有多高,只要还有人愿意以更高的价格购买该项资产,投机者就愿意购买这项资产并且转卖给那个

^① 约翰·米歇尔、维普尔·班赛尔,《金融工程》,宋逢明、朱宝宪译,清华大学出版社,1998年版,第142页。

愿意出价更高的人。因此,投机具有赌博的性质,投机者的赌局有一个“傻瓜”出现,从自己的手里购买自己的资产。

投机的获利空间来自于其他人愿意以多高价格购入投机者手中持有的资产,而不是来自资产的实际增值,因而,投机行为的结果是投机者的收益来自于其他人的损失。

投资与赌博之间的差异可通过博迪的《投资学》的公平赌局之例加以区分。假如给你两种选择,A 是你稳拿 100 元,B 是给你 100 元作赌注,要你进入这样一个猜硬币正反面的赌局,即猜对再奖励 100 元,猜错则罚 100 元。这里,由于猜对与猜错的概率相等,而猜对与猜错的奖罚金额也完全一样,其风险溢价便为 $100 \times 0.5 - 100 \times 0.5 = 0$ 。因不存在风险溢价,投资者宁愿接受 A 中的无风险回报,而不愿接受 B 中的赌局。但对赌徒而言,尽管这种赌局没有风险溢价,他也会接受。因为赌博本身就可以给他带来愉悦。投资、投机与赌博行为之间的差异见表 1-1。

表 1-1 投资、投机与赌博行为的区分(李心丹,2004)

方式	投资行为	投机行为	赌博行为
买卖目的	获取稳定的股息和长期资本收益	短期内获得资本收益	在更短的时期内获取更多的收益
承担风险	较小	较大	最大
决策依据	基本分析为主	技术分析为主	凭臆测与侥幸心理
持有时间	长	较短	最短

与投机行为相近的还有套利行为。套利(arbitrage)是指在两个不同的市场中,以有利的价格同时买进并卖出或者卖出并买进同种或本质相同的证券的行为。套利意味着有风险的头寸,它是一个也许会带来损失,但是有更大的可能性会带来收益的头寸。当同一种资产在不同市场上价格不同;具有相同或相近价值的两种资产定价差异过大;一种已知未来价格的资产当前的价格与其根据无风险利率折现的价格差距过大,以上这些情况都意味着套利机会的存在。

套利、投机、投资的界限并不总是很清楚,一个人在资本市场上决不会仅仅采取一种单一的行为模式,三种行为模式对于资本市场的繁荣都很有价值。

没有套利,资本市场就会有許多漏洞。套利者的套利活动价值就在于抹平了不同市场之间的价格差异,从而很大程度上降低了在资本市场上的搜寻成本。

没有投机,资本市场将会变得非常沉闷。在一个没有投机者的资本市场里,一家准备进行套期保值的公司很可能找不到它的交易对手;股票价格非常稳定,但交易量却几乎为零,一个准备变现股票的人可能要花几天的时间才能给自己的股票找到买主。

没有投资者的资本市场则更加可怕。疯狂投机的人们将把资产的价格无限制地抬高,造成巨大的泡沫,然后通过恐慌性的抛售造成市场大幅度的下跌。于是,资本市场就变成了一个赌场,资本市场里的人就像在演出一场狂欢的闹剧。

1.1.3 基金

基金是一种利益共享、风险共担的集合投资方式,即通过发行基金单位集中投资者的资

金,交由基金管理人管理和运用资金,从事实体或者证券投资,以获得投资收益和资本增值。其特点如下。

(1) 专业化。

相对于个人投资,基金通过聚集一定数量的资金形成规模,通过培养专业队伍专门从事投资业务,以发挥其专业优势来降低投资风险,提高投资成功率。

(2) 组合性。

相对于个人投资规模小,难以投资更多的项目的情况,基金是集合资金,规模较大,可通过不同产业、不同阶段的投资组合,以有效分散和规避风险;还可以通过投资于不同的基金和不同的项目来分散风险,形成双层风险分散机制,以实现低风险下,获得高收益。

(3) 组织化。

相对于个人投资者无法成立组织,基金通常需要成立相应的组织机构,制定组织章程、制度来进行资本的投资、运营、回收等工作,但需要比个人投资多支付一定量的组织成本。

(4) 共享性。

相对于个人投资者,基金通过收益共享、风险共担的分配原则和有效的业绩奖励机制,使管理人具有努力提高基金运作业绩的内在动力。

1.1.4 股权投资与债权投资

(1) 股权投资。

股权投资是投到实体经济、投到企业,投资者并获得企业长期所有权的一部分的投资形式。股权的资本金不需偿还。与债权投资人相比,股权投资者可能损失所有的本金,但获得回报则是无上限的,亦即股权投资人的回报是其投资企业价值的一个比例,随着企业价值变化而变化。正是这种无上限的分配方式让股权投资人比债权投资人愿意承担更多有风险和不确定的项目。

(2) 债权投资。

债权投资指以债券为主的投资方式,如购买国家债券、公司债券、地方政府债券,或者是将钱存到银行里或贷给贷款人等等,都是属于此类。债权投资不是为了获取目标企业的所有者权益,只能获取债权,为目标企业提供短期资金供其周转使用。其回报除了正常固定的债息收益之外,到期必须要偿还本金,有固定的回报上限,安全性好。

尽管债权人的投资回报上限是固定的,但债权人仍可能在企业不能履行偿债的情况下遭受本金损失。因此,他首先关注的是其投资回报下限,只贷款给那些风险较小的企业,或者技术和商业模式已经被证明过是可行的企业,或者可以通过一些方法将资产做抵押的企业。同时,债权投资人偏好稳定的、有可预测的现金流的项目,以保障项目收入可以覆盖利息支出。由于不能从增加的风险中获利,反而会因为更具风险的战略而面临遭受更大损失的可能,债权投资人倾向于迫使创业者执行风险较低的战略和商业模式。

股权投资和债权投资同属于投资,其区别主要是:①投资性质不同。股权投资是一种财产所有权交易的方式,资金的转移伴随着真实资产的逆向转移,一般不存在反向交易的可能;债权投资体现买方与卖方的信用关系,债权人转让的是资金的使用权和收益支配权,而不是所有权,资金转移有回流过程,但并不伴随真实资产的转移。②投资期限不同。股权投资的期限一

一般是3—7年,而债权投资的期限一般是1年以内,甚至短至几个月。

【案例 1-2】

哥伦布发现新大陆

意大利探险家哥伦布的最大爱好就是环球航海探险,可是他没有什么钱买船、招募船员。于是他花了7年时间四处奔走,向葡萄牙国王、西班牙女王、英国女王以及无数欧洲王公贵族推销其探险计划,遗憾的是,均没有人搭理。

西班牙女王伊莎贝拉经过多年考虑,直到1492年,终于决定投资哥伦布的探险计划。也正是西班牙女王的这项投资,使得哥伦布发现了新大陆,并由此改变了整个世界,西班牙也因此成为盛极一时的世界大国。

哥伦布的探险计划是由大西洋向西航行,到达东方盛产香料和黄金之地。那是一条从来没有人走过的路线。当时,甚至都没有几个人相信地球是圆的,因而失败的风险很大;但如果沿着葡萄牙人开辟的航线,沿着非洲西海岸向南,绕过南非的好望角前往东方,则不会有任何意外。

哥伦布出身于商人家庭,从小受到家庭的耳濡目染,使他具备了精明的商业头脑,在葡萄牙八年的航海经历又给了他足够的勇气和经验。西班牙女王看到了哥伦布本人的实力及其商业计划的前景和潜力,并愿意与一个普通百姓坐下来讨论航海计划的风险和利益分配问题。

1492年4月17日,哥伦布和女王签订了正式的“圣塔菲协议”。该协议规定:行政上,女王封哥伦布为海军元帅,在探险中发现和占领的岛屿和陆地上,他将担任当地的总督。经济上,哥伦布可以从在这些领地经营的黄金、珠宝、香料以及其他商品的收益分成十分之一,并全部免税,还有权对一切开往那些占领地的船只收取八分之一的股份。剩余的收益都将归女王所有,作为交换,女王需预先支付哥伦布探险的所有费用。另外,哥伦布所有的爵位、职位和权利都可由他的继承人世袭。

带着女王授予的海军大元帅的任命状和协议,哥伦布率领着女王出资组建的船队雄赳赳气昂昂地出发了,完成了一次载入史册的伟大探险,首先发现今天位于北美洲的巴哈马群岛,那是一块欧洲人从来都不知晓的新大陆。

完成航海计划后,哥伦布从伊莎贝拉女王处获得了其允诺的所有物质和精神奖励;女王及西班牙依靠投资这项成功的航海计划而赚得满盆满钵。据统计,1502—1660年,西班牙从美洲得到了18600吨白银和200吨黄金。到16世纪末,世界金银总产量的83%被西班牙占有,更为重要的是,伊莎贝拉女王的投资得到了一个新大陆——美洲大陆,直到现在,西班牙语还是美洲大陆的主要官方语言之一。

资料来源:根据桂曙光,《创业之初你不可不知的融资知识》,机械工业出版社,2010年版,第4—5页改写。

1.1.5 私募股权投资

新创企业成长过程需要依赖于天使基金、创业投资、私募股权投资、重组基金等相互协同,

共同配合,才能实现。创业投资、私募股权投资价值能否实现依赖于企业创业成功与否,创新创业通过科技知识产权依据股份期权化的过程而获得创业技术经济价值回报,创业投资则是创业资本依据股份期权化的过程而获得创业资本经济价值的过程。创业投资是早期阶段的私募股权投资,私募股权投资是创业投资在后期的延拓。

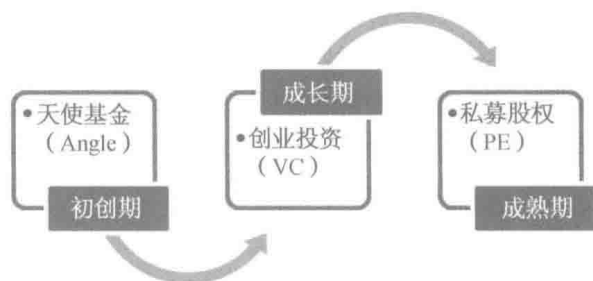


图 1-1 新创企业成长过程中的三种股权投资形式

(1) 天使投资基金。

新创企业成长的早期,是其生命最为脆弱的阶段,也是天使投资发挥重大作用的时期,它往往在企业生死存亡之时起着雪中送炭的作用。

天使投资起源于天使投资人,通常是非机构化的个体的分散的股权投资形式。但独立天使人的资金量有限,个人的精力也无法同时应付多个项目,一些天使投资人联合成立了天使投资俱乐部、天使投资联盟等组织。这样,几名或者十几名天使投资人既可以分享心得、交换信息,也可以分担投资前的项目评估和尽职调查工作,通过资金联合还可提高投资额度并分散投资风险。然而,松散的俱乐部式管理难以满足会员们对资金管理的要求,天使投资基金应运而生。

尽管天使投资做些与股权投资相联系的债权投资或信用担保,但以股权投资为主,并聚焦对创业企业进行股权投资,具有“高风险、高潜在收益”的特征。投资于快速增长的、具有巨大发展潜力的创业企业,因为投资创业企业的早期,使得其与 PE、VC 存在以下的差异。

① 资金来源。天使投资基金不是金融中介,投资来源于自己的钱;VC、PE 是金融中介,投资来源于别人的钱;天使投资循环比 VC、PE 少了融资环节,只有投资、投资后管理、退出三个环节,也不需要进行利润分配。

② 投资标准。天使投资的投资规模小,资本成本更低,可以接受那些达不到 VC 要求的企业。相对而言,VC、PE 投资规模较大,资本成本相对较高。

③ 投资时期。天使投资平均的投资期限在创业后 10 个月左右,主要在种子期和创始期。VC 投资期限往往在种子期、初创期、扩张期,PE 投资重点为企业的扩张期到成熟期。目前,PE 在各国均有向后期投资的趋势,即越来越向 VC、天使靠近。

④ 投资风险。天使投资规模较小,企业尚处于初创阶段,未来的收益未知,回报周期较长,收入较少且不稳定,发展前景不明朗,比 VC 和狭义的 PE,要承担更大的风险。

⑤ 投后管理。天使投资人虽像 VC、PE 一样给予被投资企业除了资金以外的其他帮助,参与被投企业的管理与建设,如帮助组织下一轮融资、寻找商业机会、修正现存的成长战略。但因天使投资属于个人投资行为,而创业投资属于机构投资行为,后者的社会关系、商业关系都比前者丰富,其再融资能力也比前者强。

美国波士顿地区活跃天使投资家 Jim Daniell 先生指出,天使投资家应是“三有”人才。

① 有资本。“巧妇难为无米之炊”,没有一定量的可以作为投资用的资本金,无法从事天使投资。

② 有经验。天使投资家给予创业企业的,除了金钱,还有丰厚的创业与投资经验与敏锐的市场洞察力。

③ 有关系。天使投资是企业成长过程中所需资金链中的最早环节,但不是全部。此阶段的企业不仅需要孵化、成长而壮大,还需要不断地融资,广泛的人脉是天使不可缺少的元素。天使投资人不仅与 VC、PE 有着密切的联系,与他们共同合作将企业最终推向市场;而且与企业的上游、下游等有良好的关系,帮助早期的创业企业获得各种资源。

(2) 创业投资。

创业投资(venture capital),在各个国家有不同的定义。美国的定义,是指那些从种子期直到上市前培育企业成长壮大,帮助它们从某个创新的技术或想法发展成为实际存在的、构架健全、经营稳定的成熟企业的投资活动。以色列创业投资协会对创业投资对象的限制更多,仅指对于处于早期阶段的、科技型创业企业的投资。欧洲、亚洲和其他大部分国家把其定义为给未公开交易的公司提供融资,强调投资对象的非公开性,并将创业投资等同于私募股权投资(private equity)。这个定义下,创业投资包括了收购融资、内部管理层收购/杠杆收购、外部管理层收购、重组拯救、夹层投资^①等等。这些定义鲜明地反映了创业投资的特征。主要表现为如下。

① 创业投资的对象是那些尚不具备上市资格、处于起步和发展阶段的企业,甚至是仅仅处在构思之中的企业,既包括高科技、新兴企业,也涵盖传统企业,如联邦快递、麦当劳快餐连锁店。

② 创业投资的周期长,一般为 3—7 年,投资流动性差,多数独立的创业投资基金都以股份合伙制的形式存在 10—12 年,创业投资公司在开业 4—6 年内要重新获得流动性。

③ 创业投资均采用股权投资;特别强调创业企业的高成长——它的投资目的不是要控股,而是希望取得少部分股权,通过资金和管理等方面的援助,促进创业公司的发展,实现资本增值。一旦公司发展起来,股票可以上市,或者卖给并购投资者,创业投资人便通过在股票市场出售股票或者转让股权,获取高额回报。

④ 创业投资不仅为企业输入资金,还包括管理、咨询等服务,创业投资者一般希望他的参与或加入能使某家投资企业增加价值,他能够为投资的最终成功提出意见。

(3) 私募股权投资。

私募股权投资有狭义与广义之分。前者仅指 Pre-IPO 阶段,对已经形成一定规模的,并产生稳定现金流的成熟企业进行的投资;后者则包括种子期的天使、创建期的 VC 以及成熟期的私募股权投资,覆盖企业上市前的各阶段,如一期、种子期、首期投资、二期投资、夹层投资等,但在本质上都是一种股权投资。

狭义的 PE 与 VC 虽然都是对上市前企业的投资,但是两者在投资阶段、投资规模、投资理念和投资特点等方面还有很大的不同。

① 投资理念。PE 与 VC 的投资理念很多,两者最大不同在于,VC“允许失败”,甚至“鼓

^① 夹层投资是指回报通常从以下一个或几个来源中获取:①利息收入,通常按一种高于相关银行间利率的浮动利率计算的利息收入;②还款溢价;③股权选择权。这就像一种认股权证,持有人可以在通过股权出售或发行时行使这种权证进行兑现。

励失败”，而 PE“不允许失败”，失败意味着 PE 声名扫地，失去基金投资者的信任。

② 投资规模。PE 购买的是超过了创业阶段的股权，股权单价变贵了，投资规模大一些。而 VC 购买的企业股权，股权便宜一些，投资规模相应小一些。

③ 投资特点。PE 比较稳健，关注的行业相对会比较传统、宽泛，而 VC 主要关注互联网、信息技术、生物工程等高科技新兴产业，一旦成功，便会获得投资额十倍、数十倍甚至上百倍的利润，以摊薄其投资失败的成本。

在欧洲、亚洲和其他大部分国家，创业投资在相当长的一段时间内成为私募股权投资的同义词。在国内，很多传统上的 VC 机构现在也介入了 PE 业务，而许多传统上被认为专做 PE 业务的机构也参与 VC 项目。由此看来，PE 与 VC 只是概念上的区分，在实际业务中两者界限越来越模糊。比如著名的 PE 机构凯雷(Carlyle)也涉及 VC 业务，其投资的携程网、聚众传媒等便是 VC 形式的投资。这正是本书在研究 PE 时未对两者加以严格区分的原因。也正是基于两者在本质上都是作为金融中介以未上市公司为对象进行股权投资，本书将其称为广义的私募股权投资，而将投资后期的称之为狭义的私募股权投资。

1.1.6 私募股权投资与私募证券投资

私募股权投资是利用私募方式把不确定多数投资者的资金汇集起来，通过发行基金份额设立基金公司，由基金公司委托基金管理人管理和运用基金资产，投资于未上市企业，并从事资本经营与监督的集合投资制度，按照比例，风险共担进行收益分配投资方式。

私募证券投资通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人托管，基金管理人管理和运用资金，投资于股票、债券等金融证券，按照利益共享、风险共担原则进行收益分配的集合证券投资方式。

股权投资与证券皆属于集合制度，都是将大众的零散资金聚集起来，交由专家组成的投资管理机构操作，将基金资产分散组合投资，以降低风险，共享收益。但股权投资基金投向未上市的公司或未流通的公司证券，而证券基金所涉对象主要是股票、债券、期货等有价值证券或金融衍生品种，其绝大多数的资金都是用于购买上市公司证券，投资对象的不同导致两者在设立、运作、管理各个环节上均存在较大差异，如图 1-2、图 1-3 所示。

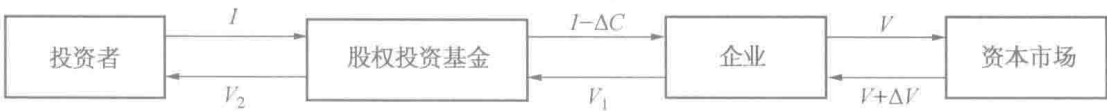


图 1-2 私募股权投资的运作过程

图 1-2 中， I —投资额； ΔC —PE 的运营成本； V —企业价值； ΔV —资本一、二级市场增值； V_1 —企业返给投资机构(PE、VC)的价值； V_2 —投资机构(PE、VC)返给企业的价值。

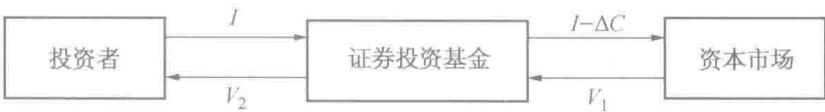


图 1-3 私募证券投资运作过程