

创业企业与创业投资

郭建鸾 编著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

创业企业与创业投资/郭建鸾编著. —上海:上海财经大学出版社,2008.7

ISBN 978-7-5642-0064-0/F·0064

I. 创… II. 郭… III. 企业-投资-研究 IV. F272.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 059659 号

责任编辑 梁 源

封面设计 周卫民

CHUANGYE QIYE YU CHUANGYE TOUZI

创 业 企 业 与 创 业 投 资

郭建鸾 编著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址:<http://www.sufep.com>

电子邮箱:webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海市宝山区周巷印刷厂装订

2008 年 7 月第 1 版 2008 年 7 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 12 印张(插页:1) 248 千字

印数:0 001—3 000 定价:25.00 元

总 序

进入 21 世纪以来,创业在中国已经成为最令人激动的话题之一。《全球创业观察报告》(Global Entrepreneurship Monitor)最近发布的研究结果表明:创业者在中国越来越受到尊重,创业活动受到了来自政府、产业界和学术界前所未有的重视。在这种大背景下,创业教育也在中国高等院校蓬勃开展。

创业教育的起源可以追溯到 20 世纪 40 年代,美国哈佛大学商学院麦赖斯·麦斯(Myles Mace)在 1947 年为 MBA 学生开设的《新创企业管理》(Management of New Enterprise)被公认为创业教育的起点。20 世纪 60 年代,随着硅谷奇迹的出现,创业者的成功故事、创业投资业的迅速发展、创业文化的形成使得越来越多的人加入了创业者的行列,创业教育开始在美国受到重视,并在 20 世纪 80~90 年代取得了飞速发展。

20 世纪 90 年代末由清华大学牵头发起的“挑战杯”创业计划大赛的出现被公认为中国创业教育的开始,除教育部在 2002 年指定的 9 所创业教育试点院校外,许多高校在专科生、本科生、硕士研究生等层次开展了创业教育活动,并相继组织了多场旨在推动创业教育的国际研讨会,在创业教育课程体系建设、教学法研究、学生创业实践活动、创业教育资源整合等方面进行了积极探索。

创业既可以狭义地理解为“创办企业的活动和过程”,也可以广义地理解为“创造事业的一切活动”。数年前,教育界还在讨论“创业是否能够教出来”的话题,近十年的创业教育实践已经证明:创业教育不仅能够帮助创业者掌握知识和技能,而且能够降低风险,提高创业的成功率。从广义上讲,创业教育不同于传统的工商管理教育,其本身就是一种“创业”,当然会面临一些前所未有的困难。目前,中国创业教育需要解决的问题包括:创业教育的定位不够清晰;课程体系建设滞后于创业教育的发展;缺乏既有深厚的理论功底,又具有创业实践经验的师资队伍;创业教育资源需要整合;政府、产业界和学术界的合作有待进一步加强;创业教育有必要通过专门的机构加以规范和引导;等等。

中央财经大学从 2003 年开始由商学院牵头开展创业教育,先后承担了北京市教育委员会教育教学改革基金项目“财经类院校创业教育模式研究与实践”、“GEM 北京市创业

观察”等重大研究课题。经过数年的研究与探索,中央财经大学已经形成了普及性创业教育、系统性创业教育和创业实践活动相结合的创业教育模式,并积累了一定经验。中央财经大学在全校范围内跨专业选拔有创业潜质的学生组建创业先锋班、对学员进行为期3年的系统教育训练的尝试不仅得到了团中央、高等教育学会等机构的肯定,也受到了《中国教育报》、《中国青年报》等主流媒体的关注。2006年,中央财经大学先后成立了旨在推动创业研究与创业教育的“中国创业与企业发展研究中心”和“中日创业教育研究所”。不仅如此,中央财经大学还非常重视创业教育领域的国际合作,先后与美国、英国、瑞士和日本等国处于领先地位的高等院校建立了良好的合作关系,并于2006年9月举办了首届中日创业教育国际研讨会。

著名创业教育家、素有“创业教育之父”之称的蒂蒙斯(J. A. Timmons)教授认为:创业过程包括3个要素,即商机、资源和团队。在中国创业大潮一浪高过一浪的今天,我们与上海财经大学出版社共同推出了创业系列丛书,包括《创业学:原理与实践》、《创业企业与创业投资》、《创业案例精编》3本著作,涵盖了“蒂蒙斯模型”(Timmons Model)中的商机、资源和创业团队建设的各个方面,所有作者均为在教学第一线多年从事创业教育和创业研究工作的教师。可以说,系列丛书的出版是中央财经大学创业教育团队多年来厚积薄发的成果,是创业教育团队集体合作的结晶。

高尔基说过,书籍是人类进步的阶梯。我们衷心地希望能够与国内外同仁分享创业教育的成果和经验,共同为培养富有创新意识和企业家精神的创业型人才、实现中华民族的伟大复兴贡献出自己的绵薄之力。

中央财经大学商学院院长、教授、博士生导师 孙国辉

2008年1月26日

前 言

创业投资最早出现于 15 世纪的西欧。当时,西方国家的一些商人投资于远洋运输和探险,从而出现了“Venture Capital”(又译为风险投资)这个词语。^① 1946 年,“美国研究与开发公司”(ADR)成立。ADR 将创业投资专业化、制度化,它的成立标志着创业投资行业的诞生,其诞生地美国是目前全世界创业投资业最发达的国家。创业投资作为一种支持创业者创业的投资工具,在孵化创新型中小企业、推动高技术产业发展,拓宽就业市场、增加就业机会,优化资源配置、培育新的经济增长点等方面发挥了巨大的作用,引起了世界各国的高度重视。由此,创业投资也成为近年来学术界研究的重要课题。

由于我国存在产业投资基金、私募基金和风险投资基金的称谓,为避免其混乱,先对其辨析。当出现由两个以上众多投资者“集合投资制度”时,就产生了投资基金。如果基金通过公开募集,就称为公募基金。私募是相对公募来讲的,如果一家基金不通过公开发行,而是在私下里对特定对象募集,那就称为私募基金。基金的募集方式有两种:一种是通过股权进行的,每个基金持有人都是基金的股东,管理人也是股东之一;另一种是契约型,持有人与管理人是契约关系,不是股权关系。当前的公募基金都是契约型的,但当前中国法律只允许公募基金采取契约方式募集。所以,如果要成立私募基金,一定要采取股权方式,这样才没有法律障碍,此时,私募基金也称为私募股权基金,其实,产业投资基金本身就是私募股权基金。

Private Equity(“简称 PE”)在中国通常称为私募股权投资,从投资方式角度看,根据国外相关研究机构的定义,是指通过私募形式对非上市企业进行的权益性投资,在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制,即通过上市、并购或管理层回购等方式,出售持股获利。有少部分 PE 基金投资已上市公司的股权,另外在投资方式上有的 PE 投资如 Mezzanine 投资亦采取债权型投资方式,仅占很少部分。广义的私募股权投资为涵盖上市前企业各阶段的权益投资,即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和 Pre-IPO

^① 本书出现的“风险投资”与“创业投资”同义。

企业所进行的投资,相关资本按照投资阶段可划分为创业投资(Venture Capital)、发展资本(Development Capital)、并购基金(Buyout/Buyin Fund)、夹层资本(Mezzanine Capital)、重振资本(Turnaround)、Pre-IPO 资本(如 Bridge Finance),以及其他如上市后私募投资(Private Investment in Public Equity,即 PIPE)、不良债权(Distressed Debt)和不动产投资(real estate)等;狭义的 PE 主要指对已经形成一定规模,并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分,主要是指创业投资后期的私募股权投资部分,而这其中并购基金和夹层资本在资金规模上占最大的一部分。

我国的创业投资始于 20 世纪 80 年代,在国家科委和银行的支持下,相继成立了中国新技术创业投资公司、中国高科技有限公司,以及以地方政府为主导建立的高科技创业投资公司等一批早期创业投资企业。随着经济体制改革的深入和民营高科技企业的迅速崛起,从 90 年代开始,我国创业投资有了快速的发展。各地政府除了利用高新技术产业开发区进行创业投资外,还成立了一系列担保服务机构,对高科技成果转化为现实生产力以及企业的技术进步起了积极的作用。1998 年 3 月,由民建中央提交的《关于尽快发展我国创业投资事业》的提案被政协九届一次会议列为“一号提案”,标志着创业投资已引起政府的重视,并进入了实际的探索和操作阶段。随后,各地创业投资公司如雨后春笋般纷纷出现,及时出台的一系列相关政策、法规也为创业投资事业的发展注入了新的活力。从 2002 年开始,受世界经济发展减缓及国际创业投资退潮的影响,我国创业投资发展进入了调整阶段,表现为创业投资机构和资本总额的增长幅度急剧下降。有资料显示,2002 年,新增创业投资机构仅 30 家,新增资本额为 49.5 亿元,增幅分别为 11.3%和 9.3%;经过 2002 年的调整,到 2003 年底,资金总额达到 639.1 亿元。2004 年,我国境内创业投资延续了 2003 年的回暖趋势,投融资活动日渐活跃,投资金额较 2003 年上升 28%,投资案例数量增加 43%;中国创业投资业虽然在 2005 年初遇到一些挫折,但是并没有改变自 2004 年来全面复苏的趋势。截至 2006 年底,在中国的创业投资机构管理的创业资本总量超过 583.85 亿元,比 2005 年底的 441.29 亿元高出 32.31%;平均每家创业投资机构管理的资本额达到 4.79 亿元,每家管理创业资本的中位值为 1.06 亿元。2006 年,高达 240.85 亿元的新筹资创业资本规模,比 2005 年对应的 195.71 亿元增加了 23.06%。2006 年,创业资本与投资总量的增长率均超过 20%,增速创下历史纪录。随着 2005 年下半年创业投资政策环境的回暖、资本市场体系的不断完善,中国创业投资行业步入高速发展的轨道。中国创业投资产业在 2007 年走过了不平凡的一年。本年度中国创业投资市场活跃异常,投资总额比上年增长 82.7%,达到创纪录的 32.47 亿美元;在募资方面,信托制、有限合伙制基金纷纷试水,使年度新募基金数和新增资本量又创新高;从退出来看,资本市场喜讯连连,本年度共有 100 笔创投支持的 IPO 退出交易发生,创投机构进入收获季节。在 2007 年的各个季度,各类投资主体的表现状况均与 2006 年一致,即外资创投

机构仍然占绝对主导地位。2007年,外资机构在中国市场上投放的创业投资金额占市场总额的79.0%,本土机构则仅为16.9%。由此可见,本土创业投资机构无论在投资数量还是投资金额上都处于弱势。

我国目前大多数创业投资公司投资主体为政府部门,规模偏小,而投资的范围却比较宽,几乎涉及高科技的每个领域。创业投资公司的投资方向大多雷同,没有形成自己独有的核心能力,我国的创业投资业面临着严峻的挑战。希望本书能为相关人员提供一定的帮助。

本书拟从创业企业的融资需求出发,沿着创业企业的融资与商业计划书、寻找和说服创业投资家、投资协议拟订、创业企业的公司治理与风险控制的全过程,全面介绍创业投资的内在运作机理。在书中的一些章节里,还安排了相应的案例,意在使读者对创业投资运作有更直观、感性的了解。

在写作的过程中,作者查阅、参考了大量国内外专家学者的相关文字资料,由于资料来源浩繁纷杂,难以一一详注,敬请各位专家学者谅解,并在此表示深深的谢意。同时也感谢我的研究生侯斯文、万彤、胡静丽、王立为、李喆、刘洋、王丹凤、严嵩光等同学参与资料收集、整理以及编写工作。创业投资是一个比较新的研究领域,本人学识有限,疏漏和错误之处在所难免,敬请各位读者批评指正。

郭建鸾

2008年4月于北京

目 录

总序.....	1
前言.....	1
第一章 创业投资与创业企业.....	1
第一节 创业投资概述.....	1
第二节 创业企业概述	22
第三节 创业投资与创业企业的关系	26
第二章 创业投资的基本特点和组织形式	34
第一节 创业投资的操作流程	34
第二节 创业投资机构的主要组织形式	38
第三节 有限合伙制的法律、税务和管理特点.....	45
第三章 创业企业融资与商业计划书	56
第一节 创业投资项目评估与投资决策	56
第二节 商业计划书的写作要领和主要内容	65
第三节 创业企业选择投资的要素	71
第四章 寻找说服风险投资家	76
第一节 寻找风险投资家	76
第二节 说服风险投资家	79

第五章 投资协议的拟订和条款.....	101
第一节 几个关键的问题:定价、股权结构、管理机构	101
第二节 投资合同的条款和内容设计.....	115
第六章 创业企业的公司治理.....	122
第一节 创业投资的投资工具创新.....	122
第二节 创业投资的分阶段投资.....	131
第三节 创业投资与创业企业的股权结构.....	141
第四节 创业投资退出.....	145
第七章 创业企业的风险管理.....	155
第一节 创业企业的风险测度与管理体系.....	155
第二节 创业企业的合约制度安排.....	165
第三节 创业企业的管理监控.....	171
参考文献.....	177

第一章 创业投资与创业企业

【学习目标】

通过本章学习,读者应掌握创业投资的概念、特点、作用、类型,以及创业投资的营运过程、退出机制、决策和组织模式、影响创业投资的宏观因素、体系构成等。此外,读者还应掌握创业企业的概念、特点和成长过程。最后,还要了解创业投资和创业企业的关系。

第一节 创业投资概述

一、创业投资的概念

从世界范围来看,创业投资的实践尽管已有半个世纪的历史,但迄今为止尚未形成一个统一的概念。在国际上,最有代表性和影响较大的创业投资定义主要有以下几种^①:

经济合作与发展组织(OECD)认为,创业投资是以高科技和知识为基础,生产与经营技术密集型的创新产品或服务的投资;是专门购买在新思想和新技术方面独具特色的中小企业的股份,并促进这些中小企业形成和创立的投资。

美国风险投资协会(NVCA)认为,创业投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、具有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。

美国《企业管理百科全书》把创业投资定义为:不能从诸如股票市场、银行或与银行相似的单位(如租赁公司或商业经纪人)获得资本的工商企业的投资行为。

美国著名的经济学家 Douglas Greenwoody 认为,创业投资是准备冒险的投资,它是准备为一个有迅速发展潜力的新公司或新发展的产品经受最初风险的投资,而不是用来购置与这一公司或产品有关的各种资产的投资。

美国学者 Riggs 则把创业投资定义为:通常是对所投资的对象没有长期持有的打算,

^① 范柏乃、沈荣芳、陈德棉:《国际风险投资理论研究综述》,《浙江金融》2000年第9期。

仅是在其所投资的事业有所发展后,立即将股权出售,而将投资所得再进行另一次的投资。

美国学者 Amrer 认为,对资金所有者而言,创业投资是将其资金投注于具有高风险的企业,所以此项投资可能一去不回,也可能成百倍地回收。投资期间是长期的,并以股权投资参与的方式投资。所投资的对象除了具有高度风险外,往往是新的快速成长的事业,创业投资家期望能从中获得巨额利润。

英国学者 Gonence 把创业投资定义为:是一种寻找具有高利润、发展潜力大、高风险投资机会的投资行为。

国内现在对创业投资的一般认识是,向具有高增长潜力的未上市创业企业进行股权投资,并通过提供创业管理服务参与所投资企业的创业过程,以期在所投资企业发育成熟后即通过股权转让实现高资本增值收益的资本运营方式。

二、创业投资的特点

综合上述有关创业投资的定义,我们可以概括出创业投资的 5 个特点:(1)创业投资是一种有风险的投资(Risky Investment);(2)创业投资是一种组合投资(Portfolio Investment),创业投资之所以能获利,是因为它是组合投资,投资于一批项目群;(3)创业投资是一种长期投资(Long-term Investment),创业投资一般要经过 3~7 年才能通过退资获得收益;(4)创业投资是一种权益投资(Equity Investment),其投资目标不在于企业短期经营的利润,而在于企业资产的增值;(5)创业投资是一种专业投资(Professional Investment),它不是一种单纯的投资行为,还要利用其经验、知识和广泛的社会网络为风险企业提供一种特有的资本经营服务。^①

具体来说,我们以创业投资市场成熟度最高的美国为代表来看,创业投资具有以下几个主要特点^②:

特点之一:投资对象科技含量高,创新性和专业化强。创业投资主要以高新技术产业中具有增长潜力的未上市的创业公司作为投资对象,以高新技术的创业投资为己任。正如经济合作与发展组织在 1983 年召开的第二次投资方式研讨会上明确指出的:“凡是以高科技为基础,生产和经营技术密集的创新产品或服务,都可视为创业投资。”创业投资不仅是高科技投资,而且是创新投资。对投资对象,不仅要求科技含量高,而且要求创新性;不是选择已经老化的技术项目和成熟的公司,而是选择新兴的技术项目和新生的创业公司,能创造新产品或新服务,开辟新市场。创业投资之所以钟情于高新技术,是因为高

^① 曾丽莎:《美、德风险投资的比较分析及其对我国的启示》,《经济前沿》2005 年第 8 期。

^② 鲍志效:《美国风险投资的特点及其启示》,《软科学》2001 年第 1 期。

新技术创造超额利润,并且高新技术往往能够形成自然障碍,使其他对手不容易进入市场,从而能够保证获取高额利润。创业投资还是专业投资,主要投资对象高度专业化。在美国,依据投资对象专业性质的不同形成了计算机软件、生物制药、通讯技术、新材料等专业的创业投资机构,在世界范围内各自的专业领域中寻求投资对象。美国领先的高新技术和丰裕的技术资源为发展创业投资提供了牢固的技术基础。目前,美国75%以上的创业投资集中在微电子、生物工程、信息技术等高新技术领域。

特点之二:投资风险大,周期长。创业投资是一种从事冒险创新的投融资活动,不同于一般的金融投资,通常是在没有任何抵押和担保的前提下,把资本投入前景不明的高新技术项目和创业公司,风险很大。这不仅由于高新技术项目既具有独创性和开拓性,本身又带有不成熟性和不稳定性;而且还由于新生的创业公司信息透明度较低,增加了投资决策和管理的盲目性。因此,创业投资不确定性因素很多,要面临技术、市场、经营管理、政治、道德等多重风险,成功率低。据国外统计,创业投资项目在总体上约有1/3完全失败,血本无归;1/3以上部分失败,不能收回全部投资。美国创业投资成功率比其他国家高一些,也没有超过30%。创业投资不仅风险性高,而且流通性低,周期长。在美国一个典型的创业投资过程一般要经过选择、协议、辅导、退出4个环节,大约需3~7年,平均期限为5年。

特点之三:投资收益高,对经济增长的促进作用大。创业投资者愿冒风险投资的高风险是为了追求风险投资的高收益。在美国,创业投资年平均回报率为35%以上,近5年年平均回报率高达40%,远远高于同期股票和债券的回报率。当年美国研究与发展公司在数字设备公司创立之初,投入7万美元作为种子基金的创业资本,现在已值4.5亿美元以上。创业投资不仅为投资者提供了一个高收益的机会,而且客观上迎合了科研成果商品化、产业化的需要,促进了高新技术的发展。美国斯坦福国际研究所所长米勒教授认为,由于科学研究早期有创业投资参与,使科研成果转化为商品的周期已由20年缩短至10年以下。美国从20世纪50年代的半导体硅材料、70年代的微型计算机、80年代的生物工程,一直到90年代的信息技术产业的兴起,无一不是借助于创业投资。创业投资不仅是科研成果商品化、产业化的催化剂,而且是科技发展和经济增长的助推器。美国风险投资协会1996年通过调查发现,当年美国新增产值的2/3是由创业投资支持的高新技术产业创造的。美国在90年代保持连续9年经济稳定增长主要靠高新技术产业支撑,而其中创业投资功不可没。正是创业投资使美国的科技和经济在新一轮国际竞争中处于优势地位。英国前首相撒切尔夫人认为,欧洲高科技发展落后于美国,并非由于欧洲科技水平低下,而是由于欧洲在创业投资方面落后美国10年。

特点之四:投资区域集中性。创业投资要以领先的科学技术和丰裕的技术资源作为技术基础,为此选择的投资区域应是高等院校、科研院所和高新技术企业高度集中的地

区。美国创业投资之所以在面积只有7 500平方公里的硅谷特别活跃,是因为在如此狭小的地区拥有包括斯坦福大学在内的一大批高等院校和包括 IBM 公司电脑研究中心在内的众多科研院所以及包括惠普、英特尔、苹果、甲骨文、思科、太阳、雅虎在内的大大小小的2万多家高新技术公司。明星荟萃的硅谷自然成为风险投资机构云集的最理想的地区,仅在1999年就吸纳了134亿美元的创业投资,占全国当年创业投资总额的27.7%。在那里,50%以上的中小型高新技术企业在成长过程中都得到过创业投资的帮助。

特点之五:投资形式权益化。创业投资是权益投资,不是一般的金融投资,它既不同于为赚取手续费的一般金融服务,也不同于为赚取利息的一般银行贷款,而是通过投资实行资产购买来拥有受资公司的股权,并进行管理、咨询等服务,使资本增值,最终通过股权转让,收回投资资本,并获得投资收益。创业投资不是追求短期利润,而是着眼于长远的权益增长所带来的高额利润;不是通过向成熟型企业投资来获取平均利润,而是通过向创业型或成长型高新技术企业投资来追逐超额利润。如1995年对新生的雅虎公司的风险投资只有200万美元,而现在这些投资已价值34亿美元。

特点之六:投资策略组合式。创业投资是组合投资。一是进行资本组合,由许多投资者共同投资,组建创业投资公司,设立创业投资基金。创业投资机构为了分散和降低投资风险,不会把全部资本投资于一个企业,而会同时投资于多个企业,并根据企业成长状况分期投入。一般都由几个创业投资机构挑选极具增长潜力和发展前景的、但暂时缺乏资金、还不具备上市资格的中小型高新技术企业进行联合投资,并分期投入。二是把资本、技术和管理进行有机结合。创业投资机构不仅投入资本,而且利用自身的经验和拥有的专家学者队伍,为受资企业提供咨询服务,协助企业进行经营管理,使企业科研成果尽快商品化、产业化,使产品符合质量要求,达到生产规模,并帮助打开产品销路,直至使企业在股票市场上市交易。

特点之七:投资模式多轮式。创业投资还是多轮投资,创业投资机构拥有受资企业股权,不是为了控股和经营,也不是为了分红取息,而是为了在受资企业资本高增值后,将股权出售转让,收回投资成本,并获得投资收益。这是创业投资与普通投资的区别。创业投资退出后,并没有成为闲置资本或生息资本,而会继续寻找新的投资对象,进行新一轮的创业投资,从而周而复始地进行多轮投资,以保持创业投资的连续性。

特点之八:退出机制灵活性和退出方式多样化。创业投资由于风险大,需要有一个可靠的、灵活的退出机制为其提供多种的、畅通的退出渠道,以保障资本的安全和周转。退出渠道是创业投资正常运转的关键环节,否则,创业投资无法实现投资增值和良性循环。美国创业投资的退出渠道和方式具有灵活性和多样性,主要有:(1)在股票市场公开上市。这是创业投资最理想的追求目标,被称为黄金收获方式。美国的30%以上的创业资本是通过从二级市场——纳斯达克股票市场上市交易,转让股权,得以退出。该市场的上市公

司涵盖了当今美国所有的科技产业,其中80%~90%是高科技企业。在过去25年中,美国大约有3000家得到创业投资支持的公司在此挂牌上市后,使创业资本从中退出,它为创业投资退出提供了可靠的渠道。(2)企业兼并收购。当受资企业被大公司收购兼并后,原投资的风险资本的股权可以转化成大公司的股票,并可以出售转让。在美国有40%左右的创业资本从此退出。(3)股权回购。创业投资机构将所持受资企业股份出售给受资企业及其职工,让股权回归,从中使创业资本退出。(4)清算。创业投资机构把资本投入后,如发现受资企业前景不好,发展缓慢,为避免更大的损失,会果断采取清算方式退出,但一般只能收回原投资的60%左右。在美国约有30%的创业资本以此作为投资失败时的一种迫不得已的特殊的退出方式,美国创业资本可以根据各自的投资状况,选择上述灵活的、多样的退出渠道和方式。

三、创业投资的作用

按照一般规律,一国经济结构、产业产品结构的调整总是从高新科技成果的商品化、产业化开始,而高新科技成果又大多被创新型企业或中小企业所吸纳。因此,创业资本的基本职能就是为这类高新科技成果应用型中小企业提供支持其创业和发展所必需的股权资本。

1. 创业投资支持中小企业的发展,为中小企业提供全方位的服务

在美国,有近80%的高新技术企业是在创业投资的支持下或按照创业投资模式发展起来的,这些企业已成为美国经济增长的重要源泉。我们熟知的大企业如国际数据设备、联邦快递、英特尔、微软、苹果等公司,是创业投资“孵化”的产物。可以说,如果没有创业投资,就没有这些企业的今天。高新技术企业发展初期,本身资产规模小、无形资产大、不确定性强及信息不对称等各种障碍,传统金融体系很难支持;而慢节奏地通过自我积累方式逐步创业的方式,无法适应现代经济发展的要求,新兴的创业企业只有借助于外源资本的支持,迅速完成创业历程,才能赢得竞争优势。

同时,创业投资整合各种资源为成长中的中小企业提供全方位服务。创业投资主观上是追求资本的高增值,客观上必须借助于企业的高速成长,因此在提供了资本支持的同时,还提供增值的管理服务。创业投资家通过其丰富的经验、专业能力及社会网络,推动企业的健康发展。创业企业一旦成功,创业投资的孵化使命即告完成,创业投资通过资本市场退出,形成更大的投资能力,去寻找新的投资机会,形成一种良性循环,从而促使新企业不断生成和发展。

2. 创业投资可以促进企业不断研发新的技术,促进科技创新^①

^① 李桂平:《技术创新中的创业资本支持》,《湖南师范大学社会科学学报》2001年第2期。

科技创新是指企业应用创新的知识 and 新技术、新工艺,采用新的生产方式和经营管理模式,提高产品的质量,开发生产新的产品,提供新的服务,占据市场并实现市场价值。一般来说,大企业是技术进步最有力的发动机,这是因为市场垄断地位是企业承受与创新相关的风险和不确定性的先决条件,同时大企业有较强的资金实力,因而大企业是科技创新的主力。与此相反,中小企业偏好理论认为,大企业的管理与控制程序繁琐,加上创新活动中的官僚主义,容易带来创新的报酬递减,而且市场垄断力量会养成惰性和迟钝。相反,中小企业只有不断地创新,才能保持竞争优势,同时,中小企业机制灵活,更利于创新。因此,中小企业在创新中具有活力和动力。

四、创业投资的基本类型

随着创业投资的不断完善和发展,新的创业投资方式在不断出现,对创业投资的细分也就有了多种标准。根据接受创业投资的企业发展的不同阶段,一般将创业投资分为四种主要类型。^①

1. 种子资本(seed capital)

种子期是指技术的酝酿和发明阶段,这一阶段的资金需要量很少。那些规模很小,或者刚刚处于发展早期的企业,既不可能从传统的银行部门获取信贷(原因在于缺乏可资抵押的财产),也很难从商业性的创业投资公司获得创业资本。除了求助于专门的金融渠道(如政府的扶持性贷款)以外,这些企业将更多的目光投向提供“种子资本”的创业投资基金。种子资本主要是为那些处于产品开发阶段的企业提供小量融资。由于这类企业在很长一段时期内(一年以上)难以提供具有商业前景的产品,因此投资风险极大。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。创业投资家在种子期的投资在其全部创业投资额的比例是很少的,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,二是离收获季的时间长,因此也就需要有更高的回报。

2. 导入资本(start-up funds)

导入期是指技术创新和产品试销阶段。这一阶段的经费投入显著增加。一旦当公司拥有确定的产品,并具有了较明确的市场前景后,由于资金短缺,企业便可寻求“导入资本”,以支持企业的产品中试和市场试销。但由于技术风险和市场风险的存在,企业要想激发创业投资家的投资热情,除了本身达到一定的规模外,对导入资本的需求也应该达到相应的额度。这是因为从交易成本(包括法律咨询成本、会计成本等)角度考虑,投资较大公司比投资较小公司更具有投资的规模效应。而且,小公司抵御市场风险的能力也相对

^① 张春生:《风险投资理论及在我国的应用研究》,《商业会计》2006年第10期。

较弱,即便经过几年的显著增长,也未必能达到股票市场上市的标准。这意味着创业投资家可能不得不为此承担一笔长期的、缺乏流动性的资产,并由此受到投资人要求得到回报的压力。总之,这一阶段所需资金量大,是创业投资的主要阶段。

3. 发展资本(development capital)

发展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个阶段又有了增加,一方面为扩大生产,另一方面是开拓市场、增加营销收入,最后,企业达到基本规模。就数量而言,能够发挥更大作用的是用于企业扩张期的“发展资本”。这种形式的投资在欧洲已成为创业投资业的主要部分。以英国为例,目前“发展资本”已占到创业投资总额的30%。尽管该阶段的创业投资的回报并不太高,但对于创业投资家而言,却具有很大的吸引力,原因就在于所投资的创业企业已经进入成熟期,包括市场风险、技术风险和经营风险在内的各种风险已大大降低,企业能够提供一个相对稳定的和可以预见的现金流,而且,企业管理层也具备良好的业绩记录,可以减少创业投资家对创业企业的介入所带来的成本。由于这一阶段的风险降低,因此利润率也大大减少。创业投资家在帮助增加企业价值的同时,应着手准备退出。

4. 创业并购资本(venture M&A capital)

创业并购资本是一种特殊的创业投资工具。一般适用于较为成熟的、规模较大和具有巨大市场潜力的企业。与一般杠杆并购的区别就在于,创业并购的资金不是来源于银行贷款或发行垃圾债券,而是来源于创业投资基金,即收购方通过融入创业资本,来购并目标公司的产权。以管理层并购(MBO/MBI)为例,由于创业资本的介入,并购所产生的营运协作效果(指并购后反映在营运现金流量上的效果)也就更加明显。目前,MBO和MBI所涉及的创业资本数额越来越大,在英国,已占到创业投资总数的2/3,但交易数量却少得多,原因就在于MBO/MBI的交易规模比其他类型的创业投资要大得多。

创业资本的其他类型还有创业租赁、麦则恩投资、创业杠杆并购等。创业租赁是指创业资本以资产租赁的形式介入创业企业,并借此获取利润;麦则恩投资也称作半层楼投资,它是介于创业投资和银行贷款的一种投资方式,获利率也在二者之间;创业杠杆购并是指购入方凭借融到的创业投资来回收被购目标,赚取融入的创业投资利息和购进企业的盈利率差额的一种投资方式。

五、创业投资的营运过程

创业投资的类型和规模差别很大,但又都具有一些共性,如要求较高的投资回报。与银行融资相比,获得创业资本时几乎不需要什么附属担保品,所以融资结构更加复杂,融资成本也更加昂贵,需要专门安排退资渠道。创业资本一般着眼于高科技产品的开发应用阶段,以参股方式参与项目投资,最后扶植获得成功的创业企业上市,通过抛售上市后

的股票来取得收益或将股票转让于其他投资者来套现,至此完成一个投资周期。从创业投资的营运过程来看,一般包括了以下五个阶段:

1. 相互了解阶段

创业投资界有一个形象的说法叫做“谈恋爱”,创业投资的第一阶段就像男女初次约会,创业投资家和企业家之间相互试探和揣摩。一般来说,每一个创业投资基金都设定了投资标准,比如投资数额的上限和下限;投资延续的期限;所投资企业的行业和地理位置;投资的切入点;在未来董事会中所占的席位;以及预期能够达到的投资回报率等。由于创业投资项目运作的结果往往是 1/5 能得到高回报,2/5 业绩平平,另有 2/5 则完全失败。所以,创业投资家对投资项目所要求的投资回报率一般都较高,常常都达到 40% 以上。

2. 测试评估阶段

经过百里挑一的选择,创业投资基金开始对合适的企业进行初步评估,这项工作一般从企业的“商业计划书”开始。对于被选中的企业,创业投资公司还要进一步深入地调查和筛选,包括产品测试和市场调研。因此,企业为了能得到创业投资公司的青睐,制定一份完整和规范的商业计划书是非常重要的,称其为“敲门砖”毫不过分。

3. 签订协议阶段

创业投资公司与创业企业达成协议,在协议中明确规定各自所有的股份,同时,创业投资家将对企业的财务进行调查与核实,这一过程被称为“尽职调查”,如果一切满意,创业投资家与企业管理层之间便会达成创业投资协议。有时还涉及第三方,如银行或代理机构等。

4. 提供监管阶段

注入创业资本以后,创业投资家或多或少都会参与对企业的监管。某些创业投资公司倾向于“无为而治”,与企业保持一段松散关系;另一些公司则保持了较为紧密的联系。以上做法通常在双方的投资协议中已被专门列示,一旦企业违背了这些条款,创业投资公司便可以自动获得控制权,通过其委派的董事对企业经营进行干预。

5. 基金退出阶段

当公司发展到一定规模,而市场状况又比较有利时,创业投资公司便开始寻找退资途径。根据创业企业的经营业绩,创业投资的基本退出方式包括:IPO(Initial Public Offering)、商业出售、股权转让和清算。一般来说,创业投资的周期不超过 3~4 年,其后要有下一拨创业投资者接手,或被其他公司收购,也可以股票直接上市(IPO),这就是创业投资的游戏规则。尤其值得一提的是二板市场对创业投资业所产生的推动作用,这其中最突出的表现是美国的 NASDAQ(全国券商协会自动报价系统)。在该交易系统中,共有近 5 000 余种股票,发行总额达 22 万亿美元。NASDAQ 的小盘股市场就是直接针对中小企业设定的,它放宽了中小企业上市标准,即主要取决于该企业的科技含量和市场潜力,