

导 论

科学技术是第一生产力。科学技术对经济发展的推动作用，主要是通过技术创新、特别是通过科技成果转化为商品，即通过科技创业来实现的。

要实现科技成果产业化，实现科技创业，必须通过科技成果与资本的结合。由创新环境、创业资本市场、创业投资机制所支持的创业投资，正是体现资金、技术、管理与创业精神的结合，是支持创新与创业、发展高新技术产业的现代模式。

第一节 创业投资的含义

所谓创业投资（Venture Capital，简称 VC）泛指创业投资家向新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业（主要是高科技公司）投入权益资本，并主要通过资本经营服务，直接参与风险企业创业历程的资本投资行为。

需要强调的是，“创业投资”的内涵远不止是创业资金或“钱”的问题，其实质是指对高新技术产业化的支持系统，或者说是一种科研、企业和金融有机结合的投资机制。

完整地理解创业投资概念，必须把握三层含义。

一、创业投资的目的

创业投资是资本投资行为，投资的目的是追求资本的增值，而不是长期持有投资企业的私人股权以求获取股息收益。

创业投资家将资本投入创业中的企业，其最终目的是要通过投资这一企业获得较高收益。获得收益的途径是投资后的成功退出。可以说，创业资本的投资是为了退出，因为只有退出才能收回资本并获得收益。因此，创业投资是资本投资行为，不是实业投资。

创业投资的这一性质决定了创业投资家与创业企业经营者（创业者）之间关系的复杂性。一般来说，创业者与投资者能够走到一起来，是因为创业者要实现成功的创业，需要有创业资本的支持；而创业投资家的目标是获得投资增值，需要借助于所投资企业的顺利成长，实现理想的现金收入。因此，创业投资家与创业者的目标并不完全一致。创业投资家与创业者对企业投资目标的差异性，是创业投资复杂性的根源。

二、创业投资的对象

创业投资的投资对象是创业期的企业。创业投资家在所投资企业发育成熟后即退出投资 以便实现自身的资本增值 并能够进行新一轮创业投资。

企业的发展可以划分为萌芽阶段（Seed stage）、初创阶段（Start-up stage）、扩张阶段（Development stage）和成熟阶段（Mature stage）。相应地 典型的创业投资也可划分为种子期投资、初创期投资、扩张期投资、成熟期投资、企业公开上市、创业资本退出等阶段。

1. 种子期投资：企业的萌芽阶段

创业者为了验证其新产品的发明和创意的可行性，起初需要投入一定的研究开发资金，为新技术或项目的实用化、商品化而进行产品、工艺、设备、流程方面的研究。由于对新产品、新技术实现的可能性的判断缺乏较完备的信息资料，在一开始吸纳创业投资相对困难。一般情况下，这一阶段所需要的资金投入是创业者自己出资承担的，其来源可能有：个人的积蓄、家庭的财产、亲戚朋友的借款以及小额的抵押贷款，等等。有一部分创业者可能向创业投资公司申请资助。这时，创业投资公司一般要求创业者拿出一个完整的商业计划并要带有样品或者样本。创业投资公司在对创业者的申请进行评审筛选后确定是否投资。这一阶段的创业资本主要分两种：一种是种子资本，主要用于产品开发和市场研究；另一种是启动资本，用于产品的试制试销。这时公司已有了完整的商业计划，而且初期的市场开拓已经开始，但商业性销售尚未开始。

由于面临着较大的技术开发风险、市场风险等，创业投资公司在种子期的投资在其全部创业投资中所占的比例一般不超过 10%。

2. 初创期投资：企业的初创阶段

从产品开发成功到转入大规模生产，需要较多的投资用于购人生产设备、产品的开发与销售，以形成生产能力、开拓市场。由于在产品商品化过程中存在许多不确定性因素，创业中的企业在这一阶段失败的比例相当高，有统计资料显示在 80% 以上。因此，创业中的企业直接从银行获得贷款的可能性很小，更不可能从资本市场直接融资。然而，这时正是创业投资公司参与投资创业中企业的主要时机。从时间分布上看，这一阶段短则半年，长则四五年不等。由于资金的需求量较大，有时一个创业投资机构的投资难以满足需要，创业者可能会寻求多个创业投资机构的投资。在这一阶段，一部分创业投资机构在种子期获利，会吸引新的创业投资机构加入；相反，当发现创业中的企业前景不妙，创业投资则会半途而废而退出。

上述两个阶段又常称为创业投资的早期阶段。

3. 扩充期投资：企业的扩张阶段

这一阶段企业的经营已经逐渐取得业绩，为了进一步地开发产品和加强营销能力，需要更多的资金投入。创业投资机构可能会追加投资（称为成果资本或扩展资本），一些新的创业资本也会进入。创业投资机构在这一阶段会加强对企业的监管，更多地参与企业的重大决策，以确保创业投资的成功。

4. 成熟期投资：企业的成熟阶段

这一阶段企业的经营已经比较稳定，市场前景也比较明朗，已有可能从银行获得贷款，资金已经不是企业面临的最主要的问题。为了实现创业投资的成功，顺利获得资本利得，企业主要会考虑引进一些知名的创业投资机构或者创业投资家作为其股东，以提高企业的知名度，为公开上市发行股票做好形象方面的准备。参与投资的创业投资公司此时会充分利用自身的优势从中斡旋。

第 3 阶段和第 4 阶段又常被称为创业投资的后期投资。

5. 企业公开上市：创业资本的退出阶段

随着企业的进一步发展，新产品的市场认同度、企业的经营业绩、经营规模等都已经达到了一定的水平，具备了通过上市进行直接融资的可能。这时候，创业投资者考虑退出，通过公开上市发行股票，获得高额回报，或者出售股份给第三者。

根据美国的统计资料，早期的创业投资公司偏重于投资企业的早期

阶段第 1、第 2 阶段); 20 世纪 80 年代以来则偏好于投资企业发展的后期阶段, 而且更广泛地运用了各种新的金融交易工具、技术, 如杠杆收购、企业购并等, 这是因为后期阶段投资的回收较快且投资风险相对较低。有关的研究表明了后期阶段投资的内部收益率 (IRR) 较早期阶段投资的内部收益率高。1992 年美国创业资本的投资总额为 25 亿美元, 其中早期阶段的投资金额为 6.19 亿美元, 占 24.35%, 后期阶段的投资额为 19.23 亿美元, 占 75.65%。近几年来, 美国创业投资的阶段分布平均的比例为: 早期阶段 30%, 后期阶段 70%。

三、创业投资的性质

创业投资对创业企业的投资不是单纯提供资本金支持, 而是在提供资本金支持的同时还提供资本经营服务并直接参与企业创业。

依据投资风险状况的不同, 资本投资可以分为确定性投资和风险投资 (risk capital)。对公益事业、国库券、公司债券等的投资具有确定的投资收益, 因此是确定性投资。根据投资对象及手段的不同, 风险投资可进一步划分为对公开招股股票的普通权益投资, 富有的资本所有者根据自己的经验进行的非正规风险投资 (informal risk capital) 以及由专业的创业投资家进行的创业投资。对创业投资, 在我国也往往被称之为风险投资, 以突出创业投资的高风险性。本书中我们所说的创业投资意味着风险投资 (venture capital)。

创业投资家为了获得较高的投资收益, 必须承担创业中的高风险。这体现了投资收益与风险有某种对称性。投资者考虑的是收益与风险的权衡。但是, 创业投资的高收益并不是因为高风险, 因为风险本身并不会带来收益。

创业投资高收益的来源是创业投资家的管理价值。

创业投资家不仅对创业中的企业投入资金, 而且还要参与企业的经营管理, 提供一系列的资本经营服务。创业投资家应该不仅仅是金融家, 而应该是金融家加企业家, 既是投资者又是经营者。创业投资家与银行家及普通股东不同, 银行家向企业贷款后就等着企业偿还本金和利息, 普通股股东的投资是为了享受企业的股息和股票的价值增值。而创业投资家在向企业投资后, 还要参加企业的经营管理, 参与企业的运行。创业投资家应当给企业带来比其投资的货币价值大得多的管理价值。也就是说, 创业投资家不仅给企业带来了资金, 而且还带来了 (而且更重要的是)

专业特长和管理经验。创业投资家既参与企业的发展规划、企业生产目标的测定、企业营销方案的建立 又参与企业的资本运营过程 甚至还参与企业重要人员的雇用、解聘。

阅读资料 0—1

关于风险投资已有大量出版物 从中容易发现下述各种定义：

·风险投资是指投资者对风险项目的投资行为。

·风险投资 顾名思义是将资金投入具有高风险的经济活动中，并期望获取高收益。

·风险投资是指对面临技术上、市场上的高风险 但具有增长潜力的高技术企业的投资。

·风险投资是以科学技术为基础、研究、开发、生产、经营技术密集型产品并使之产业化的投资。

·风险投资是指在高新技术产业领域内进行的 以在企业成熟阶段获得高额资本收益为目的的投资活动。

·风险投资是指以高技术与知识为基础 投资于生产、经营技术密集性高新技术产品或服务企业的行为。

·风险投资主要是指对那些未来有可能开辟新市场而目前仍处于构想阶段的高新技术的投资。

·风险投资是指投入高新技术的研究开发并使之商品化的资金。

·风险投资是指为获取巨额利润将资本投放于高新技术产业化过程中的投资行为。

从上述人们对风险投资的简单定义可发现 对风险投资的理解有广义和狭义之分在前两种说法中 风险投资泛指一切具有高风险和高潜在收益的资本投资。例如，一个大油钻探项目 存在着相当大的风险 同时也有相当高的潜在收益 由几家投资者共同购买石油探测设备 进行钻探 应当属于这一类。而后几种定义则将风险投资理解为专门用于购买在新的思想和新技术方面独具特色的创新企业的股份 并以股东的身份参与创新企业的建立和管理 简言之 就是专门用于高新技术、创新企业创建的资本投资。

第二节 创业资本的特征

一、创业资本是权益资本，不是借贷资金

创业投资家选择好企业以后就着手设计以什么形式投入资金。创业投资投入的资本一般占所投资企业资本总额的 1/3，有时更多。这意味着创业投资公司拥有投资对象全部股份的 30% 以上。对于企业来说，同样的融资成本未免太“昂贵”了；但是，也许这是惟一可行的资金来源。因为银行贷款相对要便宜得多，但又往往可望而不可及。

创业投资机制和银行贷款机制的差别是：

- 银行贷款讲求安全性，回避风险；而创业投资却偏爱高风险项目，追逐高风险后隐藏的高收益，志在管理风险，驾驭风险。
- 银行贷款以流动性为本；而创业投资却以短期不流动性为特征，在相对不流动中寻求增长。
- 银行贷款着眼于企业的现状、企业目前的资金周转和偿还能力；而创业投资放眼未来，即企业未来的收益和高速度增长潜力。
- 银行贷款考核的是实物指标，是以货币计量的；而创业投资考核的是被投资企业的管理队伍，是否具有管理水平和创业精神，是企业家的素质，考核的是高新技术的未来市场。这些都很难以货币计量。
- 银行贷款需要抵押、担保，其一般投资方向是成长和成熟阶段的企业，而创业投资不要担保，不要抵押，它所投资的是新兴的、有着巨大潜力的企业和项目。
- 银行投入的是借贷资金，而创业投资一般是权益资本。

创业投资虽然投入的是权益资本，但目的不是获得企业所有权。创业投资家常说：“我们并不想控股，我们要的是增长，我们要的是收益。”这句话道出了创业投资家的目的。他们虽然以权益资本的方式投资，但他们最终是要撤出的。撤出时要带走的不仅是最初的投资额，还有成倍的利润。创业投资为高收益付出的代价也是很高的。首先，是投资风险高，尽管精心筛选，但所投公司的失败率仍然是惊人的；其次，所投入的资金会在企业滞留相当长的一段时间，通常平均投资期为 5~7 年。

创业投资的这种不流动性使得创业投资家有“耐心”。创业资本也常

常被叫做“勇敢和耐心的资本”。尤其是早期投资或规模较小的创业投资，其投资期更长。据美国因第弗斯公司的调查，从 1972~1982 年，157 家创业公司平均需要 30 个月才能达到第一平衡点，即现金流平衡点（负现金流转向正现金流）需要 75 个月才能达到第二平衡点，即损益平衡点（收回投资资本）。

二、创业资本是投资与融资的有机结合

创业投资在现实中是指融资与投资相结合的一个过程，而风险这一概念不仅体现在投资上而且也体现在融资上。从某种意义上说，创业投资过程中最重要的、也是最困难的不在投资方面而在融资方面。

从业务性质角度来看，整个金融机构（包括银行和非银行金融机构）可分为两大类型：买方金融（buy-side financing）和卖方金融（sell-side financing）。各类商业银行、投资银行等都属于卖方金融，而创业投资企业和其他数量有限的金融机构则属于买方金融。

卖方金融是指这些金融机构都是通过出售自己的服务来获取利润。例如，企业的股票上市往往是通过投资银行进行的。投资银行除承销证券以外，还负责与上市相联系的各种业务，包括法律方面、税务方面、财务方面、会计方面的业务。对于所提供的这些服务，投资银行向企业索取一定的费用。这种费用可以是证券买入价和售出价之间的差额，也可以是一笔佣金。商业银行则通过为企业提供存贷款业务赚取存贷之间的利差。

买方金融的典型特征是首先要筹集一笔资金，而这笔资金是以权益资本的形式存在，然后以所筹资金购买企业的资产。买方金融的利润主要来自资产买卖的差价。在融资时，创业投资家购买的是资本，出售的则是自己的信誉、诱人的投资计划、对未来收益的预期。投资时，他们购买的是企业的股份，出售的是资本金。退出时，他们出售企业的股份，买入资金，外加丰厚的利润，以及辉煌的业绩和成功的口碑。将资本撤出后，他们会进行下一轮的融资和投资。从事买方金融的除了创业投资企业外，还有“天使”、“布罗波投资”、“私募”、“资产管理公司”等等。

阅读资料 0-2

“天使”(angels)是指既富有雄厚的资金实力,又富有管理经验的个人。他们看准了投资机会后,就用自己的钱,加上自己的管理经营经验,参与到企业从小到大的整个成长过程。他们可以作为董事会的成员直接参与所投资企业的生产与发展。据统计,20世纪90年代初美国大约有200万这种天使。他们之中绝大部分是靠自己发家的第一代百万富翁。

“布罗波投资”(bootstrap investment)是指那些在企业的最初发展阶段所作的投资。这时,企业可能只是一个想法,一个概念。没有设备,没有资金,没有管理经验。这种情况下的投资中大约有一半以上来自于企业家本人,或亲朋好友个人的积累。这种投资或以私人直接投资的形式,或以放弃工资的形式实现。后者也叫做“血汗资本”。比起创业投资来说,“布罗波投资”更直接,困难更多,风险更大,一旦成功,所获利润也更高。很多人把“天使”和“布罗波投资”包括在广义上的创业投资概念之中。

“私募”(private placement)则是指一些富有的个人、公司和养老基金等得到未公开发行的证券,从而把资金直接投入到私人企业中去。与创业投资相比,私募的好处是,它保护了现有股东的利益,不会导致股权的稀释。

“资产管理公司”,大多数利用各种不同的公共市场上的金融手段,如股票、债券等将企业的资产买进,经过整顿修复,提高其市场价值,再将所购资产卖出去。“资产管理公司”投资手段多样化,投资规模也大小不等,灵活性很强。

买方金融的一个共同点是,整个金融过程是由融资和投资两个方面构成的,而融资又占据举足轻重的地位。融资比投资还重要,还艰巨。融到资金往往就是成功的一半。融资规模越大,就越显示了创业投资家的出类拔萃,高人一筹。

买方金融必须为他们的投资者提供高收益。也只有提供这样的高收益,买方金融才能继续从这些来源融资,得以生存。

创业投资融资的对象主要为:公共的和私人的养老基金、捐赠基金、银行持股公司、富有的家庭和个人、保险公司、投资银行、非金融机构或公

司、外国投资者。在各资金来源中 养老金是最主要的一项。

创业投资的风险方面不仅仅体现在投资方，也体现在筹资方。这是由创业投资的融资方式决定的。这种融资方式不同于一般企业融资。一般企业融资的资金来源主要为两个渠道：或通过在金融市场发行金融工具 股票、债券等 获取资金 或通过银行贷款。创业投资的情况却与此不同。创业投资所融得的资金，很大程度上取决于创业投资家个人的魅力。投资人(出资人)是本着对创业投资家的个人信赖而投入资金的。

创业投资的投资人(出资人)大多是精明强干的、经验丰富的投资家 (sophisticated investor)，但也可能是对投资一窍不通的门外汉，如富有的家庭或个人。即使是经验丰富的职业投资家，他们在选择创业投资公司时也基本上以这些创业投资公司中的创业投资家个人的学识、素质、业绩为依据。如果投资人(出资人)对所投项目知之甚微 或对市场状况的了解一鳞半爪，他们的投资决策就更取决于他们对创业投资家个人背景的判断。他们或是耳闻目睹了创业投资家的业绩，或本人就是创业投资家的亲朋好友。他们的投资在很大程度上是对创业投资家个人的投资，而不是对企业或项目的直接投资。他们对创业投资家的这种信赖无形中给创业投资家施加了很大的压力。创业投资家清楚手中融到的这些资金的分量 明了投资人对自己的重托。他们知道 这笔钱丢不得 这个赌输不得 这个仗败不得。一旦有误 将来再从这些人手中融资的可能性就会化为零。这就是融资方面的风险。

创业投资中的融资决策往往比投资决策更困难。从美国多年的实践看，创业投资的融资方和投资方都是卖方市场。而这两个卖方市场对创业投资家却有着截然不同的意义。在融资卖方市场中，创业投资家处于被动地位。在投资卖方市场中，创业投资家却处于主动地位。

资金的短缺是创业投资业的普遍现象。从这个意义上看，融资的确是创业投资业的第一、也是最困难的环节。

创业投资是投资和融资的有机结合。没有一定的投资目标或投资方向很难融得资金。很多时候，投资方向的选定是能否融到资金的关键。同样，投资中又有融资。投资的过程往往伴随着第二轮或第三轮的融资。融资和投资构成了不可分割的有机整体，这是创业投资的一个重要特征。

阅读资料 0-3

创业投资能够在短短的几十年发展成为一种重要的投资方式，并得到各国政府的大力扶持，说明它对经济和社会的发展具有独特的功能。这种独特的功能，集中一点就是对高新技术产业的发展具有强大的支撑作用。

创业投资具有如下几个功能：

1. 聚资功能。创业投资公司可以采取各种各样的融资方式，大量吸纳社会余资。在国外私人资本、抚恤基金、学院基金、养老基金等都大量被创业资本吸收。

2. 变功能。嬗变是指在融资过程中发生的资金性质的转变。嬗变包括期限嬗变和风险嬗变两种。期限嬗变可使本属于短期性的资金（如缓购性储蓄），转变为可长期使用的资金。风险嬗变可使本属于安全性的资金（储蓄、债券等低风险的资金）转变为可投资于风险较大项目的资金。

3. 资金匹配功能。由于创业投资机构一般都拥有庞大的资金和丰富的投资经验，它对吸引资金进入高新技术产业化过程产生较强的示范和吸引作用，在高新技术产业化过程中起到种子融资的作用，能够吸引一批资金时创业投资进行匹配。

4. 效益功能。投资行为的最基本的动力是经济效益，与具有潜在高效益的高新技术产业结合在一起创业投资必然具有较高的效益功能。目前世界上创业投资的平均收益率在 20%~30% 左右，有的高达 50%。

5. 促进高新技术成果转化的功能。高新技术产业化过程由于其风险性过高，所需资金较大，常规的投融资渠道难以解决其资金需求问题。创业投资填补了高技术产业化环节中巨大的资金缺口，对高新技术成果转化有着较强的催化作用，是最合适的投融资方式。

6. 激励创业企业家和高新技术研究人员的创业功能。创业企业家和高新技术研究人员，一般只拥有管理才能和高新技术成果，他们无法依靠自身的财力使创业企业迅速成长。如果创业投资家能够及时介入，将有力地激发他们的创业热情，促使更多的创业者创业。

7. 风险管理功能。创业投资公司之所以敢承担风险，是凭借其卓越的风险管理能力。创业投资公司的人员组成，包括金融专家、技术

家、财务专家、企业管理专家和法律专家等。他们可以适应项目评估、企业咨询和参与企业管理的需要，以减少和分散风险为宗旨，通过严格的项目选择和项目执行过程管理，辅之以强化的技术和市场预测。这些都有助于降低企业的技术风险、市场风险和经营管理风险，从而减少高新技术产业化过程的风险损失。国际经验表明，通过创业投资公司的严格管理，创业投资总体的失败率会大大降低。

8. 推进创业企业规模发展的功能。创业投资一般是待创业企业成为规模企业之后，才退出投资和获取收益。在此之前一般不取红利，这对处于发展阶段且资金需求旺盛的创业企业来说十分重要，有利于企业将自身有限的资金投入扩大到再生产中，促进创业企业早上规模。

由于具备上述功能，因此，创业投资成为最适合高新技术产业化的投资方式。它对高新技术产业发展的巨大推动作用，可概括为：

1. 创业投资能够拓展融资渠道，克服高新技术产业化的资金障碍。资金是推动高新技术产业化的重要力量，资金的缺乏对高新技术企业的起步创业和成长发展都构成致命的约束。高新技术产业化具有“高投入、高风险、高收益”的特征。一项高新技术成果从发明创新到产业化，面临着能否转化为产品的技术风险和是否满足消费需求的市場风险，以及自身发展更新快、不确定性因素多的风险，存在较高的失败率。然而，如果高新技术成果一旦产业化成功，又往往能够带来高的附加价值和可观的收益回报。这与传统的投资原则相违背，却正好构成创业投资得以发展的契机。创业投资作为一种新型的投资机制，能够对那些传统信贷缺乏兴趣，而确有发展潜力的发明创新提供资助，支持高新技术创业企业的创业和发展。在美国，70%以上的创业投资投入到电子、信息、生物技术等高新技术领域，在英国，50%的创业投资投入到与高新技术有关的领域。可以认为，创业投资通过灵活特殊的投资方式，在资本和高新技术之间起到桥梁作用，为成千上万高新技术创业企业的诞生和成长提供了资金保证。

2. 创业投资能够加快高新技术成果的转化，促进高新技术产业发展。20世纪内高新技术领域的许多重要科技成果，从20世纪50年代的半导体硅材料，70年代的微型计算机，到80年代的生物基因技术，无一不是在创业投资的作用下，从实验室的大胆构想变成商品，并创造出巨大的经济效益。如果没有创业投资，这些高新技术成果的转化是

难以实现的。因此，创业投资有助于缩短科学研究到工业生产的周期，加快科技成果商品化，促进高新技术产业化。在美国，创业投资已成为具有吸引力的潮流，创业资金的大量增加，造就了无数的高新技术企业以惊人的速度迅速发展。那些原来微不足道的小企业已发展成为今日举世瞩目的跨国公司，例如惠普公司(HP)、英特尔公司(Intel)、苹果公司(Apple)等，都是从创业企业起步而发展成为国际著名的高新技术企业的。创业投资为高新技术产业化注入了活力，高新技术也为创业投资创造出广阔的施展拳脚的空间，创业投资与高新技术的紧密结合，能够促成高新技术产业的繁荣发展。

3. 创业投资能够加速建立高新技术产业群，推动科学园区的发展。高新技术产业的形成具有一定的区域性，兴建科学园区已成为世界各国发展高新技术、开拓新产业、建立新兴高新技术工业而广泛采取的方式。科学园区开创了大学、研究机构与产业化紧密结合的先河，其成功不仅取决于园区内的科技、教育水平，更关键的是创业投资的发展水平。世界上许多著名的科学园区都是在创业投资的支持下发展起来的。其中“硅谷”的形成是最有力的例证，美国斯坦福科学园区的形成和发展也决非偶然，创业投资起到了重要的作用。该园区集中了全美1/3的创业投资公司，每年创业投资额高达数十亿美元，繁衍出众多的高新技术企业，建立起先进的高新技术产业群，仅电子企业就多达2800多家，使其成为当今世界最大的微电子产业基地，年销售额高达数百亿美元。由此可见，科学园区的发展在很大程度上需要依靠创业投资。只有创造良好的投资环境，广泛地吸收风险资金，使科学园区成为创业投资的活动中心，才能为建立高新技术产业群提供充裕的资金支持，从而加速科学园区的发展。

第三节 创业投资的过程

一个完整意义上的创业投资循环模式从资本的投入到退出，一般来说经历如下一些程序：建立基金、寻找投资机会、筹集资本以供投资、产生交易、经营流程、筛选、评价交易、评估、谈判、达成交易、运作资本以求最大化、策划并实施退出。概括来讲，其关系如图1-1所示。

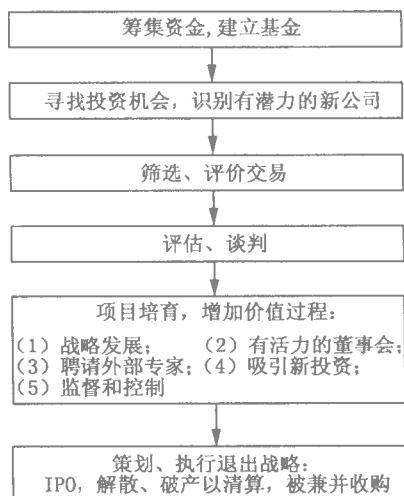


图 1-1 创业投资的循环过程

一、筹集创业资金，建立基金

创业资金是指用于创业投资的资金 其来源可以有多种渠道：①个人投资。政府资助，如国家自然科学基金。政府担保的银行贷款：政府对银行向创业企业的贷款实行担保，项目成功则企业还贷，项目失败则由政府财政负责归还相当比例。大企业的投资：一些大的企业本身开发出了很好的技术，但由于尚不成熟，它们往往将其交给一家小公司，由小公司将技术完善并推向市场，以市场机制代替上下级协调机制。商业银行贷款：由于创业投资的丰厚利润，一些商业银行纷纷成立了创业投资部。

创业投资不同于一般投资，它是智力与资金的结合，创业投资的投资对象主要是高新技术产业，它承担着投资项目的技术开发和市场开拓的风险。因而，它以严格的项目选择、评审和参与对该项目的管理来尽可能地减少风险性，并以投资组合的经济效益来保证资金的回收。

二、寻找投资机会 识别有潜力的新公司

选择什么样的项目或公司进行投资是创业投资家最为关心的一件事，同时也是衡量投资家眼光和素质的重要指标。创业投资家在分析某

个投资建议是否可行时考虑因素无外乎三点：技术创新的可行性、项目的经济评估、企业领导的业务素质。对于一些在通常金融业务中起重要作用的因素，例如自有资金的多少、资信状况的好坏等问题则考虑得较少。

■分析的次序一般是人、市场、技术、管理。

1. 创业者的素质。创业投资家从各个角度去考察该创业者或创业者队伍是否在他从事的领域内具有敏锐的洞察力，是否掌握市场全景并懂得如何去开拓市场，是否懂得利用各种渠道去融通资金，是否有将自己的技术设想变为现实的能力，是否有较强的综合能力等。这种考察并不是绝对的，往往是与创业投资家本身的素质水平有相应的关系。

2. 市场。任何一项技术或产品如果没有广阔的市场作基础，其潜在的增值能力就是有限的，就不能达到创业投资家追求的目的。这里所说的市场可能是全新的市场，即没有同类的产品与之相比较、相竞争，需要创业者从零开始逐步开拓市场，并被广大用户所接受；也可能是在已有产品市场中寻找空隙。创业投资家根据自己的经验和对市场的认识，分别判断投资产品是否具有广阔的市场前景，市场占有率会有多大，产品的市场竞争能力如何。

3. 产品技术。创业投资家判断产品技术构想是否具有超前意识，是否可以实现，是否需要经过大量研究才能变为产品，产品是否具有本质性的技术，产品生产是否需要依赖其他厂家，是否有诀窍或专利保护，是否易于丧失先进性，等等。

4. 公司管理。公司管理是一项很重要的指标。一流的管理加二流的产品比二流的管理加一流的产品更具有优势。创业者初期往往身兼数职，既搞研究开发，又搞市场拓展，还要负责公司管理。而在社会分工日益细致的现代社会是不足取的，因此当一个人申请项目时说他全能，将全面负责时，这往往是一个危险的信号。创业投资家应劝说其吸引其他专家加入，组成一个知识结构合理的管理队伍，共同把企业搞好。

三、筛选、评价交易

向创业投资家提出申请、争取投资的人会有很多，但其中好的项目却不见得有多少，这就需要进行筛选和评价，进行风险分析。创业企业面临的主要风险有： 技术风险：即技术开发方面的各种不确定因素，如技术难度、成果成熟度、与商品化的差距、开发周期与技术寿命期。 市场风险 难以确定的市场需求、上市时机、市场扩展速度、竞争能力、产品替代

性。 管理风险：人员素质、领导判断与决策的正确性。 财务风险：资金的周转与支付能力状况。 政策风险 社会、经济、政治、法律政策的变化。 ⑥ 自然风险：是否发生不可抗力的意外事故。

各种不确定因素也构成了风险管理的对象。风险管理的关键是项目选择和投资方向的决定。不确定性因素很多，但是在不同的投资阶段，对于不同的投资者，各种不确定性因素的权重是不同的。在首轮投资中面临的主要风险是技术风险和管理风险，因此着重考察的因素也就应依次是：管理队伍、技术和产品的特性；后续投资中则注意企业实施计划的效果。另外，不同的投资者由于其知识背景、信息掌握、投资偏好和目的的不同，在排序和权重上亦有区别。

为降低投资风险，通常采取的风险管理原则有：

1. 分散风险的原则，即平衡投资、组合投资，将风险资金同时投向不同企业、不同发展阶段，或几个创业投资公司联合起来向一个企业投资。通过后者不仅可借其他创业投资者的经验和资金降低风险，还能以较小的投资使风险企业获得足够资金，尽早受益。

2. 分类管理、区别对待原则。企业可大致分为三种类型：成功、中等、失败。对于成功企业，创业投资者应强化经营管理，促使它尽快成熟，尽早在股票市场公开上市，以获得最大利润。对一般企业，应保持其稳定发展，鼓励与其他企业合并，或协助其从银行或其他渠道筹集资金。对于失败企业则应及早提出警告，协助其转移、改变经营方向，或干脆清算破产，以便把损失降到最小限度。

3. 建立制约机制和激励机制。

四、评估、谈判 达成交易

经分析，如果觉得交易合算，就可以进入谈判阶段。一般谈判要持续数周至半年时间。创业企业提出项目计划书和前景预测，交由创业投资家审查。创业投资公司对申请项目作出了倾向于肯定的技术经济评价后，即开始谈判。在谈判过程中要解决的主要问题：一是出资数额与股份分配，包括申请方技术开发设想与作为研究成果的股份估算；二是创建企业人员组织和双方各自担任的职务；三是投资者监督权利的利用与界定；四是投资者退出权利的行使。在谈判中，会有双方的律师、会计师、投资顾问等参加。双方意向一致后，则签署法律文书，形成合同，创业投资者将资金打入创业公司账户，双方开始“婚姻生活”。

五、共同合作、共创价值

谈判终止、合同签订，创业投资者与创业企业就已在一条船上，成败与共，他们的合作状况直接影响着双方能从中获利的状况。合作的内容与方式一般是：

1. 制定发展战略。

2. 建立有活力的董事会。各方代表在董事会中名额的分配不应拘泥于投资比例，应吸收专家参加。知识结构应力求合理。

3. 聘请外部专家。虽说创业投资家是管理上的好帮手，但现代管理的日益复杂多变，需要有更多的外部专家，如律师、会计师、管理咨询公司。专家的意见很重要，但要注意一点，外部专家的意见不应代替自己的判断。专家的意见只是提供了一种或几种选择方案，真正作决定的还是自己。

4. 吸收其他的投资者。其他投资者的加入，不仅带来资金，而且可能带来新的管理思路、新的关系网络，这可提高企业的管理资质和盈利前景。但同时，新的投资者的加入，可能会冲击原有的利益格局。一旦处理不当，不仅没能起到引资的正面作用，反而可能将公司拖垮。

5. 监督和控制。创业投资者的监督和控制对一个成功的企业运作是必要的。决定合作以后，创业投资公司对该项目开发的用款逐笔监督：一看是否必要支出，二看该项支出是否经济，有无更好的替代方案。在开始合作一年之后，创业投资公司要考察投资效果和项目开发前途，如果认为发展趋势不好而且找不到适当的补救措施就应当机立断决定放弃赶紧处理已有资产和成果，尽可能减少损失。

六、准备退出

如果创业投资的进入是为了取得收益，退出则是为了实现收益。只有退出，创业投资才能重新流动起来；只有退出，收益才能算是真正实现；只有退出，创业投资家才能将资金投向下一个项目，赚取更多利润。可以说，策划退出是创业投资家从开始寻找项目就着手考虑的问题。以后每个阶段，创业投资家都在考虑退出问题。一旦退出时机到来，创业投资者就应当机立断。退出不一定是在成功后才能进行，在很多情况下，在被投资企业难以为继之时，应立即退出，以免受到更大的损失。有时在被投资企业发展速度放缓，以后也不可能有多大作为时，也应退出，将资金投向

更有前途的项目。退出方式主要有三种：公开上市（IPO）、被兼并收购和清算。

1. 公开上市（IPO）。公开上市是创业投资退出的最佳渠道，通过IPO，投资者可得到相当好的回报。

2. 被兼并收购。首先，管理层收购：创业企业发展到相当阶段，如资金规模、产品销路、资信状况都已相当好，这时创业企业家就希望能由自己控制这个企业，而不是听命于创业投资家，创业投资家也愿意见好就收。于是创业资本的股份转卖给创业企业家，所卖价款可能会比IPO少些，但费用也少，时间短，便于操作。公司管理层可以以个人资信作保，或以即将收购的公司的资产作担保，向银行或其他机构借入资金，将股份买回，创业投资家则成功撤出。

其次，被其他公司或投资者收购。公司发展一定程度，要想再继续发展就需大额的追加投资，而创业企业家和创业投资家已不愿或不能再往里投资。这时，或者创业投资家，或者创业企业家想退出这个企业，就可把创业企业卖给其他企业。谈判时可能会多费点心思，由于急于脱手，可能会被对手压低价款。这时就不妨多找几家，保证底价，同时在非关键条款上作适当让步。

3. 清算。当公司经营状况不好且难以扭转时，解散或破产并进行清算可能是最好的减少损失的办法。一个创业投资者投资于糟糕项目并不可怕，可怕的是知道糟糕后仍执迷不悟，自欺欺人，那样只会愈陷愈深。