

第
1
章

本书主要内容

- 1.1 什么是创业投资
- 1.2 创业投资家如何说
- 1.3 你应该创立自己的公司吗
- 1.4 你能做出来.....就一定会有人买吗

近几年来，美国经济以令人吃惊的奇迹般的速度增长，大大超过了它的众多工业伙伴国家，这一点让许多几年前的批评家也感到不知所措。美国在创造新的就业机会方面取得了巨大的成功。与此同时，欧洲国家却正在遭受高达两位数的失业率之苦。美国经济持续增长，并保持着低失业率和低通货膨胀率，这使传统经济模型受到挑战。而创造经济奇迹的日本和环太平洋经济圈的“小虎”们，尽管它们有着受过良好教育的职工，有良好的收支平衡体系，有高储蓄率，有强大的制造能力，有在相关领域即使不超过美国、至少也是与美国相等的工作热情，但它们的经济发展势头已减弱，却是毋庸置疑的。这一切究竟是什么原因呢？美国不是资源最丰富的国家（尽管如此，我们仍在祈祷），俄国才拥有全世界都需要的维持工厂运转的更多资源。直到最近，美国的进出口贸易仍是逆差，经常性贸易账户仍是赤字，其他指标，如婴儿死亡率、再教育率等，也都不突出那么，究竟是什么原因导致了经济增长的差异呢？

笔者认为，美国经济和其他工业国家经济的主要区别（但不是惟一区别），在于美国有一些幸运的因素，这些因素有些是通过设计创造出来的，有些是偶然拥有的，它们在第二次世界大战之后，通过“创业投资”这一标题聚集到了一起。在过去的 40 年中，企业家、投资者、科学家和高级管理人才耕耘于美国的不同热点领域，以期孵化出新企业。这些企业大多在技术上有独创，像微软（Microsoft）、英特尔（Intel）、康柏（Compaq）等，都是从典型的汽车库开始创业的，如今都已成长为身价百亿美元的大公司。创业投资成为推进经济增长的必需因素。

在“创业投资”还没有形成气候时，美国不论大小企业都深深懂得，为了避免新马克思主义经济学家所预言的滞胀，企业必须不断创新。当外国学生进入作者在纽约大学法学院的班组学习时，他们便开始向从事这一行业超过 35 年的人学习创新方法。他们拥有接受知识和探索知识的聪明才智，充分认识到创新是微观和宏观经济成功的关键。统计资料表明，在过去 20 年中，新的工作机会主要是由雇员不超过 100 人的小企业创造的。评价不言而喻，创业投资是推动美国经济车轮转动的动力。其他国家也拥有一些对创业投资感兴趣的公司，尤其是英国和以色列。但是，以笔者的经验，这些企业的大部分迟早要到美国来开展业务——来学习，来获得资本，来吸取企业家精神。美国在科学研究方面并没有垄断优势，但把科学技术成果转化为第一流的商业性企业似乎是美国所独有的。

这个问题说起来简单，但真正做起来并不简单，需要进行详细的探讨。世界上大多数经济学家和企业家都知道创业投资的魔力，但要取得成功，需

要有一流的大学和研究中心培养的来自全球的对科学有浓厚兴趣的企业家的参与和不懈的努力，也需要得到政府的扶持和资助，还要有努力赶上美国的强烈愿望。事实上，从事创业投资是很艰难的，它不但需要运气和勇气，而且需要丰富的知识和在项目还没有资助之前对其综合因素的敏锐鉴别能力。

1.1

什么是创业投资

创业投资这个词的含义是不确定的，学术界对此也没有标准的界定，但一般认为，传统的创业投资时代最早始于 1946 年，当时乔治·多瑞特 (General George Doriot)、拉弗·弗朗德斯 (Ralph Flanders)、卡尔·康普顿 (Karl Compton)、梅利尔·格利斯沃尔德 (Merrill Griswold) 和其他一些人组织成立了美国研究与发展公司 (American Research & Development, 以下简称 AR&D)，它是第一家公开的、专门投资于早期发行者的不能立即变现的证券的投资公司 (它是第一家，也是许多年内唯一一家公开交易的投资公司)。

界定传统的创业投资的另一方法是重复乔治·多瑞特 (General Doriot) 的投资规则。多瑞特投资思想的重点就是界定创业投资的过程。根据多瑞特原则，由 AR&D 界定的创业投资的要素包括以下几点：(1) 新技术、新市场概念和新产品应用的可能性；(2) 显著的但不是必须的控制，特别是投资者对公司管理的控制；(3) 投资于由有着杰出能力的多种人才组成的创业企业 [因此创业投资的原则是以赛马的职业骑师，而不是以马作为打赌的对象 (bet the jockey, not the horse)]；(4) 产品和工艺已度过早期的试验阶段，并获得专利、版权、商业秘密协议的充分保护 (后一条原则是指投资于信息具有专有权的领域)；(5) 投资于有希望在近几年内能够首次公开上市 (initial public offering, 简称 IPO) 或整个公司出售 [此条一般被称为“退出战略 (exit strategy)”]；(6) 有机会能使创业投资家创造超过投资的资本的价值 (这一条通常被称为“增值战略, value-added strategy”)。

因为通常一致认为乔治·多瑞特 (General Doriot) 是战后传统创业投资界惟一的最有影响的人物，所以，他界定的创业投资的条件得到广泛的使用。他不但用其基本的原则指导 AR&D [一直到出现特克斯特劳 (Textron)]，而且还通过他在哈佛商学院教的课程，引导相当一大批从现在来看属于高级的创业投资专家去经商。他向世界各国介绍 AR&D 投资于数据设备公司 (以下简称 DEC) 给投资者带来数十亿元回报的典型案例，以展示传统创业投资策

略的魅力。

但是，以当时的公众眼光来看，多瑞特在 AR&D 的投资记录仅仅包括一些“国内的运作（home runs）”（特别是 DEC）和一长串失败记录，这使得缺乏经验的观察家认为，具有良好管理的创业投资组合应集中于长线投资，也就是说，这项投资可获得 200 倍到 300 倍的投资回报，并说明投资组合中的其他投资没有良好的表现是正常的。20 世纪 60 年代，人们对创业投资得出一个错误的结论，认为创业投资是典型的极高风险的投资，管理人怀着现在和将来都能取得最大收益的希望，完全介入新的和未试过的计划。事实上，AR&D 的投资战略并不倾向于单独的国内运作，创业投资的策略已变得高度多元化。一些创业投资基金把他们的全部或部分资金集中作为后续资金投入，例如，在公司计划上市前注入短期投资资金。而且，像随后所概括的，创业投资家购买成熟企业是普遍的创业投资战略，即所谓的周转地（turn-arounds）也有的创业投资家投资于陷入困境的企业，包括一些实际上破产的企业，一些基金是混合型的，实施的投资战略超过一种，甚至包括用一部分资产投资于公共证券。关键是，创业投资基金经理能平衡风险和报酬，在“先种子期（pre-seed）”的投资应该预期有非常好的回报，而后期购买可转换债券将承诺有一个更适当的回报。

创业投资一词从语法角度讲是多含义的，乔治·多瑞特（General Doriot）的解释作为创业投资界的代表偏重于某一类的投资。他早期提出创业投资是指进行投资和管理（最终目的是出售）的一个过程。另外，这个短语有时也用于参与这个游戏的玩家，即“创业投资支持的公司（venture-backed companies）”。这意味着会有创业投资合伙制企业或创业投资基金投资于组合投资机会。当这个短语用于形容由私人、家庭和企业提供资本组成的合伙制企业的经理时变成了名词，被称为“创业投资家”。

正如人们所说的，创业投资业是热门行业，创业投资家和他的投资的伴生关系〔假定他是“牵头投资者（lead investor）”，这就意味着他要尽可能地识别机会〕是每个专业人员只能致力于有限的几个公司的投资项目。投资者通常是很有经验的专业人员，他们在工商和金融方面受过正规高等教育，并在创业投资基金和金融研究机构中受过在职培训。他们的研究领域相对较小，他们和他们的顾问倾向于获得第一手资料，以至于老手也只能同时处理一两手业务。创业投资家的工作是艰辛的，特别是现场考察增加了巨大的旅行负担。

创业投资活动，在其被称做创业投资之前，已存在几个世纪了，要比

AR&D 早得多，它和商业社会本身一样悠久。例如，在本世纪，范德比尔特（Vanderbilt）基金会从泛美航空组织中融资来资助胡安·特里普（Juan Trippe），亨利·福特（Henry Ford）由亚历山大·墨克森（Alexander Malcolmson）资助，在本世纪 30 年代，由于有洛克菲勒公司（Rockefellers）的支持，凯普特·埃迪·里肯巴克（Captain Eddie Rickenbacker）才能建立起东方航空公司。然而，专业管理创业投资时代，是从 AR&D 的组建开始的，其特点是，由不相关的投资者投资组成共同基金，作为不同的法律实体存在，并由专家根据预定的目标进行管理，然后管理者与投资者签订一个协议，表述结构化的工作程序，并据此确定投资模式和规则（虽然它们也会改变）。

概括地说，创业投资这个词是指投资、投资者或投资活动。这个词有多种含义，本书主要所指或强调的创业投资是多瑞特所说的投资原则这种类型（虽然在某种程度上不是绝对的）。首先，创业投资是包括投资基金在内的投资行为，它通常包括非流动证券方面的投资，在这种投资中，投资者将面临着比所谓的传统投资，即投资于成熟企业的公开交易证券更大的投资风险（当然，相应地也有获得更高收益的可能性）。创业资本投资者通常期望他对投资活动的参与（或作为他加入的集团的一员参与投资，通常指“牵头投资者”）能够使投资增值，即投资者能够提供建议和忠告，以提高投资最终成功的机会。创业投资是一种长期投资，这是由于其证券的非流动性造成的（大多数独立的创业投资基金是合伙制的，从开始运作到安排清偿是 10~12 年。而专家们建议基金应从投资开始运营，大约 4~6 年后成为开放式投资基金）。

因为在过去的一段时期，最值得称道的回报通常产生于对能够开发新生市场的科技领域的超前投资，所以，最初传统创业投资和高科技导入期企业是同义语。但是，如上所述，它没有精确的、领域上的界限，甚至在导入期阶段也是这样。例如，创业投资最成功的一个案例——联邦快递的技术像用小马快递的邮政技术一样古老，这极大地扩展了创业投资的想像力，从而发现像附设在大商场的麦当劳（McDonald）这样的快餐连锁。但是，不管传统的创业投资家介入的是高科技领域还是非高科技领域，他所投资的公司既定的细分市场中比潜在的竞争者有优势，这一点经常被称之为“瞄准机会（niche）”。企业提供的产品或服务要尽可能有差别，而不能只是一种“普通商品”。从历史上讲，利用科技分析一般是把新兴公司本身从比其更成熟并且有良好财务状况的竞争者中区分开来的主要方法（但不是惟一的方法）。

“本世纪”指 20 世纪，下同，为忠于原文而如此翻译（译者）。

1.2

创业投资家如何说

本书的讨论将使用创业投资界的通用术语。首先，用于投资目的资本来源主体通常归为“基金（funds）”、“创业投资公司（venture companies）”、或“创业投资合伙企业（venture partnerships）”。它们看上去像共同基金，但除很个别的例外（AR&D 就是一例），它们不是按美国国会 1940 年通过的投资公司法（Investment Company Act of 1940）注册成立的，因为它们不公开持有和不频繁或根本不赎回股份。变化的创业投资基金是格雷洛克（Greylock）模式的自然发展，由有限的一组投资者或者是有限合伙人（limited partner）和更有限的一组普通合伙人（general partner）的经理人组成的合伙企业，经理分享的利润被称之为“附带权益（carried interest）”，他们分享利润的比例与他们对合伙企业资本的贡献是不相称的。创业投资包括联邦政府资助的小企业投资公司（Small Business Investment Companies，简称 SBICs）或者是公司制，或者是合伙制），有时也包括从 1980 年以来，沿用 AR&D 模式组建的像“企业发展公司（business development corporations）”这样的公众持股公司。本书采用通用的提法，把任何创业资本的管理机构都称为“基金”或“合伙企业”。

一旦一个基金投入到一个经营实体，从事投资的基金或一组基金就成了“投资者”。一个新组建的开发新创意的公司通常被称为“导入期公司（start up）”，创建公司的人有时称为“创业家（entrepreneur）”或“创业者（founder）”。任何新组建的公司，特别是在杠杆收购（leveraged buyout，简称 LOB）的前后，通常称为“新公司模式（Newco）”。由创业者发行给他本人（和他的关键同事）的股票，通常是平价，这些股票称为“创业者股”（这里完全使用男性指代只是为阐述方便）。当创业者进一步实践他的创意时，他会吸引专业管理人员，这些人员通常称为“关键雇员（key employees）”。如果他的创意特别有成功的希望，他可以从其他资本提供者（相对他本身而言）处获得所需资本以保证实现创意，也就是说，资本完全要在一定的经营模式或原型下生产出产品之前投入，这称为“种子投资（seed investment）”，这个时期称为“种子期（seed round）”。创业投资的每一融资阶段都可称为“期”，对应的“期”的名字为：“种子期”、“第一创业期（first venture round）”、“第二创业期（second round）”、“麦则恩时期（mezzanine round）”

等。

一旦原型在试验室被证实，下一个任务通常是把它交到用户手中去验证——称为“ β 测试”（这是实验室或 α 测试后的测试）。在 β 测试地，将免费安装设备，免费提供工艺，用户将在几个星期或几个月的时间里使用和修正。当产品正处于 β 测试时，通常要增加资本投入，以发展和推进市场销售及市场战略。这一阶段，就是上述的“第一创业期”。

下一个时期（有时也是最后时期）的主要任务是通过融资计划使公司达到现金流量平衡。无论什么时候，当存在健康的 IPO（印象股或概念股的公开发售，以下简称 IPO）市场时，如 20 世纪 60 年代末、1983 年、1993 年，这期间投资者常愿意付出相对较高的价格对企业融资，因为从理论上讲，他们所投资的公司将很快被整体出售或 IPO，他们的投资会很快收回。因此，这个时期通常被称为“麦则恩时期”。在此要小心，麦则恩这个词在创业投资用语中至少有两种含义，在杠杆收购中它是作为次级债务（junior debt）出现的。在任何一个事件中，它意味着恰在结局之后或就在结局之前的一些事物。在创业融资中使用“麦则恩”，融资正好是在创业者和投资者就要具有可流动性，即 IPO 或公司整体出售之后发生的。如上所述，人们把使投资变现的方法归结为“退出战略”。

对创业投资提出的一个批评是企业承担的费用率，因为大多数融资是在企业没有足够的收入补偿费用时发生的。每个月的费用负担决定着直到下一笔资金到位前公司能存在多久。这个数字被形象地称为“烧钱率（burn rate）”（当其他公用的词在本书出现时再定义）。

1.3

你应该创立自己的公司吗

在准备一个商业计划前，创业家一定会问到几个难以回答的问题。在美国，每年有成千上万的新企业建立，但不幸的是，它们中的大多数在第一年就失败了。因为这些企业大多数在导入期就掏空了他们的创业者的腰包，高失败率的统计数字应是对想成为创业家的人的警示。作为整个经济来讲，值得庆幸的是很少有创业投资家因为上述不理想的统计结果而灰心，作为个人来讲，不考虑这个事实也是比较难的。然而，有关组建自己公司的业务方面的可获得的文献几乎不对是否应该在第一时间里设计自己的公司这一入门问题进行考察。

许多关于创业投资的普遍流行的资料里充溢着乐观主义情绪，这可能是一种潜在的误导。大众文化以难以遏制的热情极力赞扬在这场游戏中获得巨大成功的人——乔布斯（Jobs）、沃兹尼亚克（Wozniak）、王安（Wang）以及与他们相匹敌的控制了市场，并使其首期的投资得到几百倍的回报的新技术创造者。伟大人物是创业投资创造奇迹的不可或缺的一部分，但是类似苹果计算机（Apple Computer）或王安实验室（Wang Laboratories）的事情一个人在一生中也只能遇到一次，成功有着极大的偶然性。那些记载了肯·奥尔森（Ken Olson）如何组建 DEC 以及伊德·卡斯特罗（Ed DeCastro）如何统一数字总公司（Data General，简称 DG）的秩事的书很好读，它们宣传的对国内运作的期望可能是很危险的，可能使们陶醉。一个创业者面临“做或不做”的决策，即是否把他的全部积蓄投资于新企业，如果他放弃了能有几亿美元回报的可能性，他可能认为自己太傻了。当然，有时会发生这样的事情，某些人会赢得大彩，但这样的高回报不像是基于智力投资决策而得到的。确实，许多创业家想获得巨额回报，也许是几百万美元，这种机会不是一点现实性都没有的，只是要经过艰苦的工作并冒巨大的风险才能获得。对于大多数初次尝试创业投资就遭受失败的人，他们应该知道，创业者的投资是谨慎的（他们在投资前必须精心计算投资的机会成本和产生的收益），其收益也是合情合理的。许多创业者在这种“游戏”结束后发现，他们或是赔了钱，或是只赚了点打零工的工资。

有一种说法，是由洛德·帕默斯蹲（Lord Palmerston）提出的，他说：许多愚蠢的战争的发起是因为政治领导人开始看小小的地图。许多生意草率地开始，是因为创业者没有预料到，他取得两位数的复利投资回报率会遇到多大的困难。事实上，在战后的几年里，创业投资在股票市场上有很好的表现，在许多案例中，创业投资的表现都非常精彩。在这一期间，投资者得到 25% 的复利投资回报率是可能的，实际上，许多创业投资基金能获得更高的回报，并且在相当长一段时间内都能获得更高的回报。但在通常情况下，任何相当大数量的资金获得 25% 的复利投资回报率在经济上是不太可能的，除非投资者确信他能在一生时间内拥有全世界的资产可供其尝试。近年来，在美国最引人注目的个人财富最多者之一是 J. 保罗·格蒂（J. Paul Getty），作为一个年轻人，他以适度的投资规模开始，直至个人财富累积超过了 30 亿美元。这是一个非常成功的故事，但值得注意的是格蒂初期投资的不到 1 000 美元的年复利投资回报率也就是大约 14%。总之，在谈到一些流行的书籍里大肆渲染的成功故事时，应该强调的是，创业家所付出的艰辛和所冒的巨大风险，取得巨额回报只是一种可能性，这种可能性不应成为分析投资

计划的基础。

1.4

你能做出来.....就一定会有人买吗

另一个易犯的错误源自热衷于创业的人对他在实验室中发展起来的技术的热爱。现实生活中，每年产生的新的、有趣的创意的数量是惊人的。任何有名望的学院或大学研究机构都会在实验室里研究出一系列吸引人的项目，但是这些项目如果要想最后取得成果，还需要进一步改进工艺。创业者在考虑是否给一个项目注入资本时最容易犯的关键错误，就是假定一项新技术的新颖性和实用性对于导入期的成功是必须的和有效的，而事实上，新颖性和实用性也许对获得一项专利有用，但对于创业投资来说这只是取得成功的一个方面。

如果产品没有市场，没有人愿意以一定的能给制造商带来利润的价格购买它，投资者是不可能赚钱的。假定创意很好，它所生产的产品就一定能够有市场吗？这个简单而平常的真理常被年轻而无经验的创业家所忽略。假使创意很好，它所生产的产品就能以适当的成本满足市场的要求吗？典型的例子是可以在水下写字的钢笔，这是一项很有趣、很新颖的技术，但是可惜失败了，因为没有人想在水下写字。因此，经常引用的导入期失败的原因是，没有制定并贯彻一个详细而周密的开拓市场的计划。在市场销售方面，不论是推销飞机、宾馆客房，还是制鞋的皮革，都要像威利·朗曼（Willy Loman）所说的那样“在路上要面带微笑，并穿着发亮的皮鞋”。另一方面，开拓市场要了解产品的需求量，要制定价格策略，要估计销售的渠道和在销售中最大的费用支出，另外，市场一定要大到足以支撑一个令人感兴趣的公司。一般来讲，销售额小于 1 000 万美元和无目的的企业，通常不是创业资本融资者的合适目标。公司的规模，在创业投资组合中被称为“生死线”（walking dead）——规模太小了企业不能公开上市，规模太大风险太高，也要放弃。

第
2
章

到哪里寻找种子资本

- 2.1 导论
- 2.2 天使投资者
- 2.3 来自 VCs (创业投资家) 的种子资本
- 2.4 国家援助
- 2.5 联邦补助金和贷款
- 2.6 商业银行贷款
- 2.7 一定要有承销商吗
- 2.8 创业投资俱乐部
- 2.9 概念性股票的 IPOs
- 2.10 空壳游戏
- 2.11 多轮融资策略
- 2.12 寻找投资的案例研究：真实性检查

2.1

导论

假定一个创业者确认他的产品在技术上是可行的，是有市场的，他还要面对一个最重要的问题，即筹措资金——借入资本（*raising capital*）。创业者将会遇到两方面的问题，即最终是否能筹措到资金；如果能筹措到，还有一个筹资成本问题。投资资本的来源非常广泛，从商业银行可以提供的固定利率的担保贷款，到希望以此获得巨额收益的私人投资者（即，所谓的天使投资者）提供的风险权益资本。一些投资指南列出了创业者可以使用的资本来源的类别，还有其他一些投资指南详细地列出了特殊企业的名称、地址和电话号码。本章将讨论投资潜在的来源渠道、法律约束，以及新兴公司在借入资本中所包含的一些问题和机会。

2.2

天使投资者

有时，如果预期的回报对专业管理的创业投资基金没有吸引力，创业者可以寻找那些渴望在导入期投资的富有个人，他们不像“创业投资家”那样精疲力竭，他们能够接受专业投资者不喜欢考虑的情况。但是，加入非公开的创业基金的最小投资额要求通常很高，可能是 7 位数，而且许多早期的基金对外部人来说是封闭的。对创业投资的公共传媒还不是很普及，但私人资本还是存在的。创业投资者就是要通过坚韧不拔的努力和运气，找到这些天使投资者。

由于许多专业管理的创业投资基金对处于种子期的公司渐渐地不感兴趣，所以天使投资者变得更有组织性，其地位也越来越重要。许多天使投资都是在一些很偶然的见面的机遇中或因一些家庭的、社交的联系而产生的，比如，他们碰巧在一个社交场所遇到一些企业家，可以为一个有很高净财富的私人创造投资的机会，或是通过游说吸引投资。典型的天使投资者由 1~5 人组成，通常集资 50 万美元，因为这些投资者常以创业家的罗拉蒂克斯（*entrepreneur's rolodex*）命名，所以，有时称之为“罗拉蒂克斯融资组合（*Rolodex Round*）”。天使投资组织日益完善，因共同的投资目标，有很高净

财富的私人资本联合起来，如组织天使团队（Band of Angels）、硅谷（Silicon Valley）组织以及由纽约新媒体协会（New York New Media Association）为参与者进行的天使投资者早餐会（angel breakfast）。天使投资团体组织通常不公开，以免被各种投资申请所淹没。那么怎样才能找到它们？通过当地创业投资俱乐部网络查找，或通过贸易出版社的出版物，如《创业投资杂志》（*Venture Capital Journal*）、《私人股权分析人》（*The Private Equity Analyst*）和《红鲱鱼》（*Red Herring*）等查找。

2.3

来自 VCs（创业投资家）的种子资本

对缺少资金的企业家来说，初始的愿望就是提出一个商业计划和融资计划，并提交给《普拉特指南》（Pratt's Guide）中所列出的所有有关企业，虽然，这些计划几乎总是无用的。提交计划书，即使专业经理人感兴趣，但实际的命中率也只是千分之一。事实上，创业投资家们或者是实施他们自己的项目计划，即寻找一个天才企业家，他能成功地驾驭项目由导入期走向成熟，直至实现他们的目的，所以，无论他选择什么项目，创业投资家们都忠实地支持他；或者接受来自创业投资科学咨询委员会（VC's scientific advisory board）成员的特别建议。此外，最近的调查研究表明，许多专业管理的“创业投资”实际上就是所谓的麦则恩资本（mezzanine capital），就是说，只有至少是步入“青年期”的企业（常常被确定为现金流量平衡的企业），才能得到这样的创业资本的资助。有时，在特殊情况下，创业投资家也介入，比如说由著名的投资银行保证的企业，浏览举荐的公司的备忘录。但对另一个无关的企业家来说，要想在种子期和创业阶段得到创业投资基金的支持是比较困难的。通常需要一轮或几轮天使投资投入，以使产品和业务改进到一线专业人员或创业投资融资要求的水平。在此阶段，通常不仅要说明创意的现实性，而且还有效果明显的现金流量，甚至要达到现金流量平衡。在创业投资行业流传这样一句话，创业投资家要寻找企业家，企业家也要寻找创业投资家，换句话说，就像“山峰朝着穆罕默德（the mountain coming to Mohammed）”一样。

另一方面，如果能将专业投资者积聚起来的话，他们参与经营是很有益的。因此，聪明的创业者将选择那些愿意为公开发行提供帮助而不仅仅是提供现金的投资者。一些投资者在创业投资业很有威信，如果他们首先选择投

资，将吸引其他的资本投入，并且，不但在他们参与融资的阶段投入资本，而且也会在以后融资阶段投入资本。对于发行者来说，慎重选择合伙人是很聪明的，就是说要选择来自像 Greylock, Bessemer, J. H. Whitney, Venrock, Sutter Hill, Mayfield, Brentwood, Kleiner Perkins 这样的基金的投资者。他们和其他的一些人是具有如此声望的创业投资基金的代表，对于睿智的人来说，他们参与投资会增加公开发行成功的可能性。正像任何创业资本融资的老手所说的那样，一个潜在的投资者问的第一个问题就是：“还有谁投资？”

一些创业投资基金设立的目的是增加在特定领域的技术专长，例如，美国创业投资协会的市场公司（Market Corporation of America's venture capital affiliate）、市场公司创业投资联合会（Marketcorp Venture Associates）就有机会借鉴前辈的市场开拓技巧。扬基集团（Yankee Group）在计算机和通讯的咨询方面有卓越的技术优势，它获得了它的合作者——巴特尔创业投资基金（Battery Venture）的支持，本（Bain）投资公司作为其分公司，现已成为世界上最负盛名的咨询公司之一。尽管贷款者和投资者对一些固有的问题闭口不谈，但一个大的银行持股公司附属的创业投资基金和银行保持着良好的关系，正因为如此，银行贷款与银行的创业投资是密切联系在一起的。一个创业投资合伙公司合伙人在公司合伙关系中要将所有可能性都带到谈判桌上进行谈判。

在导入期真正找到投资资金是比较困难的。下面引述一个案例：一些资产管理经理脱离了创业投资业中的主要投资银行之一——亚历克斯·布朗（Alex Brown），成立了一家基金从事早期创业投资。他们选择把基金设在波士顿，因为早期创业投资业务在波士顿开始。但事实上，许多在波士顿受人尊敬的企业已为一些最著名的创业投资企业 [如王安实验室、数据设备公司、黎明公司（Prime）和数据总公司] 注入了大量的资金，这些企业已经走向成熟，已经退出了早期阶段业务，但在后期投资中还趋于保守，因此，建议将早期创业投资基金法定居所选择在后期投资基金的策源地中。

2.4

国家援助

各州正在试图采取一些措施来孵化科技型产业，进行综合性的规划，引导扶持科技型企业。例如，从与国家附属的基金借款进行投资，以低成本的方式提供“软”美元（“soft dollars”），以国家税收减免和提

供信贷的方式提供“后门 (backdoor)”融资。通常是当地的学院或大学有机会得到这样的项目。国家代理机构投放一笔适当数量的现金作为补助金和（或）作为权益投资和债券投资，然后把取得的效益作为政府拨出的资金，作为技术援助、州税收信贷和孵化基地的资金，向高科技企业提供补贴、低成本实验室，提供承租人满意的办公场所，如计算机通道、电话应答设备、会谈设施和语言处理设备。

和直接的援助相联系，一些州尝试以建立集中的研究中心方式来进行意在诱导自力发展经济的政府投资，这些都是在校园中靠行政命令建立的，每个中心代表一个大学的联合企业，即私人企业和区域经济发展组织，并且通常围绕一个特定的科学体系组织设立。这样的中心是否能实际研究出成果并不重要，但没有这种研究人类可能到现在也找不到一种进入太空的方法。

像这样的项目，几乎在每个州都能得到，至少有不同的程度，但在项目的融资方面没有成或不成的变化。此外，一个企业要接受政府援助，必须既具备特定条件（如，在指定的地方设立，租用当地的地方），又具备一般性的条件（如，确定的业务、统一工资）。如果管理层发现企业要把工厂搬到台湾来保持竞争力，企业可能说了不算，因为有贷款协议的限制，即使贷款已还，这种限制仍然存在。然而，尽管有那个广为流传的笑话（问：“世界上最大的三个谎言之一是什么？”回答：“我是政府的，我到这儿来是帮助你的。”），政府提供援助的优越性还是不应该被忽视。例如，一旦提供贷款，官僚资本撤资的风险不像私人资本那么可怕，因为对于公共机构来说，损失率这个指标不是很重要。从政府借贷机构贷款，偿付的进款收益通常存入一般的财政账户，而不是公共机构有关的账户，所以，管理政府贷款的人员对偿付问题经常漠不关心，因为钱不是“他们的”。

2.5

联邦补助金和贷款

联邦政府资助小企业的项目是从 1953 年以后由小企业管理局 (Small Business Administration, 简称 SBA) 运作的贷款和贷款担保项目。与此相配合，1958 年建立了私人拥有的公司，称为小企业投资公司 (SBICs)。SBICs 利用从联邦政府获得的低息贷款来给小企业融资。这两个资助项目都由 SBA 管理，但在早期融资方面它们有着不同的侧重。

一项 SBA 贷款（不管是否是来自 SBA 的直接贷款，或者，更普遍的由

SBA 担保的银行贷款)与银行融资相同,虽然利率优惠,但贷款还是要在一个约定的限期内偿还,还要计算利息成本。此外,它介绍合作伙伴给企业,带有贷款者的倾向。在典型的情况下,一项担保贷款[事实上由 SBA 对银行贷款的 90% (或略小于 90%) 提供担保]可能会使银行放松了对借款偿还的关注,但贷款是 90% 的担保而不是 100% 的担保,如果一个商业银行损失其提供的主要贷款的 10% 的话,它不久就会被淘汰。管理银行十分看重这 10% 的损失,所以,银行的职员被寄予厚望,希望他们努力工作,以确保贷款的偿还。此外,SBA 通常需要创业者(们)自己为贷款担保,必要时 SBA 收回贷款的措施是很严厉的。如果用创业者的家庭财产和他个人所有的财产为一项 150 000 美元的贷款的安全作二次担保,这就产生了这样一个问题,即政府的援助在第一步介入是否值得。[大多数银行不提供由 SBA 担保的贷款,因为那些担保是官样文章,由 SBA 将许多相对较小的企业确定为“小企业贷款公司 (small business lending companies)”意味着审核的时间被缩短了]。一项 SBA 担保贷款的主要优点是银行可能有较高的贷款与有形资产价值的比率,并能延长到期时间。近年来,许多特许融资已安排得更有利于 SBA 担保贷款。

SBICs 是由 SBA 批准和管理的、由私人组建的公司(或合伙企业),他们有权从 SBA 获得杠杆贷款,但直到最近,SBICs 从 SBA 获得的贷款只有一种选择——按优惠利率付息,也就是说,每一个投资公司所进行的投资一般都要包含利息。为获得回报,SBICs 成为典型的后期投资者,前期贷款要配有期权,并经常附以可转换贷款。这些现已变为优先股项目,这就需要由有经验的创业投资家发起的私人共同基金的特许和提供基金。政府资本以与其贷款相对应的优先权的方式投入,并与私人投资基金按 2:1 或 3:1 的比例进行投资。受规章制度的限制可能是讨厌的事,但项目是成功的,虽然小的回购比出现成长型公司的情况要多。

对导入期的公司进行资助的联邦机制主要是随着 1982 年小企业创新发展法案 (Small Business Innovation Development Act) 的实施而启动的,随之创立了小企业创新研究项目 (Small Business Innovation Research Program, 通常简称为 SBIR)。SBIR 资助范围,在资金上是从 5 万美元到 50 万美元,对象是一些政府机构,特别是国防部,资助的企业的雇员人数要少于 500 人。对于导入期创业企业的资助主要是设在马里兰州 (Maryland) 的洛克威尔 (Rockville) 的企业,因为国家健康疗养院 (National Institute of Health) 坐落在这里,以及在北弗吉尼亚 (Virginia) 附近,在那儿有许多前国防部技术人员愿意搞些副业,他们有时被称作“峡谷盗匪 (Beltway Bandits)”,并经常首先获

得 SBIR 的资助。

2.6

商业银行贷款

一个导入期公司是否应该依赖商业银行融资（如果能获得的话）这一问题的提出是很谨慎的。对于一个刚起步的公司来讲，商业银行并不是一个非常合适的合作伙伴，因为出现问题的那个时刻，贷款人会立即收回他们的钱。对于一个导入期的公司，惟一的一种可得到的银行融资是在创业者的经营资产基础上并且以创业者签字的流动留置权（这是银行手中的一种危险武器）作为安全保障的即期票据融资。此外，有时银行借款给处于早期的高技术公司是银行圈里的新潮，银行家认为，银行应介入像孵化王安试验室等这样的“新”游戏，即贷款给值得信赖的企业家来进行有远见的信用扩张。这里有几个问题需要考虑：首先，仅有有限几个商业银行拥有在对申请人进行鉴定方面有经验的贷款业务人员，在创业投资领域不像在传统投资领域，经验法则和投资指南是不适用的（当然也有例外）。当人们都在赶新潮时，银行也顺应这种新潮。长期参与创业投资游戏的人能引用出许多高级银行职员的成功案例，他们一般集中在高科技企业的引人注目的投资灾难，提出对高科技企业一般的贷款原则是“拧紧螺丝（tighten the screws）”。其次，处于导入期的公司很脆弱，来自银行或任何有关方面的最轻微活动都可能将其扼杀在摇篮中。更具悲剧意味的例子是，银行在给导入期公司早期提供贷款时变得非常敏感，因为那个时期收益是沿着有名的“曲棍球棒（hockey stick）”的路径变化的（即在以下几个阶段，通常至少在超过预测提出的整整一年的时间里，一旦公司垮了，收益会急剧下降）。银行的担心被长期的收益下滑唤醒了，当公司刚开始有好消息时，银行通过消减信用贷款和清理资产的方式来拧紧阀门。确实，银行毕竟是银行。一些银行，特别是那些位于典型的高新技术产业区的银行，在给早期创业公司贷款方面已有经验，他们并不会太担心给导入期的公司贷款。确实也有一些银行愿意通过接受借款人的股权（可转换股权），或者以与固定的基数或指数挂钩并随着借款人财富的增加而增长的利率来为他们增加的风险进行补偿。

2.7

一定要有承销商吗

如果雇用一个承销商为其融资，创业者为融资所冒的风险就是要考虑资金的“水龙头”是否打开，这是现实生活中会遇到一个问题。首先，对于投资银行来说，大部分首期融资是没有经济利益的。募集资金的费用通常在融资总额的 2% 到 5% 之间，假设首轮融资额为 100 万美元，2 万美元到 5 万美元的佣金对于许多投资银行业界同仁没有什么吸引力，而当作为兼并和收购交易的融资顾问的咨询费将达到 8 位数时，可能会有吸引力，但明显的也有例外。ENCORE 计算机公司，因为其创业者有极好的名声而在种子期引起了一流投资银行的极大兴趣；离开阿波罗（Apollo）计算机公司并组建了星球（Stellar）计算机公司的威廉·彼德斯卡（William Poduska），（也因为他作为创业者的好名声而能够）能够引起投资银行的注意，并刺激它们的投资欲望（不管企业是否注意到，他应作为独立实体而存在）。尽管如此，传统创业者还在浪费他的时间去敲开实力雄厚的投资银行的大门，（靠他们）来帮助他在早期创业中融资。比较小的投资银行，它们的眼光要低于摩尔根·斯坦利（Morgan Stanley）公司或高盛（Goldman Sachs）公司，但更适于创业者选择，除非它们因为首期投资工作量大和支付不易兑现而不愿意去安排投资。

如果雇用一个机构私下承销证券，他肯定只是按代销方式承销。一个公司在早期的承诺，事实上是对任何形式的私募发行的承诺，只是在特殊的情况下才发生。而且，创业者一定要知道，承销机构不必为销售未经检验的证券负责任，这应由创业者自己负责。承销机构被雇用来帮助准备私募备忘录和向有希望的一系列候选人、不知情的买家说明投资机会，并为创业者准备材料，安排各种会议。早期购买证券的人士对和销售人员讨论业绩并不感兴趣，潜在的买家对创业者的陈述倒感兴趣，因为创业者，并且只有创业者知道他的技术和潜在的使用价值。此外，承销机构将指望创业者提供所谓的创业者朋友的名单，也就是说潜在投资者已经熟悉创业者。

更重要的是，承销机构通常坚持一种权利，实质上是优先取舍权（first-refusal right），以引导下几轮融资，保证达到预期的目的。如果在华尔街（Wall Street）仅仅熟悉几个忠实拥护者的投资银行愿意在首轮融资中帮忙，但要以控制后几轮融资作为代价，那么，创业者将发现价格缺乏弹性。另一