

公司上市动作指南

上市公司与风险投资

第一章 摇风险企业与风险投资

第一节 摇风险企业的概述

一、给风险企业下定义

所谓风险企业指的是那些具有开创性的商业理念，但在技术、市场和产业化前景上尚不成熟的新生企业。

任何一个企业从提出构想到企业创办、发展和成熟，存在一个类似人的成长一样的生命周期，经济学家通常将一个企业的成长分为以下几个不同的阶段：

第一阶段：种子期（杂肇始阶段）

在种子期内，产品的发明者或创业者需要投入相当的资金进行研究开发，以验证其创意的可行性。开发研究是运用基础研究和应用研究的成果，为开发新产品、新工艺和新设备进行研究开发工作，其成果是样品、样机，同时形成完整的工业生产方案。

第二阶段：创立期（杂期此责杂期属）

一旦产品开发成功，创业家为了实现产品的经济产业价值，着手成立企业并进行试生产。在这一阶段，资金主要用于购买生产设备，产品开发以及初期的销售等等。此阶段的资金需求较为巨大，但由于企业并无过去经营记录（栽群燥）和信用记录（悦攀至劫攀群），企业从银行获得贷

款的可能性非常小，大部分企业的失败也在此阶段发生。因此，这一阶段投资的风险是最高的。风险资本通常也在这一阶段开始进入。创立期的长短根据所属产业的不同有所区别。一般来讲，创立期限短则远个月，长则达到源~缘年不等。

第三阶段：扩展期（~~经营阶段~~）

到了扩展阶段，企业已经开始逐渐有经营业绩，为进一步开发新产品和加强营销能力，则需要更多的资金予以支持，但由于企业距离股票发行上市还有一段时间，若从商业银行获得商业贷款，则需要创业家个人的保证以及取得担保，因此从商业银行获得贷款支持仍然存在困难。而风险资本的加入，可以弥补这一缺口。

第四阶段：成熟期（~~运营阶段~~）

成熟期的企业处于一个增长虽然缓慢，但稳健的市场和产业环境中，通常这时候企业开始获得在主板市场上市的条件。在这一阶段，企业已经不像早期阶段那样具有强烈的不稳定性，企业对资金的需求也不像早期阶段那样需求殷切，其主要目的是引进一些在产业界较有影响力的股东，以提高企业的知名度。资金的作用主要是为了美化财务报表，为公开上市作好准备。

我们所指的风险企业主要指的是处于前两个阶段的高科技企业。

二、风险企业的特征

和其他企业相比，风险企业具有鲜明的特征。它既不同于那些处于成熟期的企业，也不同于那些成熟产业中的新建

企业。

■ 风险企业具有较高的风险

对于创业者而言，开创新的事业具有极大的挑战性和个人价值，但对于投资者而言，新企业有着极大的风险。包括：创业者个人能力的风险、创业者的道德风险、新产品市场风险、技术风险、竞争风险、管理风险等等。也正是因为如此，风险企业面临着巨大的融资困难：那些针对成熟行业和成熟企业的资信评估标准对风险企业而言太难以满足了，因此既难以从商业银行获得贷款，也难以通过直接融资市场获得资金。如果没有得到其他资金形式的支持，这类企业往往没有进入市场便难以承受资金压力而倒闭了。

由于风险企业所从事的都是以技术上的新发明、新创造为基础的开发工作，一旦产品应市，可以其新颖、没有竞争对手而迅速占领市场，一段时间内可以享受垄断价格，获取高利。但与此同时，因为大部分发明创造虽经试验但终究还未发展成为产品，失败率相当高。但对风险投资财团来说，由于同时向多个企业投资，因此极高的收益率可以抵消其很高的失败率所带来的损失。总起来，可以得到高于其他方面投资的收益率，这就是对投资者的最大诱惑和刺激。一般来说，风险企业有 $\frac{1}{4}$ 是要失败的，但平均 $\frac{1}{4}$ 以上的高收益率足以使风险投资公司赚钱。

■ 风险企业具有鲜明的创新性质

对于创业者和投资者而言，风险来自许多方面，但真正有价值的应该是那些具有鲜明创新性质的企业或项目，否则就难以获得和高风险相对应的高收益。创新带来了风险，但同时创新也带来了高收益的可能。风险企业大多属于高技术

领域。和一般企业不同，风险企业都是首先来自研究人员，先有研究成果，然后需要建立企业以推出产品，吸引大批研究人员从事研究而又易于产生重大突破的，大多是那些正在蓬勃发展的新兴的高技术领域。它是高技术产业发展的开拓者，美国许多著名科学工业区，如硅谷、波士顿（以电子为主）、明尼阿波利斯（以医药为主）、达拉斯、休斯顿（以能源为主），大多是靠风险企业发展起来的。美国风险资本向计算机、通讯以及其他与电子技术有关的产业及工厂自动化方面的投资约占总投资的 1/4，向遗传工程和医疗保健产业方面的投资比例也很大。

纒风险企业在财务上处于较为困难的境地

用传统的现金标准来看，创新企业在财务上是不稳健的。事实上，由于风险企业缺乏连续的财务数据，要对它们进行财务评价也是困难的和不可能的。这也是风险企业难以获得商业银行贷款的原因。因此，风险企业有关迫切的资金需要。

纒风险企业在管理上还不成熟

作为新的企业，风险企业在管理上往往存在缺陷，而且常常并没有任何现代意义上的管理体制，因为它们本身就是全新的事业，又没有得到时间的磨炼。它们的规模通常很小，也没有迫切的规范管理的需求。因此，对风险企业而言管理往往很不成熟。但是，投资者必然要求投资于那些管理良好的公司，要么这些公司有着潜质优秀的管理人才，要么创业者有着接受外来管理高手的肚量。

纒风险企业具有巨大的增长潜力

只有那些具有高增长潜力的风险企业才能够成为投资者

青睐的对象。投资者也在寻找这样的高成长公司，而高成长公司受到资金的压力驱动，也在寻找投资者。风险企业虽然面临着不测的风险前景，但也具有巨大的增长前景，这就决定了它们的风险性质。风险投资具有投资见效快的优点，它能使研究成果迅速实现商品生产。规模很小、管理上很不成熟的小企业，往往能迅速发展成组织和管理日臻成熟的大公司，如美国今天很有地位的一些大公司如苹果、英特尔等公司。同时，从整体来说，风险企业的数量和投资总量增长也很快，以美国为例，据统计，每年新建高技术公司多达 200 万家，其中大部分为风险公司。风险企业的繁荣造成了风险资本产业的发展，它反过来又给风险企业提供了大量资金。1977 年美国仅有 1.5 亿美元流入风险企业，而 1985 年后已达 10 亿美元以上。

200 风险企业一般都是中小型企业

大的企业在产品方面及经营管理上都已定型，应变的能力较差，而小企业则较灵活，有了发明创造可以很快研制出新的产品来。同时，小企业投资少，所冒风险有限，而且其发展的主要希望就在于新出现的机会。大企业由于所遇风险过大，不敢轻易接受尚未成熟的想法来投资发展新产品。对与本行业无关的技术设想，他们往往宁愿让发明者自找出路或由公司以有限投资帮助发明者另设小公司。所以，即便发明创造来自大企业，而当其成为风险企业时，也是以另一个独立的小企业身份出现的。有人认为利用社会上的资金创办小企业开发新产品是美国经济的核心。风险企业中的投资者和技术人员是合作伙伴关系，而不是雇佣的关系。投资者以投资获得股份，而技术人员则以其技术上的创新获得相应的

股份。开始创业阶段主要靠投资维持企业的生存，而当产品投入市场，股票就可以上市，企业就扩大资金来源，进一步扩大生产。

三、一个高技术新企业诞生的步骤

风险企业的产生主要通过两种方式：一种是研究工作者有发明创造，去寻找投资经营公司，合伙创办企业。如美国有一家化学公司，它的研究发展部门的技术人员搞了些很有前途的医疗设备。但这些新产品与原有产品配合不起来，于是公司就以较便宜的价格将专利卖给了发明者，让他和投资经营公司协商，另外成立小公司（投资公司在董事会中派两名代表，并分红 ~~猿像~~ ~ ~~缘像~~）。

另一种是风险投资公司专门有一笔风险投资，寻找发明者。他们通过广告等形式寻找有发明但无钱组织公司的人。如美国有一家大公司开发部负责人研究成一种新的电子线路板，但公司不愿采用，也不愿出卖专利权，于是他辞去公司的职务，与风险投资公司合伙建立小公司。他虽无专利，但能将专利开发成新产品，而风险投资公司则提供资金支持。

为了更好地理解风险资本家在新企业创办过程中起的作用，让我们详细考察一个典型的硅谷公司诞生过程。

灵感

一个新企业是伴随一种灵感（即创造一种适应某种需要的新产品或新服务）而开始的。诺兰·布什内尔在免岛游乐场工作过，在犹他大学玩过电子计算机影像游艺机。这使他预见到影像游艺机的潜力。因此他开办了阿塔里公司。史蒂文·乔布斯和斯蒂芬·活兹奈克要买一台微型计算机，

但是他们买不起，于是就开办了阿普尔公司。

圆 追求

围绕一个创新念头来建立一个崭新的公司，谁下了这样的决心，那就意味着他将接受风险和放弃安逸的生活方式。有时，追求是唯一的选择。威廉·休利特和戴维·帕卡德两人在 1955 年开办公司，是作为他们从斯坦福大学毕业后就业的一种手段。硅谷创业家的经历、经营方向，教育程度和个人性格是千差万别的，但是，他们通常有以下的共同点：他们都放弃了在一家老公司中薪水甚优的差事，而在与这家老公司相同的经营领域开办了他们自己的公司；他们希望能对自己的未来有更大程度的自决能力，他们富有活力，这部分地是由于他们对目前处境的不满；他们知道成功创业家的奋斗模式，他们都有决心通过建立自己的公司来搞某种新产品。

圆 建立一个班子

一个平衡的和有能力的班子，包括一个有管理和技术经验的经理和财务、销售、工程以及软件开发、产品设计等其他领域的专家。为了建立一个具有献身精神的班子，这位创业家必须使其他人相信跟他一起于是有甜头的。当影像游艺公司“活影” 1972 年开张时，它的主要创业家是来自唱片工业的吉姆·列维。他很快招来另外四个创办人合伙搞，他们是被阿塔里公司解雇的影像游艺机设计师。活影公司得到了 20 万美元的风险资本，搞出了一种影像游艺机，这玩意风靡一时，在 1975 年，其销售额迅速达到 200 万美元。列维说，如果他的班子里没有那 5 个合伙创办人，他很难得到能确保活影公司开张的风险资本。

迫使企业初步“成型”

于是，通过获得现有的关于顾客需要和潜在市场的情报，一班人马着手开发某种新产品。通常，他们在某人的家里或汽车房里每天工作 12~15 小时，每周工作 5~7 天。他们很可能必须千方百计汇集资金，干工作而没有报酬，靠自己的积蓄过活。在这个早期阶段，这些创业家会表现出能量爆发和极度兴奋。一个风险资本家很少在这种初创阶段就向该企业投资（这种最原始的创业资本叫“种子”资金），在大多数情况下，风险资本家要等到这个新企业取得进一步的发展才采取行动——开始对它进行投资。

制定企业计划书

一份企业计划书，既是开办一个新公司的发展计划，也是风险资本家评估一个新公司的主要依据。一份企业计划书要能使一个创业家认识到潜在的障碍，并制订克服这些障碍的战略。在硅谷，某些公司的计划书带有传奇色彩。例如，坦德姆公司在 1970 年制订的计划中所做的销售额预测，与该公司 1975 年实现的销售额（1 亿多美元）十分接近。又如罗伯特·诺伊斯起草的英特尔公司计划书仅用了一页纸。

搞交易

大多数创业班子没有足够的资本创办一个新企业，他们必须寻求外界资本。开始他们通常向朋友和亲戚借钱，尔后再向业务伙伴、银行和其他借贷机构筹资。鉴于大多数高技术企业的投资都有很大的风险，并且缺乏担保，一般借贷机构在新公司从销售额或订货方面看尚未显示出成功迹象时，是不会向它提供资本的。因此，这个企业班子的下一步行动就是要找到一个风险资本家。

这位创业家通过朋友或业务伙伴把企业计划书送给一家或更多的风险资本公司。一家活跃的风险资本公司每年要收到成百上千份这类企业计划书，但只向少数几个投资。如果某份企业计划书看上去有前途。风险资本公司就与这个企业班子举行会谈。同时，风险资本公司通过他们各种非正式渠道，了解这些创业家以及他们的发明情况。

企业班子初访风险资本公司，一般都把这种会面安排在风险资本家的办公室里。由于事关几百万美元的交易，所以，这种会议的气氛是严肃的。创业家介绍经营设想，而风险资本家不时提出些问题要求澄清。其中一个问题是，是否由几个风险资本公司一起向这个新企业投资。这样做的好处是创业家可以得到多方面的经验、更广泛的联系和更大的资金实力，风险资本公司则能分散他们的风险。风险资本公司往往是圆-缘家进行联合投资（群体投资）。风险资本公司之间很讲交情，如果一项特别有吸引力的投资只由一个风险资本家单干，那会被认为是贪婪自私的行为。在硅谷，风险资本界就像一个乡村俱乐部，每个人都认识其他人，新闻和悄悄话很快就在其内部传遍了，但这个俱乐部成员的活动对大多数公众来说仍然是隐蔽的。

雍-开办一个新企业

让我们假设，某个创业家的企业计划书（一般是经过某种修正之后），最终为风险资本家“购买”了。通常经过几个月的谈判，交易做成。于是，创业家和资本支持者举杯同庆。第二天早晨，双方的伙伴重新开始于各自的工作。新公司由汽车房搬到一个比较大的设施中去，并准备开始生产。风险资本家不仅是这个新公司董事会的成员，而且经常

提出经营方面的意见，也许甚至逐日如此。这就是风险资本公司常与新创的公司做近邻的原因。帕洛阿尔托的财产经营公司经理皮彻·约翰逊说：“风险资本家的作用就像牧师，对创业家起了一种心理按摩师的作用。”为了使创业家及其资金支持者在未来若干年内通力合作，这种组合必须正确无误。

当新公司的规模和销售额扩大时，创业家往往又得找风险资本家要求进一步提供资金，以便壮大自己，在竞争中占上风。随着时间的推移，风险减少，常规的资金来源（如银行）就可能买进这家高技术公司。这时，风险资本家开始考虑撤退，它的作用即将结束。

骤陡向社会

在这家公司开办五六年后，如果获得成功，风险资本家就会帮助它“走向社会”，办法是将它的股票公开销售，这件事令人十分激动，并且是风险资本家的投资得到报偿的真正时刻。在这一天，这家年轻公司的价值得到承认，它的创业家们顷刻之间可以变成百万富翁。

这时，风险资本家往往收拾起装满了的钱袋回家，到另一个有风险的新创企业去投资。大多数风险资本家都希望在几年内能得到相当于初始投资 10 倍的收益。当然，这种希望并不总是能够实现的，他们的收益可能是零，而且如果新企业倒闭了，他们会蚀了本。在新创办的企业中，大约有 1/3 会夭折，1/3 会获得一定程度的成功，只有 1/3 的新企业，如阿普尔公司、罗姆公司和坦德姆公司大发其财。风险资本家说，在微电子和其他高技术领域之外，很少有机会能使他们得到高收益。所以，如果你有一份制造

改进型捕鼠器的企业计划书，你甭去打扰风险资本家，除非制造的是电子捕鼠器。

四、各国政府对小型风险企业的资助

风险资金与常规的贷款相比，向新的或者小型企业提供资金失败的比率较高。传统的金融机构通常拒绝提供这样的高风险贷款，而且也不具备评估高技术风险的条件。正由于此，在许多经济合作和发展组织国家中，政府都制定了专门的政策措施向小型企业提供风险资金。

德国研究与技术部，在解决风险资金方面采取了两个途径：一是扶植创建新技术基础的企业；二是帮助现有这类企业发展。其具体措施一是制定一项指导性计划，包括地区机构对创新的支持，以及为新企业创业提供风险资金。二是扩大现行的重建信贷项目，其范围包括对现有企业提供创新贷款，并保证 ~~犹豫~~ 的贷款来自商业银行。

在法国，为了专门给小企业财政贷款——尤其着重在研究、发展和创新方面，已成立了一个国家机构和一个银行。同样，卢森堡的国家信贷与投资公司也提出了改变现状的建议，建议对所有的技术开发项目提供风险资金。

在英国，政府的贷款保证方案确保中期贷款的 ~~顾虑~~。这个方案虽然不是专为新技术企业制订的，但方案放宽了可接受风险的界限，也可以适用于新技术企业。此外，为了支持地方的创新活动，英国技术集团已有了一个风险资金的小项目。

在澳大利亚，为了提高迅速发展的小型企业的风险资金的利用率，采取了税收激励的政策。通过这些政府措施，预

计将有 1.5 亿美元可用于高风险企业的风险投资。政府还改变了澳大利亚企业发展公司的资金结构，使企业的资产净值和贷款的利用率有了明显的提高。

加拿大和美国采取了提供风险资金的新途径，在研究与发展方面进行有限合作。当投资者能收取到专利权使用费或者其他证明研究成功的报酬时，允许用做科学研究上的投资，不再用净收益或借入资本来抵偿。在每一个国家里，这些方案中大多是采用税收减免。虽然最近才有这种合作方式，它们已被用于发展新技术的资金筹集，尤其是在生物技术方面。根据美国商务部的预测，由于采用这个办法，1985 年增加了大约 1.5 亿美元的投资。

另一种措施只在少数国家中（如法国与美国）实施，允许投资者将他们的资金向高技术公司转移时，可以不征收资本所得税。这种规定的目的是为了增加发展高技术部门的投资。

最后，欧洲共同体委员会在 1985 年开始实施了一个指导性计划，由欧洲经济共同体与欧洲风险基金公司合作提供民险资金，1985 年资助小型和中型企业总数为 1.5 万欧洲货币单位，其中欧洲经济共同体提供全部资产净值的 1/3。

总而言之，为了扶植小型高技术企业，各国政府都制定了许多优惠政策并投入了大量的资源。最近的一种趋势是，对那些依靠研究与发展和创新活动而取得发展的企业，给予直接或间接的财政资助。在这样的方针下，有些政府修改了原先对所有企业不管规模大小一律进行扶植的方案，成为只对小型高技术企业的支持，以便把资源集中配置给它们使用。

政府为了向小型企业传播新技术，对现有企业的维持和发展给了很多支持，大力帮助和激励这类企业提高生产与工艺的基础技术。有些国家通过了实施成本分担方案，而另一些国家则建立从事多种服务的技术中心。这些措施，常具有地区的特征，目的是在选定的技术领域内推动经济发展。

第二节 风险投资概述

一、风险投资神话的产生

自从第二次世界大战以来，风险投资对美国和世界经济一直发挥着一种鲜为人知但却极为深刻的影响：它是企业家精神的催化剂，推动着经济增长和革新。对美国经济而言，风险资本的贡献是巨大的，它创造了就业机会，提供了创新的产品和服务，刺激了竞争的活力，散播了企业家精神。更为重要的是，风险资本孵化的新公司和新产业从根本上改变了我们生活和工作的方式。请看下面的几个例子：

1971年，“美国研究发展”（ARD）向一家由麻省理工学院毕业生创办的新公司——数字设备公司（DEC）投资 1000 万美元买下了其 25% 的股权。到 1975 年，这笔投资已经价值 1 亿美元。

1976 年，专门研究“改变人们生活和工作方式”的创新概念的 风险投资机构向初创的苹果电脑公司投资了 100 万美元。当苹果公司 1980 年首次公开发行股票时，这笔投资已经价值 1 亿美元。

联邦快递公司（FedEx）在经历了长期惨痛的

股为主要的收益来源的普通资本形态也具有本质的不同。

三、风险投资与高科技产业

由现代科学技术成果、风险资本和人力资本相结合所生成的高科技产业正使现代世界经济发生着革命性变革。随着高科技产业在各国国民经济中所占的比重日益扩大、所处的地位日益显著，一种新的经济形态——知识经济（这仅仅是个过渡性概念）越来越受到重视。知识经济形态的出现正冲击着传统的经济增长方式、世界贸易格局、人口就业结构和社会收入分配等社会经济生活的基本方面。各国政府都对这一经济形态进行了大量的研究并采取相应措施，以期尽快适应它并从中获取最大利益。

由于高科技产业化水平将在相当程度上决定一国的经济增长方式、决定该国在国际竞争中的地位、也将决定一国的就业结构和收入水平，各国政府和经济组织都相当重视培育高科技产业。根据国际经验，高科技产业的发展取决于现代科学技术、风险资本和人力资本三者的结合。这三个要素中的现代科学技术和人力资本是由内生和引进两个部分构成，以内生为主。风险资本则是在一国国内适宜的政策和经济环境中培育出来的。现代风险资本的发育与证券市场的发展密切相关。各个国家在各自不同的发展阶段，对三个要素的培育措施和侧重点各有其特色，但高科技产业发展的经验和教训都表明，三要素的相互协调配合是高科技产业得以迅速发展的必要条件。

高科技产业化是现代科技成果转化为现实的产品和劳务的过程。在这个转化过程中，资金是关键因素。风险资本作