

第一章 风险资本概述

第一节 风险资本的分类

一、基金类型

一般说来，风险投资基金可以分为三种类型：

1. 独立基金。由基金或商事信托投资组成，它们从诸如退休基金、保险公司和公司投资者等来源处获取资本。独立基金代理投资者管理基金，收取管理费，并分享一定比例的资本收益。
2. 附属基金。与独立基金不同，附属基金通常是银行、退休金等大机构的全资附属机构，并由专门的基金管理人管理母体的资金
3. 半附属基金。以上两种基金的结合体，独立筹措的资金和从母体获得的资金共存。

最近出现的风险资本信托（VCTs）代表着风险资本市场发展的新趋向。作为企业扩张计划的辅助安排，风险资本信托能够使私人投资者享有有效持有投资期间产生的资本收益方面的税收豁免。通常，投资期间获付的股利享受税收豁免待遇。显而易见，风险资本信托的这种政策优惠使独立管理基金有能力通过机构和私人两种途径筹借较大额度的资金。

除了上述类型，大多数风险基金还可以分为普通投资者基金和专业投资者基金两种。

普通投资者基金指广泛投资于各个行业并覆盖从企业设立到后期投资的所有投资种类的基金。

专业投资者基金则指仅投资于一定种类的产品或特殊利益部门、地区的基金，如：管理层收购（产品专业化）和高技术项目（部门专业化）。

许多普通投资者基金都避免涉足投资标准或基金管制以外的其他领域，基于过去的投资经验或者基金投资经理的职业偏好，大多数针对特殊部门或者专门产品。相反，高技术投资基金把它们的注意力和资源投入投机性更强的领域，它们通常是向处在初期阶段的项目，而不是向已建成的公司投入资金。一般而言，高技术投资基金对普通基金所追求的项目兴趣不大。

二、风险投资的进入方式

风险资本主要通过以下方式进入企业：

1. 管理层收购或大宗买进

管理层收购使在职的管理队伍有机会从当前的所有者那里购买公司。管理层收购主要出现在以下情形中：

- (1) 母公司处理其非核心分支机构；
- (2) 私有公司的继承；
- (3) 作为销售的替代品处理给管理者；
- (4) 从破产管理人处买回。

在管理层收购中，风险资本的利用，使雇员有机会成为所有者及管理者，并能够获取与风险基金投资的资金水平不成比例的数量较多的股本。

大宗买进是在管理层收购基础上的扩张，通常由富有天赋的经理或经理集团锁定收购目标，然后买进。大宗买进可能是对公司的直接接管，也可以是大宗买进者队伍加入现任管理队伍，这种形式被称为“BIMBO”（大宗买进或管理层收购）。

独立的大宗买进比直接的管理层收购风险更大，因为准备大宗买进的人不可能具备和公司在职管理者一样的内部信息。许多有天赋的大宗买进者最终并没有使公司经营实现旧貌换新颜，主要是因为开始阶段，公司的内部问题没有得到暴露。由于在职管理人士对公司运

行的诸多方面通常都有所了解，所以，一般认为管理层收购要比大宗买进更为安全。

2. 援助

在援助情况下，风险资本的作用主要体现在公司的资产重组方面，并对正在运作的资产的收益实现作出贡献。风险资本倾向于对以援助方式介入企业保持较为谨慎的态度，并通常以企业承诺进行实质性的改变作为介入前提，以保证交易状况能够有所好转。由于管理队伍无一例外地被认为应对以往发生的错误承担责任，因此，风险基金在提供资金之前，有必要重新安排管理队伍。不过，认为所有援助情况的出现都是管理者错误的结果是不对的，如在下列情况下，也可能发生援助：

- (1) 开发新工序或新产品的延误，导致了公司资金资源的财务约束；
- (2) 由工厂主要部分或机器损失引起的生产问题；
- (3) 传统银行贷款的减少，引起销售下降。

一般而言，要引起风险资本的兴趣，接受援助的项目必须具有下列特性：

- (1) 多样化的产品和客户基础；
- (2) 具有阻碍竞争对手进入的合理壁垒；
- (3) 处在一个不断成长的市场当中；
- (4) 拥有维护良好的工厂和机器；
- (5) 管理层勇于汲取过去经验，并不断地增强团队力量；
- (6) 正在开发的产品是成熟的或近乎成熟的；
- (7) 具有良好的劳资关系记录；
- (8) 有关于改进管理和削减成本的明确的发展计划；
- (9) 立足于以往的问题，有清晰的公司发展战略和蓝图。

3. 次级股权购买

次级股权购买包括一家风险投资基金从另一家风险投资基金手中购入接受投资企业的股权，或者从其他试图退出该接受投资的股东手中购买股权。

- (1) 从风险基金购入股。许多风险投资基金的投资周期通常为 4 年至 7 年，之后，他们往往将撤回投资。而接受投资公司的管理层却希望超越这个时间限制，以便能够更深入地拓展公司业务，并在卖掉公

司之前更为彻底地发掘出公司的潜能。

(2)向已有股东购入股权。在一个没有即时公开报价系统的企业交易市场中，由于股权缺乏流动性，股东很难实现从公司中的退出。风险投资基金认识到，只要存在足够大的并具有发展潜力的业务领域，人们就乐意进行股权投资，甚至也愿意为公司的未来发展追加更多的投资这种方式对股东的巨大诱惑在于其能够实现投资财富的变现。这种方式也使个人在不放弃对商业的全部兴趣的前提下，实现一定的现金和财务独立。另外，当管理层与某一股东的意见相左时，基金的次级购买也提供了一个减少分歧的机会。

三、早期阶段投资和初创企业

处于早期发展阶段的企业总是特别需求资金。由于这些企业往往与高风险联系在一起，许多风险投资基金对于这一领域的投资总是小心翼翼。幸运的是，还有其他一些基金看到了投资于这类企业的巨大获益前景。然而无论如何，不能否认的是，早期阶段和初创企业的投资获取过程，往往充分体现出风险资金市场中困难的一面。如果缺乏在这一行业成功经历的话，一个企业家仅凭绝妙的想法，是不可能获得巨大的资金支持的。

最受风险投资家偏爱的初创企业往往是那些拥有一支富有经验的管理者队伍的公司。

为了达到投资于早期阶段或初创企业的目标，拟议中的项目必须包括以下一些特性：

- (1)均衡的、有丰富经验的管理层队伍；
- (2)得到充分发展的产品；
- (3)处于一个不断成长的且不为少数公司所垄断的市场中；
- (4)最好属于非资本密集型产业；
- (5)持续研究和开发的成本较低；
- (6)公司不能仅有人力资本，还应拥有足具吸引力的资产。

总而言之，纵观各种风险投资品种，管理层收购和研发资本类型的项目被风险基金视为是最安全的投资，而早期投资和援助项目则被看作是具有高风险的。它们必须要有过人之处，才能吸引挑剔的风险投资基金。

四、风险投资业的最新动向

虽然风险投资业是个相对年轻的行业，但是在美国，它已经达到成熟。从目前存在的风险基金的数量来看，新成立的基金不可能显著地增多。风险投资基金严格筛选的特性决定了这一行业在将来会更加理性化，将演变成为许多更小型的核子基金，每个核子基金都自有一套独特的投资标准和技巧。

经过多年的发展和经验总结，风险基金已经对它们的投资技术和投资偏好进行了一番重新定义。为了充分说明这一变化，下面将详细讨论一些主要趋势

1. 从初创企业和早期投资撤离

许多美国主流的风险基金积极地把目标投向 100 万到 500 万美元的项目。除了主流投资基金外，还存在一种“超级基金”，它只考虑不低于 500 万美元的投资项目，有时，最低投资的底限竟达 1000 万美元。这种最低限度的投资往往集中于扩张和管理层收购。这种投资通常被视为低风险类型，它们主要涉及那些有着良好业绩记录的企业。

早期投资或初创企业投资可能会带来显著的收益，但失败的风险往往更大。据估计，每 3 个初创企业中就有一个是失败的，而 10 个初创企业风险投资项目中则只有一个成功的，或至多只有 2 个是成功的大部分投资项目或失败，或在低水平上运行。除了那些受到专业风险资金青睐的高科技企业外，风险投资业更愿意考虑风险较低的投资项目

2. 管理层收购市场的发展

管理层收购领域大约占了美国的风险投资市场的三分之二。考虑到管理层收购对行业的重要性，有必要回顾一下它的最新发展趋势。

(1) 出售。由于 1000 万美元以上的管理层收购交易不断发生，卖主现在往往直接找到风险基金，看他们是否愿意接受这项交易。一旦获得交易的购买权，风险基金就会召集管理层队伍，这其中也可能包括一些目标公司以外的成员。这与 80 年代的管理层收购交易完全不同，当时是管理层取得了管理层收购的机会之后，再去挑选他们愿意接受的资金提供者。现在，卖主逐渐认识到，对于大宗的交易，管理层收购过程最好由他们所喜欢的大机构来协调领导，这些机构往往反过来

影响那些股权出售者或银行辛迪加。大宗的出售交易有可能会更加流行，它减少了管理层在推动管理层收购过程中的重要性。而在小规模收购中如 100 万美元的交易，管理层和他们的顾问们一起领导并协调整个管理层收购过程。

(2)BIMBO。与所有的风险资本产品一样，混合产品是不可避免的。BIMBO 也不例外。BIMBO 就是外聘候选人或那些现有管理层收购队伍的成员的结合。外聘候选人的作用在于加强现有管理层的某些薄弱环节。大宗出售交易的出现很可能促使了 BIMBO 的产生 因为风险资本总是试图使管理层能力最大化。

(3)杠杆收购。80 年代末的大宗管理层收购交易如 *Isosceles*、*Magnet*、*MFI*和 *Locondes Queensway* 都是通过高杆杠比率来实现的。在一些投资中 负债股本率超过 500% 并非少见，而且，决定资金结构的第一要素是盈利还债原则（这种现金流动的借款方式产生了麦则恩投资。麦则恩投资是近似于贷款的混合金融工具，它的利息较高并和股权投资一起运作）随着 90 年代早期高利率借贷的出现，许多高杠杆比率的交易遇到了困难，这些困难不仅在于他们没有能力偿还高比例的负债，而且也无法在到期日偿清资本。

在如今更加保守的氛围下，人们普遍认为，风险资金在用杠杆进行管理收购时应该尽量适度一些。在近年来的交易中，借款比率多介于 100%到 200%之间。但必须看到，在目前情况下，当杠杆比率超过 100%时，被投资公司就必须有受很高的盈利率支撑的强有力的现金流量。

第二节 利用风险资本的基本原理

一、债务融资的限制

在美国，大部分公司遇到资金需求时，首先想到的是传统的银行借款。如果投资安全性好且债权融资并没有实质性地改变资本负债水平，大部分公司将不会寻找其他的融资渠道。金融行业是以借贷为基础并以票据贴现和其他替代融资产品为辅的。它的迅速发展说明了对

营运资金需求量大的公司仅仅通过传统的贷款，亦可满足其持续的资金需求。

然而，当生产扩张太快时，现有的借款融资往往无法满足生产扩张所需要的额外营运资金。当负债股本比率超过 100% 时，银行将越来越不愿意在现有的利率上对公司增加放贷，特别是当破产风险变大和盈利率变小时。一般而言，可接受的盈利率至少要在以上区间内。

因此，当“过热”的情况出现时，很可能就是银行断定公司的“借款痛苦点”已经达到了。很明显，当某一公司处在财务困难时期，安全性较差，盈利率水平也比较低时，它就不可能取得银行的资金融通。

由于银行对公司的贷款总是首先看重安全性，为了重构负债和股本的平衡，风险资本便成了较受喜爱的解决途径。实际上，风险资本是以注入非安全（风险）的投资来换取公司的股东地位。风险资本的含义，特别是股权“流失”因素将在下面加以详细讨论。

二、在重要转折点的融资

一旦公司的“借款痛苦点”到来，公司发展方式的转折就显得尤为重要。这时候，公司就可能考虑引入风险资本。在公司的发展阶段，不外乎以下两种扩张途径：

1. 机构扩张

这种扩张主要通过内部操作得以实现。比如，扩大公司的分支网络，由此带来分支机构的开张成本和增加营运资本的需求。相应地，机构扩张可能导致新工厂的建立以及与之相应的厂房和机器的添置。在极端的情形下，公司也许会认为，在某个新领域运作一家新的公司是机构扩张的最佳方式。

2. 收购

许多公司通过战略性收购来达到快速成长的目的，而不是靠建立分支机构来实现循序渐进的发展。由于收购可以整合扩大了的公司经营，从而节省大量的管理时间。因而，公司在未来的利润将是极其可观的。

无论是机构扩张方式还是收购方式，风险资本都能够在其中发挥重要的作用。很明显，在这两种方式条件下，公司仍可以进行债务融资，并可一直持续到“借款痛苦点”的出现。但当“借款痛苦点”来临时，

风险资本就可以发挥作用了。

三、风险投资的替代品

在讨论完风险资本对公司生产周期中转折点的融资作用之后，我们有必要分析其他替代性的融资渠道。

1. 行业伙伴

对于寻求代替风险投资融资方式的小企业而言，行业伙伴是获得资金的一个有效途径，除此之外别无他途。在早期和初创的企业看来，行业伙伴是对他们的项目最具同情心的投资者。因为，行业伙伴往往能够理解相关行业的特性，并从对这类企业提供支持中看到商业机会。

不过，这种方式的困难在于，公司管理层可能既失去股权控制，也失去对公司机构的日常控制。这就使得管理层对于大公司的参与非常敏感。与行业伙伴不同，风险投资支持一家公司的管理层主要依赖于自己的判断而且若干年后，风险资本必然要撤出该公司。这一点对于稳定的公司投资者而言，几乎是不可能的，管理层队伍可能因此将被无期限地锁定在无工作的状态。然而，如果小公司在面临接受大公司的加盟还是公司发展受阻的抉择时，寻求在大公司的保护伞之下发展公司业务的好处似乎比潜在的弊处更大。

2. 主动出让

在管理层收购的领域，任何债务融资活动的衰减都被看成是风险资本替代的结果。这不是必然的先决条件。在一些小额交易中，交易的完成是因为卖方延迟了买方付款的时间，即卖方作为交易的贷方允许买主在买入一段时间后才付款。这种方式适用于小额交易和援助，而风险基金则对这些交易毫无兴趣。

卖方常常认为，除非存在担保以保证递延付款，否则，非现金支付方式的风险因素太大了。不过，如果该公司的资产充裕，那么就足以提供安全性。因此，为防止发生违约，用设备进行赔偿的约定就会发挥作用。通常，对卖方的递延收款应提供一定的商业利率补偿安排。补偿的数目可以是付款时高于收购价的那部分溢价收益，以与采用这种方式所承担的风险相称。

不管是在公司积极主动地寻找合适商业买家的情况下，还是在信任是公司未来成功的第一要素的情况下，主动出让方式都运作得最好。

通常，在主动出让条件下，出售多是基于卖方长期以来与管理层队伍建立的工作关系和信任，在管理层收购方式下尤为如此。在小规模交易中，卖方多年来享受着公司提供的养老金和其他相关的商业利益的优厚福利，所以，主动出让方式是激励那些未持有公司股份的经理们努力工作的良好途径。

主动出让方式是满足资金需求的有效途径，不过一般很少单独使用该方式。当交易的要价无法通过风险投资或债务工具融通时，递延付款将为交易的达成发挥举足轻重的作用。递延方式和赢利安排作为“缺口的弥补者”，能促使交易的达成，否则企业的经营就难以为继了。

第三节 风险资本的特点

一、股权出让

出让股权，对于私人企业来讲，主要是个情感问题。如果某公司能用非股权融资方式筹到资金以发展公司，则它往往愿意采用这种方式。对长期投资进行融资或为了支持快速发展而采用诸如银行透支的短期借款手段都会带来风险。

如果一家公司的发展前景有限，风险资本是不会去光顾该公司的。风险投资最适合那些能急剧发展并可让投资在 5 年到 7 年之间退出的公司。对于风险资本的介入，接受投资公司必须认真考虑这一问题：是 100% 地控制一家小企业好呢，还是 65% 地控制一家更大更有价值的企业好呢？从算术的角度来看，答案不言而喻。对于一个家族公司来讲，接纳某个外来投资者的想法并不那么容易被接受。如果某家公司有一个很好的需要额外资金投入的商业机会，则风险投资所具有的推动公司迅速发展的功能就很吸引人了。

风险资本通常提供包括普通股、优先股和中长期贷款的一揽子融资组合。某些风险投资的前提是对普通股和优先股分红。风险投资的普通股通常被称为“ A ”类普通股或优先普通股或其他变化形式，其目的是为了区分他们的分红权力与其他普通股股东的权力。风险资本要求以税前利润的某一百分比作为红利，这种红利被称为参与红利。参与

红利的范围一般来讲是介于税前利润的 5% ~ 10% 之间。如果公司发展前景实在看好，风险投资的分红达到某一最大值之后将被要求封顶。相应地，如果在投资的初始阶段现金周转不灵，公司这时就会与投资方协商拖延支付红利。换言之，公司会一直忽略对红利的支付，直到投资处于成型期。相比之下，优先股享有比商业银行利率更高的固定收益率，这种溢价是与风险投资所承担的风险相对称的。

优先股的赎回一般是在 3 年到 6 年之后，这与投资的时间安排相符，便于风险资本的补偿。由于在投资的早期阶段，资金是第一要素，因此，一般允许有滞后两年的资本偿还宽展期。对于更大宗的交易，偿还宽展期可能会更长，因为，即使是资本的撤出，也要在几年之后才能得以实现。毫无疑问，当风险资本完全撤离公司之时，优先股必须被全部赎回。

二、机构间的关系

为了接纳风险资本，管理层必须遵守股权认购协议和合作协议中的精心订立的条款。不过，大部分风险投资基金支持管理层的判断和能力。保护措施和条款只不过是保证当违约或公司运行糟糕的情况出现时能采取一定补救手段而已。

风险投资基金通常坚持通过订立协议来监督董事们的报酬和履职情况。这一协议用来确保董事们支付的薪水不会超过协议规定的数目，从而不会减少全体股东所能分享的利润。该协议还包括诸如养老金和奖金安排等事宜。通常，协议的条款还详细规定了在何种情形下公司的董事必须被革职，如玩忽职守、业务不精、滥用公司资金等等。协议的目的是为了设计一位监督者而非一支敲打管理层的“棍棒”。

合作协议的条款还规定当分红和资本赎回出现时，有多少无投票权的股票会变为有投票权的股票。类似地，出于控制目的，股东协议或投资协议很可能包括对管理层购买重大资本资产、收购其他公司，未经风险基金同意擅自分散精力到业务经营的其他方面等行为的限制。

正如在其他的合伙关系中一样，风险投资家希望公司在出现重大事件和发展时能够征求他们的意见。确保这一点得以实现的途径是任命一名非执行董事。非执行董事的作用主要是参加接受投资公司的董事会并就公司发展战略和业务经营对管理层提出建议。非执行董事还

可以起到监督的作用，并把公司和投资项目运行的情况反馈给风险资本的提供者。

事实上，风险投资家作为接受投资企业的合伙人，需要密切关注那些影响公司运行的实质性发展动态。虽然大多数的风险基金都不干预公司管理，监督条款仍从后面起到了监视和控制的作用，特别是当事态发展严重或公司的确偏离最初的商业计划之时。

就像是任何一个俱乐部的成员一样，公司必须遵循一些规定。而这样做的好处是公司获得风险资金。这笔资金在管理层收购的情况下可以使雇员变成所有者，对于企业而言，它可以促进其实现更大的发展。

三、风险资本的利弊

如同许多重要的商业决策一样，接受风险投资对公司未来的发展，有着重大的意义。因此，有必要客观地总结采用这种方式的利弊。

利：

(1) 对于管理层收购而言，风险投资使公司雇员获取公司的部分所有权。

(2) 对于现有的生意而言，风险投资缩短了接受投资公司发展的时间限制。

(3) 风险投资通过增加股权投资或其他固定资产而使接受投资公司的资产负债表更趋稳健。

(4) 有了机构合伙股东，公司就有机会获取第二次融资，特别是为了公司的发展。

(5) 机构合伙人提高了公司资产负债表的信用程度，并作为吸引债权资金的积极信号。

弊：

(1) 由于接纳风险合伙人作为董事，管理层将受到股权认购协议和合作协议中的机构规则和监督条款的束缚。

(2) 管理层将不能完全自由地运作公司，他们必须按照商业计划中订立的目标去努力。

(3) 考虑到与非执行董事的紧密联系和合作，管理层将承担更多的责任，并定期为风险基金传递管理信息。

(4) 大部分的风险投资基金的目的是为了最终撤出资金，而公司管理层的出售时间安排可能与风险基金的安排不一致。

(5) 可能与风险资本提供者产生争端，使得与投资者的关系更加困难。

只有在考虑所有的融资选择诸如举债及其他之后，才可以决定是否引入风险资本。也只有在充分分析了各种可能的融资方案的内涵之后，公司和它的顾问们才应该开始对股权融资方案的利弊进行全面评估。正如上面所列的各条利弊，管理层必须在“公司发展程度”和“思想行动的自由”之间寻找均衡点。

第二章 风险资本的筹措

对于希望获得资金的公司来说，筹措风险资本是一项费时且费力的事。经验表明，与其他专业领域一样，风险投资业也有自己的一套标准与规则，并且，它通常是不确定的。本章的目的是阐述在筹措风险资本过程中涉及的主要问题。

第一节 投资标准

在开始筹措风险资本之前，必须首先确定项目本身是否能达到风险资本的要求。一般而言，风险基金在介入企业前，往往会考虑以下四个标准：

一、管理

风险资本更青睐于有着丰富经验和均衡结构的管理团队的企业。可以说，一个好的管理团队即使在困难的环境中，也能够取得优秀的业绩，而一个低劣的管理团队则必然招致失败。考虑到大多数风险资本在投资时都将被实质上“移交”给被投资企业，因而对投资的日常管理必须建立在充分信赖的基础上。

事实上，由于害怕失去对投资的控制，风险资本一般不会介入“由

一人管理的”公司。与之类似，企业以往的不当的管理记录也将导致其难以吸引风险资本。由权力过大的创业者控制的公司也难以获得支持，因为这些人经常会在没有管理团队的有力支持下，按自己的意愿办事。并且，此类企业面临的风险还包括一人离去即导致公司垮台的局面。当然也存在一些公司，其创建者和主要股东已建立起一个独立、能干的决策小组。在这种情况下，风险资本在进行适当谨慎的调查之后将会认真考虑进行投资。

那么，有经验和均衡结构的管理团队到底意味着什么呢？

首先看管理小组的主要成员的年龄。通常，他们的年龄应当在 35 到 50 岁之间。虽然也有例外，但实践证明，大多数富有活力的管理团队，其成员都是在这一年龄段。

说到均衡、理想的管理团队，其成员应覆盖主要管理领域：经理、财务、生产和营销。当主要管理体系中存在弱点时，及时招聘新人亦不失为一项正确决策。在大型的子公司中，财务关系往往被看成只是次要的联系，因为子公司通常只拥有向集团财务总监报告的二级财务人员。由于严格的财务管理是一个管理团队成功的关键因素，因此，风险资本通常倾向于从候选人名单中选择他们自己的财务总监。

在大型的交易中，必须要有一个均衡的管理团队。如果一项交易小于 500 万美元，则应允许因公司规模问题而存在某些管理职位的空缺。例如，一位有销售背景的经理可能会被安排在一个小公司内担任销售和营销职务。当与小公司打交道时，风险资本往往能够理解灵活性的重要。不过，每个重要的管理部门都应该被覆盖到。应当注意的是，当接受投资公司成长时，其管理能力和机构设置也应该同时得到发展。

在更小的公司中，也可以通过指派在某一领域有经验的主管来取代一位全职的经理。由于风险资本更倾向于不指派业务总监，这种做法对无力聘用全职管理人员的小公司来说，有时被证明是有效的模式。但必须强调的是，无总监安排有时并不能取代管理小组中的全职人员，尤其是在财务领域。

因此，风险资本家介入的前提条件是一个专业的、均衡的管理团队。热衷于权力的企业家和商人要想使风险投资家相信一人小组是最好的，无疑要面临很大的困难。

二、业绩记录

有人认为，预测未来成功与否的最好的标准是一个企业的以往表现。过去的表现无疑是进一步评价管理团队质量的指标，但是也有例外，在管理层收购情况中，有些公司被收购前表现不好，而在被收购后，其良好的管理却常常能够成为未来成长和盈利的动力。

我们认为，管理层收购给予了管理者自由思考和行动的机会，使之第一次成为所有人管理者。这能激励公司在母公司的外衣下提高绩效。因此，由于有对以下领域更加关注和负责的管理人，管理层收购可以改变一个以前表现不佳的公司。

(1)理性分析总体和个别公司的决策，这可能产生额外的利润并提高公司的绩效；

(2)产品创新上的提高和更接近于市场；

(3)投资于曾被母公司否定的新的资本工具。

以上只是管理层收购后可能产生的许多改进中的一小部分。

在检视如何改善过去表现的方法时，风险资本家会受以下因素的巨大影响：

(1)行业的成熟程度。一个趋于停滞或衰退的行业很难激起人们对这一部门的信心，除非低劣的表现仅仅是因为宏观经济气候欠佳。

(2)技术的改变。一家技术不断改变的公司通常需要大量研究和发展方面的投资，以及持续不断的资本支出。

(3)生产和厂房设备。如果低劣的表现被证明是源自简陋、低级的设备，这对它的未来不是个好兆头，肯定难以吸引风险资本。

(4)进入壁垒较低的竞争性市场。一个在拥挤的、充满降价风潮和激烈竞争的市场中的企业无疑会引起关注。在没有竞争性优势的情况下，其业绩不可能得到改善。

在考察补救与转机时，风险资本不会被所谓“美好的明天”的前景所说服。过去的业绩必须得到解释与定量的分析，必须承认事实并采取补救措施。在需要得到强化的管理队伍中，没有起作用的人员必须被排除。

在这种情况下，要使风险投资基金相信某一公司仍能继续运作，必须制定出一套经营与财务方面详细的重整计划，即一个试图依靠完全

复兴前景的短期生存策略。很清楚，在这种情况下，风险资本家需要被说服，因为公司不仅要过去作出解释，还要使风险资本家相信，无论是得到保障的还是未得到保障的债权人，都不能先人为地放弃一家公司。在考虑补救措施时，风险投资家经常会支持其已投资的公司。此时，保证初始风险投资的商业需要常常超过了前面讨论过的问题。

初始投资和早期资本大约构成每年投资总额的 15%，但只占总价值的 5%。早期投资对于风险资本来说较为困难，因为以往的记录并不一定真实。在初始阶段，商业计划经常是风险资本判断一项建议可行性的唯一依据。过去的记录和经理的行业经验对于形成一个观点非常重要。离开旧环境的经理最容易赢得风险资本的青睐，因为他们从旧雇主那里辞职，主张成立一家新的公司。由于对辞职没有法律上的限制，这是一个较安全的创业方法。因此，要得到风险资本支持，对于初创公司和早期投资而言，最理想的是有在一个已知市场中达到完全发展的产品和对特定领域有着直接经验的管理团队。

三、未来的前景

在一定的财务结构中考察企业的未来表现，需要结合现实与可实现的增长。风险投资家要求所有被投资公司均有着强劲的增长，以保证高额回报，最终实现资本收益。由于对一家公司的评价通常是基于其收入流，因此，盈利是一个先决条件。类似地，从被投资公司的角度来看，除非利用风险资本能取得重大发展，否则不应导入资本激励。

如果一个企业的年平均增长率是 5% 到 10%，这并不代表“强劲”的增长。但是，如果风险资本能产生可观的增长，这将从事实上影响流出的价值，从而达到风险资本所主张的低进入价格，高流出价值的投资原则。

上述原则可以用以下例子来说明：

在涉及公司 A 的情况下，利润的增长率并不高，不大可能吸引风险投资。相反，公司 B 显示了从低起点开始的高速的利润增长。由于初始投资支付了合理的进入价格，在递增的收入评价基础上会有一个好的盈利。公司 C 是一个少有的投资良机，但如此高速增长需要合理的支撑。要取得风险投资也许并不需要这样的高速增长，而当既定目标无法实现时，设定这样的增长速度有可能导致随后的信用问题。

表 2-1 税前利润增长表

						单位 美元
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	是否适合 风险投资
A 公司	500000	550000	590000	640000	675000	否
B 公司	200000	350000	470000	560000	675000	是
C 公司	100000	300000	500000	1000000	1500000	是(如果 预测结果 可信的话)

在考察未来前景时，基金经理会受一些事实的影响。其中，微观领域的因素包括：

- (1)定单和定单的价值；
- (2)客户的数量和是否对某一客户寄予过分依赖；
- (3)对某一专利或特许权的依赖，而它们将在风险资本退出前到期；
- (4)持续的资本支出或 研究和开发的需要；
- (5)产品范围及其寿命；
- (6)是否依赖于某一供应商或某一供应来源；
- (7)客户的特性；
- (8)竞争者数量以及所在产业的竞争价格。

在宏观层面上，风险资本往往受到以下因素的影响：

1. 产业的成熟程度

任何处于衰退或停滞阶段的产业，要想取得高速发展都很困难，其前景也较差。不过，这并不意味着风险资本就不能进行投资。因为，一个处于衰退中的产业可能仍然有着巨大的市场价值。如果管理者有着一个较好的市场份额预测，接受投资企业仍有发展的潜力。可以认为，对于风险投资基金来说，并不存在好的或坏的部门，而是在每一产业领域内都有好的或坏的投资机会。

当然，对于风险基金的经理人员而言，理想的模式是投资于成长部门的成长公司。这样可以不用考虑接受投资公司是在一个高技术还是