

目 录

第一章 项目筛选及可行性研究	1
一、项目的筛选	1
（一）投资产业	2
（二）投资项目发展阶段	3
（三）投资规模	5
（四）被投资企业的区位特点	5
二、可行性研究与投资决策依据	7
（一）尽职调查	7
（二）投资决策依据	13
（三）风险投资三大定律	17
三、风险投资业务计划书	18
（一）特定时期业务计划书的内容和格式	18
（二）一般业务计划书的内容	21
（三）风险投资资本家最关心的问题	50
（四）合理确定联络风险投资者的数量	52
四、风险投资建议书	54
习 题	71

消费品行业的资金为 3.123 亿美元，投向其他产业领域的资金为 2790 万美元，分别占风险投资总额的 60%、26%、13% 和 1%。大部分风险投资公司都按照这一产业分类进行投资，只是侧重点稍有不同而已。如在 Norwest Venture Partners 1997 年的投资组合中，软件和互联网产业占了 40%，通信业占了 30%，电子产业和保健产业各占了 12%，而其他产业领域只占到 12%。又如美国太平洋创业投资基金在其投资范围中明确表示：该基金主要投资于中国国内电子信息产业，特别是软件、通讯、网络技术和信息服务，以及生物技术领域。尽管如此，仍有一些风险投资公司向诸如处于建筑业、一般工业品生产、商业服务等行业的公司进行投资，还有相当一部分公司专注于投资零售企业。值得注意的是，风险投资人通常会趋向于选择他们所熟悉的行业进行投资，因为这样会有利于他们对投资项目的评估和投资后的管理。

（二）投资项目发展阶段（Stages）

前面提到，一个企业的成长通常分为种子期（Seed）、创业期（Start-up）、扩张期（Expansion）和成熟期（Mezzanine）四个阶段。风险投资人在进行项目初选时通常会问：该项目是处于哪一阶段：有产品想法？有样品？还是已经很成熟？在种子期，产品的发明者或创业企业家需要投入大量的资金研究开发出样机或样品并形成较为完整的工业生产方案，以验证其创意的可行性和技术经济合理性。投资于种子期的风险资本称为种子资金。种子资金的投资目的在于使创意构想商品化，通常投资规模不大，但风险高。目前这类资金大部分由天使投资人提供。

在创业期，产品创意的商品化已经获得成功，这时企业需要大量资金用于购买生产设备，建立营销网络和进行后续研发，在这一阶段，由于没有经营记录可寻，企业很难从银行获得商业信贷，而风险资本则恰恰在这一阶段开始进入，这时的风险资本相应地称为创业资金。创业资金所承担的风险因创业期长短的不确定而加大，提供创业资金的风险投资人相对要多些，既包

括风险投资公司、产业附属投资公司，也包括风险资本家和天使投资人。

企业发展到第三阶段，即进入扩张期。处于扩张期的企业已经有了一定的经营业绩，但为了进一步开发产品，提高产量和销量，资金需求量也迅速增加。而此时企业还达不到上市标准，商业信贷也需要取得担保或保证，只有风险资本能满足这种需要。投入到企业扩张期的风险资本又分为营运资金和扩张资金，前者投资的被投资企业尚未达到盈亏平衡点，而后者投资的被投资企业已经达到盈亏平衡点。两者相比，后者的投资风险相对要小一些。

企业成长过程中的第四阶段是成熟期。在正常情况下，这是企业上市（IPO）前的最后一个阶段。这时的被投资企业对资金的需求并不十分迫切，引进资金的目的主要是为了美化财务报表，提高知名度，为公开上市作准备。因此投资于企业成熟期的风险资本被称为美化资金。这类资金通常又分为过渡融资（Bridge Financing）、杠杆融资（LBO Financing）和再生融资（Recapitalization Financing）等几类。美化资金的投资风险较低，目前大多数风险投资公司都热衷于对此阶段的投资。

对企业不同发展阶段的不同偏好与风险投资公司的资金来源、从业经验及其所处的地区和行业竞争程度密切相关。如在欧美等发达国家和地区，在20世纪80年代以前，风险资本大都投向创业期及其以前阶段。但近年来风险投资有专注于投资风险企业后期发展阶段的趋势。以美国为例，1985年至1989年间，风险资本在扩张期、收购（Acquisition）和杠杆收购（LBO）以及管理层融资收购（MBO）方面的投资增长很快。1992年投入到扩张期的风险投资额占总投资额的比重达到55%，投入杠杆收购或并购项目的投资额占了约7%，两项合计占全部投资额的比重达到了62%，而投入种子期的资金只占了2.9%，投入创业期的资金也只占到8.22%。而台湾则恰恰相反，在风险投资行业刚刚兴起的时候，大部分风险投资机构都选择处于发展后期的风险企业进行投资，后来随着行业内竞争的加剧，收益率不断下降，风险投资机构为寻求发展机

会，又转而增大了对处于发展前期的风险企业的投资力度。

（三）投资规模 Investment Size

不同的风险投资机构对投资规模的要求有所不同。但有一点是相同的，那就是一方面为了降低投资风险，任何一家风险投资机构都不会把所有资本都投入到一个或极少数几个投资项目之中。另一方面，考虑到管理投资所需的时间和所要花费的成本，风险投资机构也不愿意把投资过多分散于大量小额的交易之中。通常他们会根据其风险投资基金的规模来确定一个自己认为较为理想的单笔投资规模。在许多情况下，风险投资机构简单地把对单个被投资企业或企业集团的投资限制在可供投资资本总额的 10% 左右。也有一些风险投资机构对单个项目的投资规模只给出了一个区间。如美国太平洋创业投资基金规定其典型投资项目的投资规模一般介于 300 万到 2500 万人民币之间。除此之外，风险投资机构一般还会对业绩好的被投资企业追加投资，这时原有的投资规模就会突破。由于风险投资的目的是为了在承担风险的基础上获得高额回报，因此，规模的设定并不是僵化的，投资与否，投资多少还得看投资项目本身的技术经济价值。

（四）被投资企业的区位特点(Geographic Location)

被投资企业的地理位置和人才、信息条件构成了其自身的区位特点。通常认为，人才集中(包括技术人才、管理人才、金融和法律人才等)，配套工业齐备，地处信息中心和交通中心(如美国的旧金山地区、波士顿地区、丹佛市、盐湖城和中国北京、上海、广州、南京和西安) 的被投资企业具有最佳的风险投资环境。此外，被投资企业越接近风险投资公司，得到资金支持的可能性越大。

在初选投资项目时，风险投资人通常还要就以下典型问题作出初步判断：
可行性报告想要解决的问题； 解决问题的办法是否很独特； 项目管理

的人选是否理想； 该项目或企业家是否有信誉； 企业家想要的投资额是多少等等。

1. 风险投资难找好项目

目前中国已成立的各类风险投资公司达 40 余家，募集的风险投资基金近百亿元，但真正已投入项目的资金不到 30%，不足科技成果转化所需资金的 1%。美国太平洋创业投资基金是进入中国较早的风险投资公司，该公司可支配的创业基金已达 11 亿美元，但也深感找不到合适的风险投资项目，已投资的 40 多个项目总金额仅为几千万美元，平均每个项目在 100 万美元左右。

2. 风险投资基金为何难找好项目

1) 被投资企业自身的问题

通常情况下，吸引风险投资人的是那些快速增长且有着超额利润的企业。风险投资人在评估项目时最关注一个企业的技术风险、市场风险和管理风险，如果三方面风险存在其一，一般就应该放弃投资计划。

2) 政策环境的支持问题

由于风险投资项目具有存续性，风险投资是一种战略投资而不是财务投资，所以，投资人关注的是投资后 3 ~ 5 年能否撤回投入资金。一般来说，风险投资人寻求的是可通过上市或出让股权达到退出并实现收益的项目。

3) 风险投资管理者的素质问题

一项成功的风险投资项目是由一组高智慧、高技能、高素质的综合专业人才，经过搜集信息、筛选项目、考察评估、设计策划，最终决策投资而完成的。其中基金经理人要具备极强的市场敏感性和信息捕捉能力，在众多的推荐项目和大大小小的企业中抢先发现投资机会。

二、可行性研究与投资决策依据

（一）尽职调查

风险投资项目在通过初步筛选后，风险投资人即开始对这 1% 左右的项目开展尽职调查（Due Diligence）。所谓尽职调查是指风险投资人在投资前对风险企业现状、成功前景及其管理层所作的独立的调查。尽职调查通常需要集中进行并认真细致地开展，因此一般需要花费数月的时间。尽职调查习惯上包括对管理队伍（Management Team）的背景调查、对商业计划（Business Plan）发表独立审查意见和对风险企业的产品和市场进行研究等内容。

根据美国尽职调查公司（Due Diligence Inc.）的细划，尽职调查可以分为三个层次：

第一个层次是一般问询（Inquiry），主要是对考查内容作一全面而概略的了解。包括：业务背景和人事背景审查、财务声明审查、法律事务审查等。

第二个层次是业务回顾（Business Review）。主要考查过去业务情况。内容包括：业务回顾与价值评估（Business Review and Evaluations）、业务现状可行性考查（Business Reality Checks）。

第三个层次是管理考查（Management By Inquiry），主要考查公司未来发展前景。内容包括：分析新产品和新的营销策略，考查新项目、新公司或新产品启动条件，分析如何私募或公募，分析兼并收购，公司近期竞争策略和中长期发展战略，考查新的发展机会，分析投资前景及成本效益情况等。

实际操作过程中，风险投资家的对风险项目的尽职调查经常集中在以下几个主要方面：产品市场情况；人员素质（包括管理人员和技术人员）；技术特点；经济核算（确定每一个数字）；有关法律和政策等。风险投资人对风险企业的尽职调查通常以向公司员工和管理人员提出种种问询来进行。此外，

绝大多数的风险投资人还会去和公司的供应商、客户、竞争对手以及其他熟悉该公司及其所属行业的人员进行交谈。他们还将进行深入取证、仔细地分析企业的经营计划和实际及预测的财务报表并视查工地和设备等。有些风险投资机构甚至还征求其他风险投资人的意见。

1. 风险投资项目可行性研究的特点及机构

可行性研究不同于一般技术论证报告，它是对风险投资项目的现在和未来的各种情况都进行调查研究和综合论证，有相当的深度和广度，要花费一定的时间和金钱。与一般投资项目相比，风险投资项目的可行性研究具有下述几个特点：

可行性研究十分重视市场调查和市场预测。风险投资的目的是为了发展高新技术，赚取高额利润。要达到这一目的就必须重视市场调查和市场预测。风险投资者必须紧紧追踪市场需求的变化，以从根本上防范风险投资的盲目性。

可行性研究对风险投资项目的评估以经济效益为中心，进行多方案的比较。

可行性研究对风险投资项目的评估全部在项目决策阶段进行。其全部工作都是在项目的投资前进行的，与设计、施工等实施阶段划分明确，只有在可行性研究获准通过后，项目才能付诸实施。

由于可行性研究是风险投资中极为复杂且又至关重要的工作，涉及到社会经济的各个部门、各个行业、各门学科和各种专业人员，因此单靠风险投资公司单独操作是不现实的。一般说来，可行性研究是由专门从事风险投资项目服务的咨询公司承担的。咨询公司集中了大批的英才，如经济学家、市场分析专家、财务专家、律师等专业人才，专门从事咨询活动。风险投资公司之所以放心地与咨询公司合作，是因为咨询公司不参加风险投资项目的设计，也不参加项目的实施竞争，与投资者之间不存在利害冲突。而这也是咨

询公司能够实事求是地对风险投资项目做出客观结论的原因所在。

2. 风险投资项目可行性研究的内容

虽然风险投资涉及领域千差万别，投资项目多种多样，每个项目可行性研究的规模和范围也不相同，但其在可行性研究方面所涉及的内容却有着普遍的一致性。一般风险投资项目的可行性研究大都包括如下几个方面的内容：

1) 投资项目的背景介绍

风险投资项目的背景主要是对项目的基本情况作一般性概述，如风险投资项目的设想、资源储量、建设条件、生产能力、销售情况以及对政府有关经济政策等作简要的介绍。

2) 投资项目的市场和生产规模

根据市场调查和市场需求预测所取得的数据，研究目前和将来的需求量，预测发展趋势，决定销售策略、销售价格，估算销售收益，确定产品品种、规格和生产能力。

3) 投资项目资源情况

资源包括人力资源和物力资源。在研究市场和生产能力的基础上，要着重研究资源的需要数量和供应条件。物力资源主要是指：原材料、燃料、动力、供水、供电和交通运输等外部因素，确定其可靠程度以及这些因素变化对成本的影响；人力资源情况应根据国家的劳务政策和生产技术要求，确定各种类型劳动力需求比例。正确合理招收各种熟练工人、非熟练工人、技术人员、管理人员、并提出生产培训计划和费用预算。

4) 投资项目环境

风险投资项目环境主要是指项目所在地的自然和经济条件。选择优越的项目环境是保证风险投资项目取得成功的重要条件。良好的风险投资项目环境必须具备以下条件：风险投资项目必须接近原料产地和靠近销售市场，或者在两者之间最佳地区；风险投资项目必须得到便利的交通运输条件；风险投

投资项目必须具备较好的社会基础和自然条件。

5) 投资项目设计

风险投资项目设计包括产品设计、生产工艺设计和建筑设计。产品设计决定生产工艺和建筑规模。在研究产品设计时，应确定是生产多种产品还是生产单一产品，优选出最佳产品生产方案。

6) 投资项目组织机构

建立风险投资项目现场管理机构是风险投资项目获得成功的不可缺少的一个重要环节。项目组织机构一般分为：生产部门、服务部门和行政部门。

7) 投资项目进度控制

风险投资项目进度控制是指对项目的时间、项目的成本、项目的质量进行控制。主要是通过谈判、签订合同、制定项目进度计划来实施项目进度控制，保证项目达到时间目标、经济目标和质量目标。

8) 投资项目的财务经济评价

上述几项风险投资项目可行性研究工作完成之后，就可以对项目价值进行测定，测定项目投资费用、生产成本和销售收入，计算出投产后盈利率和投资回收期。测定项目价值的指标体系方法包括：净现值法、内部收益率法、效益成本比率法、投入回收期和有效性分析等主要财务经济指标。

以上八个方面的内容，一般是不可缺少的。但是对不同类型、不同规模的风险投资项目，在内容上可各有侧重，主要是抓住关键问题进行综合论证和评价，使风险投资决策者可以很有把握地作出决策。在以上八个方面中，关键的有四个：

市场调查和预测。从市场调查入手，开展项目可行性研究是项目投资的主要问题，解决项目产品销路问题，以销定产，才能解决和拟定项目的发展方向、生产规模、产品品种。

生产技术和工艺。对风险投资项目来说，必须坚持生产技术和工艺的

可靠性、先进性和经济性，可靠性是项目成功的前提，先进性是项目成功的保证，经济性是项目成功的依据。

风险投资项目的厂址选择和环境。选择优越的投资环境和自然环境，是保证风险投资项目获得成功的重要条件，尤其是在影响项目的不确定因素较多、较复杂的情况下，更应该注重项目厂址的选择，以减少风险投资项目的风险。

项目的财务和经济分析。风险投资项目的财务和经济分析是预测项目投资资金的筹集和运用，估算项目的经济效益。运用货币时间价值的要领对项目进行规划，不同的资金规划方案，其经济效果是不同的。同时还应运用敏感性分析、概率分析、盈亏临界分析等手段对以上各分析结果的可靠性进行衡量。

3. 风险投资项目可行性研究的程序

由于项目的申请者风险企业出于自身利益的考虑，有时会隐瞒企业有关情况，为了保证对其项目可行性研究的准确性，必须遵循科学的程序展开作业。该程序按其工作内容划分为机会可行性研究、初步可行性研究和可行性研究评价三个步骤。这三个步骤犹如一个上升的完整的螺旋型，对项目的可行性研究越来越深，要求越来越高，精确度也越来越有保证。

1) 机会可行性研究

机会可行性研究，又称投资机会鉴定。这一研究步骤的主要任务是，根据风险投资项目的设想，在一特定的地区或部门，根据资源情况、市场需求预测及部门政策许可范围，选择风险投资项目，寻找最有利的投资机会，对拟建项目投资提出建议，估算项目投资额。机会可行性研究的工作比较粗略，主要靠经验数据来估算，而不靠详细的分析研究，项目投资成本是与现有工厂对比而匡算的，而不是采用材料设备供应厂商的现行报价和承包商要价来确定，投资估算往往采用指数法进行估算，其精确度一般为 $\pm 30\%$ 。投资机会

鉴定后，凡能引起投资者兴趣的项目，就有可能转入下一步骤——初步可行性研究。

2) 初步可行性研究

只有在经过机会可行性研究的基础上，才能进入初步可行性研究，进一步判断和分析风险投资项目是否有生命力，是否有利可图。初步可行性研究主要解决设想的投资项目是否有希望，是否值得花费投资进行下一步可行性研究。对风险投资项目的关键性问题需要做专门的调查和研究。因此，初步可行性研究决定着项目的取舍，必须对风险投资项目的各方面进行深入详细的调查和论证。对影响项目的主要因素应作专题调查，如市场情况、资源条件、工艺技术等都必须详细而周密的调查，取得准确的数据资料，从而确定项目的生产规模和估算项目的投资额。初步可行性研究一般要用半年左右时间来进行，投资估算的精确度 $\pm 20\%$ ，所需费用一般占总投资的 1% 左右。如果对影响项目的各项关键性的专题调查研究结果认为项目可行，就可以进行下一步骤——可行性研究评价。

3) 可行性研究评价

在初步可行性研究基础上，进行风险投资项目的可行性研究评价，是一个关键性的步骤，它所需要的资料数据比初步可行性研究更精确一些。这一阶段不但要对项目从技术上、经济上作出进一步深入的研究，还必须对多种方案进行评价，估选出最佳方案。这一阶段投资估算采用预算价格，精确度 $\pm 10\%$ 以内，时间需要一年以上，费用开支约占总投资的 $1\% \sim 3\%$ 。

可行性研究的三个步骤是紧密相关的，但是它们的作用却各不相同。机会可行性研究是对风险投资项目的设想进行鉴别，确定投资方向和投资机会。初步可行性研究是为风险投资项目是否可行提供科学依据。可行性研究评价是为怎样实施风险投资项目提供科学依据。对一个风险投资项目，首先进行机会鉴别，获得可行的结果，从而再进行初步可行性研究，如认为项目前景

不佳，便可作出不进行该项目的决策，如果认为项目可行，就可转入可行性研究评价阶段。当然对一些机会适宜、可行把握比较大的风险投资项目，可直接进行可行性研究评价，解决项目如何实施的问题。对风险投资项目进行市场分析和可行性研究只是为投资决策提供情报，最终的选择主要依赖于风险投资家的主观判断。而选择什么样的项目或企业进行投资则是风险投资家最为关心的问题，同时也是衡量投资家眼光和素质的重要一环。根据前文的分析不难看出风险投资家在分析每个投资项目时主要考虑以下因素：研制和开发出的新产品是否具有广阔的市场前景和市场吸引力；产品技术的不确定性和差别化程度；风险企业家的素质是否过硬；被投资风险企业的管理状况等。

由此可知，风险投资家对风险投资项目的评价主要考虑被投资企业以及产品技术在发展成长过程中各环节可能存在的风险，即：研究开发的风险，生产产品的风险，市场的风险，管理的风险，以及成长的风险等。无论风险投资家们的偏好如何，在选择项目时应该遵循这样一条规律：绝不选择超过两个以上真正风险存在的项目，优先选择市场风险小而市场远景大的项目投资。

（二）投资决策依据

在尽职调查过程中，风险投资人采用一定的评价指标体系来判定投资的收益和风险。对此许多研究机构作了大量深入细致的研究。早在1976年和1984年，关于投资决策依据的调查结果表明（表 27.2.1），管理层素质构成了风险投资人决策的首选依据，其次是产品市场增长和投资回报率。

最近美国纽约大学企业研究中心（New York University's Center for Entrepreneurial Studies）对 100 家专业风险投资公司所作的调查结果表明，在 24 个考虑因素中，这些公司在投资决策时考虑的首选因素是“企业家自身具有支撑其持续奋斗的禀赋”，在 100 家被调查者中，有 64 家将其视为首选因素；其次是“企业家非常熟悉企业自身的目标市场”，第三是“企业家以往领导能力的证明”和“在 5 到 10 年内至少能获得 10 倍回报”。位列最后

表 27.2.1 风险投资机构评价指标

因素	平均权重	按重要性顺序排列的投资指标	因素	频数 %
管理层的承诺	10.0	1. 管理层的素质	1. 管理者技能和历史	89
产品	8.8	2. 期望收益率	2. 市场规模 / 增长	50
市场	8.3	3. 期望风险	3. 回报率	46
营销技能	8.2	4. 权益比例	4. 市场位置	20
工程技能	7.4	5. 管理层在企业中的利害关系	5. 财务历史	11
营销计划	7.2	6. 保护投资者权力的财务条款	6. 企业所在地	11
财务技能	6.4	7. 企业发展阶段	7. 增长潜力	11
制造技能	6.2	8. 限制性内容	8. 进入壁垒	11
参考	5.9	9. 利率或红利率	9. 投资规模	9
其他交易参与者	5.0	10. 现有资本	10. 行业 / 经验	7
行业 / 技术	4.2	11. 投资者的控制	11. 企业阶段	4
变现方法	2.3	12. 税收考虑	12. 企业家的利害关系	4

表 27.2.2 前十项投资决策考虑因素

投资决策考虑因素	被调查者反复提到的次数(最多为 100 次)
1. 企业家自身具有支撑其持续奋斗的禀赋	64
2. 企业家对本企业目标市场非常熟悉	62
3. 在 5 到 10 年内至少能获得 10 倍的回报	50
4. 证明企业家过去具有很强的领导能力	50
5. 对风险的评估和反应良好	48
6. 投资具有流动性	44
7. 可观的市场增长前景	43
8. 与风险企业有关的历史记录良好	37
9. 对企业的表述清楚明了	31
10 具有财产保全措施	29

的考虑因素是“ 风险企业将开发一个新的市场 ” 和“ 我不会进行追加投资 ”。这次调查再次表明，管理素质、产品市场以及投资回报构成了风险投资人进行投资决策的几项主要因素。表 27. 2. 2 列示了本次调查揭示的前 10 个决策考虑因素。

综合上述有关风险投资的实证分析结果，关于投资决策依据的结论是：管理能力(Management)，产品、服务或技术的独特性(Uniqueness) 以及产品市场大小(Market) 构成了决策评价指标体系的主要组成部分。将上述结论加以拓展，把投资风险单列出来，我们便得到了风险投资决策所谓的“ 三大定律 ”。当然，在上述评价指标体系下，不同的风险投资人对同一指标的偏重会有所差异。首先是风险投资公司和产业附属投资公司对同一评价指标的偏重程度会有所不同。表 27. 2. 3 表明两者均强调企业家的敬业精神、熟悉市场和对风险能作出良好的反应，但不同的是，产业附属投资公司强调市场或行

表 27. 2. 3 风险投资公司和产业附属投资公司对不同评价指标的偏重程度

因素	提到次数	
	风险投资者	风险投资公司
企业具备敬业精神	67	64
企业家熟悉目标市场	67	62
对风险能作出良好的反应	48	48
市场 / 行业对母公司有吸引力	39	无
产品适合母公司的长期发展战略	38	无
目标市场有极高的成长率	35	43
专利保护	31	29
企业家的领导才能	31	50
5-10 年内达到投资收益至少在 10 倍以上	28	50
投资易于退出	10	44

业对其母公司的吸引力以及产品适合母公司的长期发展战略而对投资是否易于退出的关注程度较低。风险投资公司则不同，他们强调企业家的领导才能，强调投资收益和投资要易于退出。

其次，在相同的评价指标体系下，不同的投资专家对各个指标的关注程度会有所不同。如著名的风险投资专家、美国《风险资本杂志》前出版商斯丹利·普瑞特指出，影响风险投资的主要因素是“管理、管理、管理、市场份额和产品或服务”。

而另一位著名的风险投资专家弗雷德里克·爱德勒(Frederic R. Adler)则指出他的公司在评价一个风险项目时采用的指标依次如下：

第一个指标是风险企业具有长期获巨利的潜力。为达到这个要求，企业必须能够预测相当一段时期的利润增长情况。

第二个指标是风险企业要在合适的时候拥有合适的技术。产品过于先进或不够先进，技术容易被复制，尤其是当具有强大分销渠道的大的竞争对手存在时都不满足投资要求。

第三个指标是企业具有潜在利润很高。因为高利润能够改善现金流并有助于公司的成长。那些在市场上主要靠价格竞争的公司不符合这一投资标准，除非其产品的制造成本也低于竞争对手。然而这一指标在公司产品市场尚不存在的情况下很难满足，而且通常情况下，投资人很难搞清楚产品的边际利润，也无法判断企业在新产品市场上盈利的能力。

第四个指标是管理。所有的投资人都要对风险企业的管理队伍进行考察。投资人通常喜欢有才干、有韧性而且思想开放的企业经理。爱德勒和他的投资公司在评价一个企业经理时一般从判断力(Judgment)、进取心(Aggressiveness)、忠诚度(Sincerity)、经验(Experience)和个人魅力(Charisma)五个方面去考察。

第五个指标是投资人自身能够给被投资企业增加什么价值。投入的资本固然重要，但除此以外，如果投资人还能在诸如经验和外部联络等方面向企

业提供帮助，被投资企业的投资潜力就会大大提高。

可见，投资指标的选择反映了不同风险投资机构的利益导向和风险偏好。如果一个风险投资机构控制某种风险的能力较强，那么它将能够或愿意接受较高的风险，反之亦然。因此，在每个风险投资机构设计自己的评价指标时，应该充分考虑自己的优势和劣势以及自身所处的特定环境。

（三）风险投资三大定律

所谓风险投资三大定律是指投资人在作风险投资决策时所依据的三条基本原则。这三条定律是：

第一定律：决不选取超过两个风险以上的项目。风险投资项目常见风险包括五个，即研究发展的风险、生产产品的风险、市场的风险、管理的风险和成长的风险。如果风险投资人认为风险项目存在两个以上的风险，一般就不应该投资。

第二定律： $V=P \times S \times E$ ，其中 V 代表总的考核值， P 代表产品的市场大小， S 代表产品、服务或技术的独特性， E 代表管理队伍（企业家）的素质。风险投资人在作投资决策时通常要选择那些总的考核值（ V ）最高的投资项目。

第三定律：投资 P 值最大的项目。即在风险和收益相同的情况下，风险投资人更愿意投资产品市场更大的项目。

投资人对产品市场的考查重点通常放在“市场的大小”这一点上。对市场大小的判断主要要研究四个方面的问题：一是有多少客户需要这个产品，你怎么知道？二是什么时候客户会需要这个产品？三是你的产品性能能否满足客户的需要？四是市场竞争和产品竞争的情况会怎样？

要了解前三个问题，就必须对消费者作深入的了解。包括考查消费者的消费习惯，消费者的经济状况如可支配收入、消费结构、潜在消费需求等，产品对消费产生的影响，产品推销周期及购买决定过程以及配套产品是否齐

备等情况。

要考查市场竞争和产品竞争情况就必须考查产品现有市场格局，现在竞争对手和潜在竞争对手的市场地位及其发展战略和竞争策略（包括产品策略、价格策略、销售渠道和促销手段等方面），已有市场和崭新市场、市场渗透度和市场占有率分布，市场进入壁垒和退出壁垒、替代品产销情况及类似技术产品的竞争情况，是否一窝蜂生产等。通过对产品市场的考查，投资人在决定投资前一定要明确以下五个基本要点：

确定顾客和风险企业一样对这个产品（或服务，下同）感兴趣；

确定有足够的顾客；

风险企业集中力量在最有希望的市场；

风险企业充分了解自己和顾客的经济情况；

风险企业对市场竞争者和技术竞争非常清楚。

通常风险投资人用一个简单公式来计算风险企业产品市场的大小：

“ 市场容量 × 市场增长率 × 公司产品市场份额 = 公司产品市场大小 < 理想的市场大小。”

三、风险投资业务计划书

（一）特定时期业务计划书的内容和格式

根据风险企业的阶段不同，业务计划书也强调不同的内容，如早期阶段的风险企业强调产品的市场潜力，而扩张期阶段的风险投资下的业务计划书则会有更多的财务信息，但两者至少有一半是大致相同的。

1. 创业期风险企业的业务计划书主要内容

1) 概述

这一部分是业务计划的整体介绍，以吸引风险资本家的注意力，使他们深入研究整个业务计划信息。概述部分要明确说明：公司的业务和目标，产品或服务是什么，公司的产品和服务有哪些竞争优势，企业管理层的素质并强调他们的相关经验和专长，对投资后五年内的盈利预测，所需要的资金和如何使用这些资金。

2) 产品或服务

精确描述公司要推出的产品或服务，避免用太技术性的专业术语，描述产品和服务的用途和好处，有关产品的专利、著作权、政府批文。

3) 市场

详细说明现在和将来的市场状况，提供充分的市场调查的数据和相关假设，描述市场的变化趋势和增长潜力，说明每个细分目标市场及其客户。

4) 竞争

分析现有和将来的竞争者，他们的强项和弱处，以及相应的本公司的优势和战胜竞争对手的方法：如果是进入一个已有竞争的市场，要分析竞争对手会对本公司的进入市场做出什么反应，如果是进入一个新市场，要预测其他对手将如何跟随进入这个市场。

5) 营销

对每一个细分目标市场作出特定的营销计划，如何接触客户、争取客户使用公司的产品并保持市场占有率。

6) 运作

若是产品生产，必须说明生产过程的原材料、工艺、质量控制、人力安排；若是提供服务，必须说明如何运作，需要什么资源和支持。

7) 管理层

强调每个经理人员的经验、能力和专长。最好至少由四个人组成，一人具有技术和产品开发方面的专长，一人具有营销方面的经验，一人具有财务管理和行政方面的专长，另一人主管生产运作，或是全面负责的总经理（在这种情况下，由技术经理主管生产运作）。

8) 财务预测

现有的公司财务报表，投资后五年中的财务预测报表，头二年的营业收入和费用现金流量表用月报方式作出预测，后三年可以用年报预测，投资要求即所需资金和如何使用这些资金，每年的预算。

9) 附录

支持上述信息的材料：管理层简历、销售手册、产品图纸。

2. 扩张期风险企业的业务计划书的内容

1) 概述

对下列所有信息的摘要。

2) 公司和业务

公司的创立过程、发展历史和未来展望，公司经营宗旨、发展策略、业务范围都应该一一介绍，使投资者对企业的过去和将来有一个总体把握。同时要说明，现有客户和潜在客户是哪些，分销商和经销商、代理商是哪些，他们的销售业绩和手段是什么，公司的营销策略和广告策划如何，市场容量和潜力如何，变化趋势如何，行业竞争对手有哪些，生产、技术、设备、流程、工艺、产品的唯一性和服务的独特性，员工有多少，劳动强度和生产能力如何，企业的固定资产折旧如何，有哪些特许权商标，公司的研究与开发有哪些项目，进展如何，公司有哪些未解决的诉讼案件，公司产品受到哪些政策的优惠，应缴税及其税务优惠条件有哪些，公司所投保保险公司的结构的隶属关系，公司的社会形象和公共关系。

3) 管理层

所有董事和高级经理人员的简历和经验，关键雇员的介绍，他们的薪金状况。

4) 投资说明

现有的资本结构，债务投资的抵押或担保，所申请的风险投资数额，预算计划和收益状况，所需资金和用途，投资工具的选择(债务，普通股，优先股)，对出资者所占股份和每股价格的建议，出资者的董事会席位和投票权，公司最低盈利目标，利息和红利政策，优先股转换比例，财务报表制度，追加融资的预测。

5) 风险因素

因经营历史限制、资源限制、管理经验的限制、市场和生产的不确定性、对关键管理者的依赖分别产生的各种可能的风险。

6) 投资回收

确立风险企业上市、或出售、或回购这些变现方法的执行条件和优先次序。

7) 经营分析及预测

比率分析如安全性指标，盈利性指标，效率性指标的分析，并说明这些比率变化的原因，对未来营业的赢利增长的预测及其影响因素如应收应付款或债务，附上过去三年的财务报表和其他相关报表图片资料。

(二) 一般业务计划书的内容

在接到你的计划书之前，风险投资者也愿意接待这些来访者。然而，没有计划书或哪怕是计划书摘要，风险投资者是很难了解你公司详情的，假如你们彼此会晤，对方未准备拟提出问题，双方只是围坐在一起，看着某些人对摊在面前的计划书评头论足，鉴于风险投资者事前未阅读计划书，也不可能提出什么实质性的问题，也难于全面了解你公司的实际情况，因而，这种会晤是不会取得什么成果的。再说，风险投资者若能预先阅读计划书，则通

计划书最重要的质量是简明扼要，一个计划书（包括有关财务报表）若超过 30 页，一般说即显得太长，如果超过 50 页，对方则几乎无法接受了。下页的计划书模式是针对传统发展中的公司。一般来说，计划书可组成任何形式，但必须包括应该包括的基本内容。当然，如果你公司不存在对应情况，相应的部分可以删去，同时，对实际意义的内容亦不必包括。例如，一个服务性公司可以删去关于产品的项目。为突出重点，文章的顺序可以适当调整，有些内容也可合并。同时，这里还要介绍为完成计划书所涉及的全部工作。读过这些内容，你或许会问：“为什么要为风险投资去做如此之多的工作？”事实上，即使你不做这些工作，风险投资者在其决策投资之前，也必须完成这些任务，由于你为他所做的这些准备，可以加快你取得投资的过程。同时，你也应该看到，寻求风险投资的竞争是很激烈的，风险投资者面前的计划书堆积如山，如果你能设身处地为对方着想，将便于你寻求投资。如果你公司的计划书缺乏竞争力，风险投资者是不会投资的。他们以为，如果一个企业家没有能力准备一份高水准的计划书，他也不会成为一个有竞争力的企业家。或许有少数风险投资家没有如此强烈的偏见，但是，任何一个风险投资者都认为，能写出一份好的计划书，是一个人才思敏捷的标志，这种人亦应受到支持。

从法律上说，你也希望能准备一份完整的计划书。因为，如果投资失败，风险投资者可以根据你有意或无意提交的信息核算你个人的人格。每个人都知道，风险投资者是很老练的，他们有能力阅读、分析你的计划书，并对其进行职业性的严格审查，他们是经过正规训练的高级投资工作人员。因此，你必须记住证券法中关于私人文书的条款。在你的计划书中不能含有欺骗或使人误解的信息，确切地说，你应该公布你公司的全部秘密，揭露的秘密必须以书面形式送给证券购买者。如果投资项目失败，且你向对方隐瞒了有关公司的机密信息，或机密信息失实，则对方有权要求你退还投资，甚至对你

个人提出法律诉讼。因此，在你准备计划书时，起初信息很多，而后则逐步精简，但在精简过程中，千万不能删减那些对方可能据理力争要求赔偿损失的信息。

一般而言，商业计划书应包括以下各主要部分：

摘要

公司及其未来

管理

财务说明

危险因素

投资回报与退身之路

经营分析与预测

财务报告

预测

图表信息

1. 摘要

商业计划书的摘要应该是风险投资者首先看到的部分。如果说商业计划书是敲开风险投资公司大门的敲门砖，是通向融资之路的铺路石的话，计划书的摘要可以被看作是点燃风险投资者对你的投资意向的火种，是吸引风险投资者进一步阅读你的商业计划书全文的灯塔，它浓缩了商业计划，是商业计划的精华。它反映商业计划书之全貌，是全部计划书的核心之所在。计划摘要一般包括以下内容：公司介绍、主要产品和业务范围、市场概貌、营销策略、销售计划、生产管理计划管理者及其组织、财务计划、资金需求状况、退身之路等等。要明确地记住，编写计划书摘要的目的是激发风险投资者完整地阅读你的商业计划书的热情，因此，计划书摘要有时看上去象一个推销你的产品的广告，你必须以严肃的态度对待摘要。要记住，风险投资者对你

的摘要中表明的一些信息特别注意，如管理团队、你的创意或者产品或者服务的独特性、预期的回报率和资金的退出之路等，能否明确无误地表明这些信息对于风险投资者的取舍决定十分重要。

同时，你的计划书摘要一定要有感召力，它应该能够打动风险投资者的心。因为在你向风险投资公司推销自己的时候，有成百上千人也在做着同样的事。你必须保证你的摘要能够“鹤立鸡群”，才能有成功的机会。所以对于摘要应反复推敲，力求精益求精，形式完美，语句清晰流畅又富有鼓动力，争取尽最大可能给风险投资者留下一个美好的第一印象。

2. 公司的发展历史与未来

这部分要使风险投资者对你公司的几个主要项目有一定程度的了解，各专题要独具特色，又要构成一个相关整体。如果公司暂时没有特色，你又想说明本公司在世界上如何唯一，那么，你就应该努力向读者说明，你将如何努力办出本公司的特色。对方阅读本部分时，风险投资者将努力寻求本行业面临突破的关键。如果你是一个尚未踏入社会的年轻人，从未有过创业的历史，有的仅仅是一个美妙的产品或服务创意，那么你不妨在这一部分向风险投资者把你的情况作一番介绍，包括你的成长经历，求学过程，性格、兴趣爱好与特长，你的家庭及对你成长的影响，你的创意是怎样想出来的，为什么要独立追求创业等等。这样，将一个粗线条的你展示给风险投资者而不至于让他对你摸不着头脑。

更多的情况是你以一个风险企业的身份来获取风险资本，那么在这一部分中，你应该努力地向风险投资者尽可能简明扼要而又全面地介绍你公司的情况，给他以尽可能多的关于你公司以及公司所在行业的信息。这时，你介绍的内容应包括公司过去的发展历史、现在的情况以及未来的规划，具体而言，主要有：

a. 公司概述，包括公司名称、地址、联系方法等；

- b. 公司的自然业务情况；
- c. 公司的发展历史；
- d. 对公司未来发展的预测；
- e. 本公司与众不同的竞争优势或者独特性；
- f. 公司的类别与隶属关系，如是合伙公司不是股份公司；
- g. 公司的公共关系；
- h. 公司的保险情况；
- i. 公司的知识产权；
- j. 公司的法律诉讼；
- k. 公司的纳税情况。

要记住，对公司的所有介绍一定要简明扼要，使风险投资者用很短的时间即可对你的公司有一个概略的认识，从而做出一系列对你的判断。换言之，即本公司必须确定某些事，才能保证公司兴旺发达。为条理清楚，在每一标题之前加上每段标号，例如：

1) 概述

本段起始句子为：“本公司总部设在……”，并且要写明地址、电话号码、联系人，以及你所属行业的标准编号（SIC 码）。当然，这要在你了解国家标准局编制的 SIC 码的前提下进行，这种编码在很多图书馆可以查到，如果无法查到，此码可以省略。

2) 公司自然情况

这段要写出你公司的概述。例如，你可以说：“本公司设计、制造、销售计算机等设备以及医疗诊断、管理条件，并提供全套用户服务。”这段文字要力求简练，且通俗易懂，一定要使对方能基本了解你公司的自然情况。

3) 公司的历史

这段首先要说明公司创建时间，注意介绍公司的主导产品和服务，并说

明公司发展的重要“里程碑”。关于公司成长历史的报告一定要抓住重点和关键，且简明扼要，不宜过长。如果你公司确有很多重要历史，且对拟投资项目有重要影响，在彼此会晤时，风险投资者会详细了解有关情况，以认识你公司的历史面貌，此刻，你可进一步详细介绍。

4) 公司的未来

这段可编写连续若干年公司的未来计划，并特别指出公司未来发展的重要“里程碑”。从关心“精货”的角度说，风险投资者主要想了解你公司如何在五年内从目前状态转变到未来的理想状态。尽管计划书这段很重要，但其形式可以灵活多样。甚至你可以简单地说明，自己打算在近五年内继续生产现有的两种主导产品，在第三年还要引进另一种类似的产品，那时，你公司均可达到预定目标。如果你想说明本公司只有闯过一道道险关，才能达到理想的目标，那么，你要说明各道险关的具体含义，以便对方确切地了解你必须做好哪些工作。

5) 惟一性

对风险投资者说明情况的每一个公司都应具有某种惟一性，管理队伍惟一，产品服务惟一，或是投资基础惟一。所有这些惟一之中，要强调说明风险投资者认为值得予以投资的项目。风险投资者并不喜欢你公司还要如何如何，却十分关心你公司的某些惟一性。因此，在你计划书的各有关部分，要十分注意说明这类惟一性。如果你公司有新产品、新工具或其他的惟一性特点，在本段或其他部分应注意说明。除本段之外，在整个计划书中要突出公司的特色所在。

6) 产品或服务

在此，你必须准确描述你的产品或服务，不能给读者对于你的产品和生产计划留下疑点。如果你有多种产品或服务，应分段说明，注意产品价格、定价依据和获利水准。某些企业家定价时可能一厢情愿，因而，要全面分析

影响价格的因素，力争对各种情况均能做出完美的解释。从逻辑上说，在价格的背后，有诸多竞争因素在起作用，因此，你还要说明自己的努力程度对价格水准的影响。总之，你必须准备回答这一切相关问题。

7) 用户或产品经销商

在此，要详细描述你产品的用户，说明谁是最终用户；为何使用你的产品；以及为什么购买你的产品或服务，是由于你产品价格独特，还是考虑其他因素；用户对你的产品或服务有何改进要求。此外，你还要以表格形式，按销售额自高而低的顺序，绘出三个经销商的名称、销售额和销售量。如果对方有投资你的公司的意向，还应向对方提供更完整的销售资料。计划书的这部分，要给风险投资者一种印象，使其感觉到你的产品和服务尚处于起步阶段，有极好的发展前景。

8) 行业或市场

在此，你要说明你产品市场的分布，总销售额和销售成长率，以及这类产品或服务的市场总需求量(市场容量)，为简明起见，有关的市场数据可列表说明(见表 27. 3. 1)。

表 27. 3. 1

年份	行业销售额(美元)	成长率
前年	100000000	1
去年	120000000	20
今年	150000000	25
明年	200000000	33
后年	280000000	40

在说明行业销售情况时，注意不要落入企图说明全方位市场情况的“陷阱”，事实上，你的产品只能在有限的行业空间内销售。有这样一个典型实例，某公司计划制造电脑磁盘驱动器，在其计划书中列出了全方位电脑磁盘市场

数据，而实际上该公司拟制造的磁盘仅为一个主机制造与配套，其需求量仅占全部市场需求的 10%。实际上，风险投资者只是迫切希望了解你产品在所属行业销售情况及产品与行业的关系，在这个领域你需要一个专家。

9) 竞争情况

在此，你必须说明所有的竞争产品及相关的制造公司的情况。要注意各竞争公司的销售额和市场占有率，同时要十分注意各公司的财力。此外，你必须准确说明你的产品有哪些区别于竞争者产品的特点。下面乃一个典型的竞争情况描述的实例。

轴承制造业(AJAX MFG): 轴承制造业公司是年销售额为 3 亿美元的大公司，它有一个子公司，其销售网分布在全行业，去年销售额达 1400 万美元，占全行业销售额的 12%。轴承业的其他子公司目前形势不妙，并且，总公司似乎要从这些公司中抽走部分资金，原因是近年来未开发新产品，且老产品已经过时，比他们的机器缺少很多功能。我们的机器是三坐标的，且由电脑控制，而他们的机器只有两坐标，且由手工操纵。我们机器的成本只比他们的高 10%。

如果你没有竞争力，则应描述缺少竞争力的原因。如果你认为将来可能有竞争力，则应指出每个潜在的竞争对手，并指出他们何时可能进入市场。大多数企业家对竞争者缺乏足够了解，倘若你确实对竞争对手所知不多，则风险投资者将怀疑你的分析是否有足够根据。此外，你还应该注意到，大部分风险投资者以为，任何产品都有一定程度的竞争力。

10) 市场营销

这里必须包括公司的营销管理和营销管道的分配，即你的产品如何离开工厂送到用户手中。在此有必要说明，你是靠自身强有力的销售力量还是需要中间媒介；销售你的产品需何种销售商和中介人；你与中间媒介属何种关系；还必须说明为销售你的产品已采用什么销售方案。多数风险投资者缺少

市场分析经验，他们把自己想象为市场推销员，但他们不是。因此，为说明你产品的市场情况，你将不得不采用某种办法，以使对方能了解产品销售管理的各环节。如果你的产品市场甚至要向国家、地方或联邦政府渗透，风险投资者甚至会想入非非，因为，他们恐怕会怀疑你的公司可能成为政府拨款资助的对象。这时，你要用有说服力的解释，使对方相信你的产品的主要市场目标是正常的市场，而不是政府。再者，如果你的产品只有一个销售对象，则风险投资者可能会因为只依赖一个用户风险太大，而拒绝投资。

11) 生产

在此，你必须描述生产的全部过程，并特殊说明主要生产阶段。其中关键在于生产成本，特别要说明你计划采用什么措施，把成本控制在理想水准。

12) 生产类型

这里要集中说明生产类型。要说明：生产过程是否困难；是否为精密的高科技；多家生产还是独家生产？公司需追加多少生产费用？外购件有多少？生产过程有哪些关键零件？这样，对方可确定该生产过程的困难复杂程度。此外，你还要说明该生产过程是属于标准生产工厂，还是存在许多困难环节。如果属于复杂的生产过程，还要说明人员技术培训的有关情况。

13) 劳动强度与雇员

在此你要说明现有雇员的数量及相关的劳动，并说明是否有劳工组织关系，以及不同雇员间的劳动强度之差别，例如白种人、黑种人和棕色人种雇员之间的劳动强度的差别。如果劳动强度是大同小异的，你应该说明与工会（劳工组织）签定的协议，与工会的关系以及何时协议到期。在此，风险投资者需要了解雇用和保持足够的劳动力是否困难。如果你的雇员来之不易，你需要说明自己有什么措施保证雇员稳定可靠。

14) 供应情况

这里要说明供应你公司原材料和其他资源有关公司的情况。为简明地说

明问题，可以列表说明 3 ~ 4 个主要供应商的最大供应量。表的第一项列出供应商名称，第二项列出最大供给额，第三项列出供应时间。而后，你还给对方一份完整的主要原材料供应商的明细表，必要时，风险投资者可利用此表核实你填报的有关数据。

15) 分包商

如果你公司协作的分包商，或有人为你公司完成部分产品加工工作，并将产品投入市场，则在计划书的这一部分应说明几个主要分包商的名称、地址和合同金额。然后，还应向对方提供一张主要分包商的明细表，说明各主要分包商的名称、地址、电话号码和合同金额，以便风险投资者必要时与分包商接触。

16) 设备

这里要详细地描述你公司现有或计划购置的主要设备，说明现存固定资产的基本情况及其价值，说明现存可用于生产的设备总量及价值，指出需要设备的先进程度。就此，风险投资者可了解你的设备是否难以获得，如果你确实得之不易，且设备现已满足要求，则为提供生产能力而增置设备之前，现有设备尚可正常工作相当长时间。同时，风险投资者还要了解设备的复杂程度，以及是否要求对操作者必须经过严格训练，如果确实如此，你要特殊说明自己是否有能力做好这项工作。但是，如何确定操纵这类设备的困难程度也是一个有争议的问题。此外，鉴于某些专用设备，难以出售，其变卖价值很低，这对风险投资者也很重要。

17) 资产和资金

这里要说明公司自有和合用的当做工厂和办公室的不动产，工厂占地面积和每平方英尺的价格；还必须说明你公司现有和计划购置的设备；同时，还要详细说明固定资产情况。在此，风险投资者希望了解工厂的基本情况是否有利于公司的长远发展。如果工厂在一年内不得不搬迁，则公司很难持续

高速发展。某些风险投资者不愿意对近期内必须搬迁的公司投资，他们认为这样做影响公司的正常发展。

18) 特许权与商标

你必须详细描述本公司现有和待申请的各种特许权和商标。你也可以说明特许权获准的原因，以强调公司产品的惟一性。在某些情况下，为便于对方了解你公司惟一的特许权和商标，你可将有关特许权的副本交给风险投资者。但是，除非说明惟一性的特定需要，否则，你不能公开公司计划商标的副本。

19) 研究与开发

这里你应明确指出公司已用于研究、开发的费用总额，计划将来用于研究与开发的费用总额，以及可用于研究与开发的费用总额。同时，要准确说明你准备利用研究与开发基金完成哪些具体任务。几乎每个风险投资者都可能有这样的遗憾，即他们有时莫名其妙地希望企业家愿放弃新产品开发，也不要投资于长远的科学研究。作为研究型的企业家研究与开发全新的产品样式，可能耗费数百万美元，而风险投资者所要求的则是企业家必须把研究成果尽快转变为产品，投放市场，为公司创造大量利润。

20) 诉讼

这里要说明与公司相关的任何诉讼事件，包括外公司对本公司的，也包括本公司对外公司的。要知道，你所提及的每一诉讼都可能引起对方反复思考，对方对诉讼事件是十分敏感的。如果对方发现你公司涉及大量的诉讼事件，可能根本不研究你公司申请投资事宜，因为，如果你公司牵涉大量的诉讼事件，则你公司的行为必然存在诸多问题。即使是某些诉讼事件只与你公司间接相关，也说明你公司属于是非之地，对方也有理由怀疑你公司将来的某一天会卷入复杂的诉讼风波。因此，如果一个公司有诉讼历史，则应对风险资本公司做出完美的解释，尽可能消除对方对于你公司的不良印象。

21) 政府管制

这里，要描述政府对公司的各种管制以及公司与政府的关系，描述你公司的计划必须履行哪些安全管制委员会和健康管制委员会颁发的有关条例。很多风险投资者仍对某些不愉快的经历记忆犹新，他们觉得联邦政府和国家当局无时无刻都在向公司套某种“绞索”，这些“绞索”有时会毁灭一个公司。因此，如果你的公司受到政府的大量管制，诸如食品和药品管制，那么，你必须对此做详细解释，以使对方相信，你完全知道如何适应这种苛刻环境。

22) 利益冲突

这里，要描述存在的利益冲突，诸如你公司的董事又是你公司的供应商；描述上级管理者与公司之间的微妙关系，这种关系可能导致上级管理者经销给本公司的商品价格不一定合理。如果你没介绍有关本公司的利益冲突，又被风险投资者发现，则对方将失去对你的信任。为此，你最好先如实向对方说明本公司的所有利益冲突，进而说明自己有能力妥善处理这些冲突，这样才能得到对方的信任。

23) 储备

这里，应该说明你公司的产品储备总额，说明各项储备应有量和实际储备量。为了给风险投资者留下良好的印象，还可以列表说明本公司产品的前三、四名经销商的产品储备，表的第一列写出经销公司的名称，第二列绘出储备额，第三列提出储备量。其后，在与风险投资者会晤时你应向对方提供明细表，以便对方了解你公司产品存放地点与经销部门。

24) 保险

公司必须参加保险，同时把投保的项目，包括火灾保险、意外险、物产险、水灾保险，以及重要雇员的人寿险……等等列出。记住，只要列出与公司运作相关的保险即可，不需要指出健康检查、牙齿矫正等琐事。

25) 税

这里，要对与公司有关的税种稍加说明，如果你公司已开始营业，要说明全部应纳税种，包括薪金税（社会保险税）和所得税等。

26) 公司类别与隶属关系

在此，应指出你公司是股份公司、合营公司，还是可按合伙企业课税的公司。此外，要说明你公司在何处组建，在何处领取营业执照，用何商号。如果本公司有子公司的合营公司，则应做必要的说明。如果本公司是联合公司，其母体拥有一部分或全部子公司，则应用条件图描述其隶属关系，说明各子、母公司之间的权益分配。

27) 公共关系

作为一种重要信息，风险资本公司会关心你行业的商业联合机构，关心哪些商会杂志和报纸比较有影响，这样，对方可通过这些渠道了解你公司。

3. 管理团队

正如我们在前面提到的，在所有的因素中，“人”是非常重要的一个因素。从某种意义上讲，风险创业者的创业能否成功，最终要取决于该企业是否拥有一个强有力的管理团队；企业管理的好坏，直接决定着企业市场经营、竞争情况的好坏。因此，风险投资者在阅读你的商业计划书时特别注重对你的管理团队的考核评估。这一部分你要给予特别的关注。

首先，你必须对公司的管理团队的主要情况作一全面介绍，包括公司的主要股东及他们的股权结构、董事和其他一些高级职员、关键的雇员以及公司管理人员的职权分配和薪金情况，有时候介绍他们的详细经历和个人背景也是十分必要的。

其次，将公司的管理机构，包括股东情况、董事情况、各部门的构成情况等以一览表的形式或者其他明晰的形式展示出来。

再次，要特别注意的是，在这部分要向风险投资者详尽展示你公司管理团队的战斗力和独特性，包括他们的职业道德、能力与素质。要让风险投资

者认识到：你的管理团队具有与众不同的凝聚力和团结战斗精神；你的管理团队人才济济且结构合理，在产品设计与开发、财务管理、市场营销等各方面均具有独当一面的能力，足以保证公司以后成长发展的需要。

在公司管理团队部分，要介绍公司的管理情况，领导者以及其他对公司业务有关键性影响的人。通常，小公司不超过三个关键人物；大公司也不宜超过六个关键人物。请注意，风险投资者对关键人物十分关心，应该从最高者起，依次介绍，且注意，关键人物不等于有成就之人。

1) 董事和高级职员

列出所有高级职员、董事和关键雇员之姓名、职务和年龄。例如表 27.3.2。

表 27.3.2

姓名	职务	年龄
萨姆·史密斯	股东大会主席、董事	38
约瑟·恩特	总经理、董事	36
唐纳德·地特	副总经理、董事	32

2) 关键雇员

在此，你应指出三四位关键雇员，这次简要介绍他们的背景资料和个人简历。这些人取得的成就证明其属关键人物的重要依据。人们在分析成就时，通常对分析对象的心理与乞求素质比较注意，但对企业家似乎应该例外，有些人主张企业家的成就，根据其走过的道路决定，也有人以为其成就与其努力程度紧密相关。但这些不同看法在你面前似乎简化了，那就是你必须向风险投资者表明自己是有成就的，否则，你将无法获得投资。更确切地说，可以这样认为，即你公司在所属行业取得成就越大，你公司获取的风险投资也会越多。

3) 管理者之职业道德

用文字证明自己的职业道德如何高尚是很困难的，但以下一段正面叙述似乎是一个较好的范例。在公司之管理阶层中没任何成员、董事或其他任何投资者被逮捕、传讯以及因某些罪证资料被罚款。同时，本公司无任何破产或与任何破产公司相牵连，同时全员诚信检验证明，所有雇员有极好的诚信度，并且没有任何过期债务。总之，你应该千方百计使风险投资者相信你和你的公司成员确实品行良好。

4) 薪金

这里，你要列表说明公司所有关键雇员、股东和高级职员之个人收入状况，包括姓名、职务、薪金及其他收入情况，其薪金指由公司取得的全部收入，具体指股东收入、咨询费、佣金、红利、工资等。例如表 27. 3. 3。

表 27. 3. 3

姓名	职务	薪金
约瑟·恩特	总经理、董事	75000 美元
唐纳德·地特	副总经理、董事	45000 美元
萨姆·史密斯	股东大会主席、董事	2000 美元

5) 股权分配

你应该列表说明目前认股情况，除各股东姓名之外，还要说明公司拟出售股份总数、平均交易价格，已售出简单待兑现的股份，以及各股东拥有的股份数。为简洁地说明情况，可列表说明。例如：表 27. 3. 4。

表 27. 3. 4

姓名	股份数	平均价格	行使交易权	现有股数
约瑟·恩特	100000	10 美元	无	100000
唐纳德·地特	50000	20 美元	无	50000

6) 以股计算

这里应介绍本公司认股计划的基本内容，并说明现有的认股总数和将来预计的认股权总数。

7) 主要股东

这里要列表说明各主要股东之姓名，拥有或可直接控制的股份数，以及尚可认购的股份数，同时，还要说明投资前后的各股份比例以及股票的购买价格。例如表 27.3.5。

表 27.3.5

姓名	股份数	投资前股份比例	投资后股份比例	股票价格
创始人	400000	50%	41%	25000 美元
史密斯	400000	50%	41%	25000 美元
投资者	200000	—	20%	600000 美元

8) 雇员协议

在此，应详细说明公司与雇员签定的协议，并且要特殊说明协议的性质。雇员协议对风险投资者影响不是很大。他们主要用于保证高级职位者不被解雇和维持其高工资。如果你有合法的依据解决雇员协议问题，在此应做必要的说明。

9) 利益冲突

这个问题在上一部分已提到过，这里再次提出主要是进一步说明。此部分，你应该说明管理者与公司之间的相互交换关系。例如，一个本公司的董事为本公司提供服务，可能要额外从公司收取股份或认股权。

10) 顾问、会计师、律师、银行家与其他

在此，应简要介绍你的顾问、会计师、律师和有关的银行家的姓名和电话号码。如果需要向他们按月或以其他形式支付费用，这里要明确说明。

4. 投资说明

在投资说明部分，你要说明拟寻求的投资的类型及其他相关问题。

1) 关于投资的建议

首先你应对投资形式提出自己的想法。即对贷款、认股权、优先股、普通股等多种投资形式阐明自己的意见。其意见要尽可能明确具体，使对方全面准确地了解己方到底准备采用何种方式筹集资金，同时说明己方打算付出什么代价。

如果你建议对方提供贷款，则需说明贷款期限，是5年还是10年，是否仅有周期性利息，利率是多少，利率是机动的还是固定的，对方提供的贷款是否可转为普通股或优先股，总之，对这一切问题均需回答。如果你对申请投资的形式已有总体构想，并形成一体化的整体说明，则针对上述诸要点均应明确回答。如果你打算出售优先股，则应说明股利多少，股利是否需要税累（即不按年、季付股利，而在其后年份、季度支付股利），同时，还要说明优先股采用何种卖回形式，例如，5年后你将必须开始分年兑换股票；说明是否退还投资者之原投资，优先股是否可改换为普通股，如果是，转换价格如何；还要说明每个股份的限制条款，优先股是否有表决权，优先股可否控制董事会，优先股有哪些优惠待遇等。如果你计划出售普通股，应说明其后是否可以累计补发，在适当时间公司可否收回普通股，普通股价格水准；还要说明普通股是否有限制，普通股股东有何种表决权和注册权，即，风险投资者能否要求你记录股份，进而要求你成为公共股份公司。如果你计划在上述任何条件下均提供以股权，那么，你应该考虑对方欲购你公司股票时所出的价格，还要考虑在何种价格时对方可能转购普通股或优先股，能成交多少股份，期限是5年还是10年。总之，你要说明有关股权的上述一切环节。如果你对投资形式和期限要求是灵活的，在此应补充说明。

2) 资本结构

这里你要说明普通股、优先股和当前未还的长期债务之数额，这样，风

险投资者可了解贵公司的资本基本结构。例如表 27.3.6。

表 27.3.6

项目	投资前数额	投资后数额
长期债务	100000 美元	—
长期风险投资债务		500000 美元
优先股		—
普通股	100000 美元	500000 美元

上述 10 万美元风险资本公司之债务用于偿付银行债务。如果你的投资结构复杂，则必须有这一节的内容。

3) 投资抵押

很明显，如果不涉及普通股，则无抵押问题可言。如果投资依附于债务，则应列出相关的债务，并说明这些债务之抵押是什么？

4) 担保

这里要说明有关风险投资的个人或集团担保人。如果是个人担保，则应提供担保人的私人财产说明；如果是独立公司提供担保，则应说明该公司的财务状况。

5) 条件

即说明与投资相关之条件。例如，必须为风险资本公司在董事会保留一个席位；本公司必须保证某种特定的增长比率；本公司必须实现某些目标。

6) 报告

这里要介绍你将对风险资本公司提供哪些报告。其主要目的是为了引起对方重视。例如，你可以按月提供损益报告和资产负债表，每年提供年度决算。

7) 资金支出预算

这里主要说明你资金之主要用途。注意措辞不能含糊不清，例如，不能

只写“周转资本”，而要明确指出资金如何运用，例如，商品购置 20 万美元，应收账款增加 10 万美元，会议费 20 万美元。总之，越详细清楚越好。

8) 所有权

这里既要说明已售出股权情况，还要说明假定对方参与投资后的股权分配情况。同时要说明获得股权的价格及对方可能占有本公司股权的百分比。说明时可采用表格形式，如表 27.3.7。

表 27.3.7

项目	投资前	投资后	比重	价格
现有股东	800000	800000	80	50000 美元
风险投资者	200000	20	20600000 美元	

9) 股权收益减损

这里你要以价格手册形式，说明新投资者股权收益减损程度，对比分析风险投资者需付的每股成本与其他股份的每股成本的差别。

10) 杂费支付

这里要说明你是否打算支付代理人费用和关于办理投资法律手续的费用，同时，还要特别指出你是支付其他费用或有无不可预见费用需要支付。请注意，多数风险资本公司希望你支付这类费用。

11) 投资者介入公司业务之程度

风险投资者希望有出席公司股东会议之权力，且一般都希望成为董事会成员，甚至还希望拥有一二个甚至三个董事席位。你公司或许也希望对方更积极地介入本公司业务。在此，主要说明自己希望投资者如何介入你公司的相关业务。

风险资本公司可能有多种为你公司服务的机会，你也希望在这里讲清楚这个问题。例如，你可能希望风险资本公司在投资领域为你提供更多的帮助，

并且愿意为此支付费用，你或许需要特殊形式的投资，例如，行业收益公司债券，并愿意为此支付手续费，甚至手续费可为债券额的 2%。总之，这里要说明你希望风险资本公司将来应以何种方式为你公司提供服务的有关问题。

尽管风险投资的高风险是众所公认的，但是风险投资者仍然想尽可能多地弄清风险企业可能面临的风险，风险的大小程度以及创业者将采取何种措施来降低或者防范风险、增加收益等。因此，他可能会向你提出一系列的问题，在你的商业计划书中必须对此作出说明。这些说明通常包括：

风险企业自身各方面的限制，包括资源限制、管理经验的限制、生产条件的限制等等；

风险创业者自身的不足，要么是技术上的，要么是经验上的，要么是管理能力上的等等；

市场的不确定性；

技术产品开发的不确定性；

破产失败的可能性。

要切记，千万不要为了增大获得投资的机会而故意人为缩小、隐瞒风险因素，这将只会令风险投资者对你产生不信任而对于你的融资没有任何帮助。实事求是，诚实坦白的品质才是风险投资者十分赞赏的。

这部分说明投资者向你公司投资可能面临哪些风险因素。说明过程中，只介绍不利因素，除每段结尾外，只正面叙述，不做评论性说明。其主要内容包括：

1) 经营历史的限制

如果一个公司新建或创建不久，那么，其缺少经营经验将是令人不放心的重要因素。

2) 资源限制

如果各种因素无法完全按计划实现，那么在未来的一段时期内，公司是否有足够的资源保证其生产经营正常进行，这也是令人不安的问题。

3) 管理经验之限制

如果管理者年轻或是本行业之新手，那么，你应该说明该管理者的经验水准。

4) 市场之不确定性

你应该分析说明市场之不确定性，因为，这类因素直接影响销售。

5) 生产之不确定性

这里，你应该分析说明任何可能存在的生产不确定性。例如，样机无法实现批量生产，也就是说，生产过程确实存在诸多不确定性。

6) 破产

这里你应该说明你公司的破产情况，即，如果你公司陷于困境，不得不破产清理，那么，其拍卖价格如何。

7) 对关键管理者之依赖

你应以书面或口头形式向风险投资者说明，如果某关键管理者去世，公司将受何种影响，谁能接替他的位置，如果公司最高首脑去世，谁能接管本公司。如果在此你未提及这一问题，则应准备回答风险投资者的类似提问：“如果你明天经营困难或失败，可能发生什么事件？哪些企业家将再写你公司的历史？”言外之意，他们是问，你去世之后公司将会如何。

8) 失误之所在

风险投资者希望你能设身处地，即把自己看成风险资本公司。他希望你说明失误之所在，即分析说明可能出现哪些问题，导致风险投资者损失其投资。换句话说，就是对方希望你能依据自己的目标，深入分析本公司的相关情况，准确地指出可能出现的问题。如果你指出了有关问题，则必须说明对

应的解决办法。

9) 其他

除上述之外，你还应该就某些方面做必要的补充说明。诸如资金储蓄之估计、公共股票市场之下跌、经济控制与政府干预、非投资股东对公司之控制，以及股利拖欠等。如果确有资料，与其等到对方提出后回答，还不如事前做必要的说明。

5. 生产经营计划分析与预测

在这一部分，创业者应尽可能把新产品的生产制造及经营过程展示给风险投资者。主要的内容包括：

- 新产品的生产经营计划；
- 你公司现有的生产技术能力；
- 品质控制和质量改进能力；
- 现有的生产设备或者将要需要的生产设备；
- 改进或者购置生产设备的成本；
- 现有的生产工艺流程。

另外，风险投资者还希望从这一部分中了解生产产品的原料如何采购，供应商的有关情况，劳动力和雇员的有关情况，生产资金的安排计划，相应的厂房、土地等如何规划安排等等。同时，创业者应明白，这一部分的内容要尽量详细，细节要明确，除了给风险投资者以更多的信息外，在以后的投资谈判中对投资项目进行估值时，这将是风险创业者所占股权的一个重要组成部分。

这里，主要分析公司自身经营历史，并预测未来。

1) 概述

这里，应从盈亏基本信息入手，通常以你公司之财务数据为基础。例如，可选择公司近三年历史数据和未来三年的预测数据，包括净收入、销售成本、

表 27.3.8

单位：千美元

项目	前年	去年	今年	明年	后年
净收入	100	400	1000	4000	10000
销售成本	100	200	500	2500	6500
营业支出	100	100	200	400	800
利息支出	100	100	100	200	300
净利	200	—	200	900	2400
流动资产	20	40	400	1400	4300
机器设备	100	400	600	1000	1000
土地建筑物	—	—	—	—	—
其他资产	10	10	10	10	10
流动负债	20	240	100	400	1000
长期债务	100	400	400	600	—
剩余资产	10	190	510	1410	4310

表 27.3.9

单位：%

项目	前年	去年	今年	明年	后年
净收入	100	100	100	100	100
销售成本	100	50	50	63	65
营业支出	—	25	20	10	8
利息支出	—	25	10	4	3
净利	—	—	20	23	24

营业支出、利息支出、净利等，这样，可以构成一个包括公司过去和未来情况的财务情况表。见表 27.3.8。

2) 比率分析

这里，应以净收入、销售成本、营业支出、利息支出和净利为基础，进而计算相关的百分率，即以净收入(净销售收入)为 100%，进而计算销售成本占净收入的百分比，依此类推，可得全部数据。见表 27.3.9。

3) 营业成果

这里，应分析公司的营业成果，并加以预测。分析营业成果增减之原因，说明本公司将来会增长的原因，研究百分率变动原因，并指出重要事件的影响，例如，某年将引进新产品，或某年将进行大规模新产品开发。总之，要分析说明前述历史数据发生原因，阐述预测数据之依据。

4) 财务状况

这里，应详细分析本公司的现金流量表，描述本公司的资金流量，说明为什么在某些特定领域会产生有意义的增长，例如应收账款和应付账款等。

5) 应急债务

这里，要描述公司的应急债务，例如，一个未料到的抚恤金计划，或者由于一个长期为你公司工作的雇员带走与公司有关的机密，而导致公司间的争议诉讼等。

6. 财务计划

如果财务报告未经公众会计师审计，则应追加审计手续。应该有固定的资产负债表、利润表和财务状况变动报告表，并有适当的附加说明。这一切报告应包括近几年的财务报告，还应包括当前的财务报告，当前报告可能还未经公众会计师审计。这些附表可作为财务报告的附件，你的计划书亦可引证这些附件。

无论如何，无当前财务报告的计划书对方是无法接受的。某些计划书只

有六个月之前的财务报告，甚至只有一年之前的财务报告，试想，怎么会有人肯向以历史的财务状况为基础的公司投资呢？还有的企业家似乎对财务报告十分重视，在计划书中未摆在适当位置，这种企业家亦难获得风险投资。

财务计划一般包括以下内容：

财务计划的条件假设；

预计的资产负债表；

预计的损益表；

现金流量表；

资金的来源和使用。

企业的财务规划应保证和商业计划的假设相一致。事实上，财务规划和企业的生产、人力资源计划、营销计划等都是密不可分的。可以这样说，一份商业计划概括地提出了在筹资过程中风险企业家需要做的事情，而财务规划则是对商业计划的支持和说明。

要完成财务计划，必须要明确下列问题：

产品在每个期间的发出量有多大？

何时开始生产线扩张？

单位产品的生产费用是多少？

单位产品的定价是多少？

使用什么分销渠道，所预期的成本和利润是多少？

需要雇佣哪几种类型的人？

雇用何时开始，工资预算是多少？

7. 财务预测

财务分析资料是一个需要花费你相当多时间和精力来编写的部分。风险投资者会期望从你的财务分析部分来判断你的未来经营的财务损益状况，进而从中判断能否确保自己的投资获得预期的理想回报。在这一部分中，包

括以下几方面的内容：

第一，过去三年的历史数据。你公司过去的经营成果如何对风险投资者有主要的参考价值，因此，你应该提供在过去的三年中你公司的经营财务情况，主要提供过去三年的现金流量表、资产负债表和损益表以及每年度的财务总结报告书。

第二，今后三年的发展预测。主要根据你的经营计划、市场计划的各项分析和预测，在全面评估市场信息和公司财务环境系统的情况下，提供未来三年的预计资产负债表、损益表以及现金流量表。要注意，预测必须科学，因此，要将预测的依据，预测的方法等一并展示，这样才能增加你预测的可信度，不致因风险投资者对你的预测不屑一顾，从而成为一种额外的时间浪费。

第三，投资计划。投资计划是财务分析的一个非常重要的组成部分，它向风险投资者展示他所关心的关于未来双方合作投资于新的风险投资项目的各方面问题。它的内容应该回答以下问题：

预计的风险投资数额为多少？其中，创业者期望从风险投资者那里获得多少投资？是以贷款、出售债券还是以出售普通股、优先股的形式实现？

风险企业未来的筹资资本结构如何安排？包括全部债务情况的说明。

获取风险投资的抵押、担保条件，包括以什么物品抵押，什么人或机构将提供担保。

投资收益和未来再投资的安排。

风险投资者投资后，双方对公司所有权的比例安排。

投资资金的收支安排及财务报告的编制，包括编制种类及周期（按月，按季度，半年或一年）。

投资者介入公司经营管理的程度如何？

企业为自己的产品采取了何种保护措施，企业拥有哪些专利，许可证，或与正申请专利的厂家达成了哪些协议？

企业分销产品的方法是什么？

为什么企业的产品定价可以使企业产生足够的利润，为什么用户会大批量地购买企业的产品？

企业采取何种方式去改进产品的质量、性能，企业对发展新产品有哪些计划？等等。

9. 风险投资的退出之路

在阅读了你一系列的美妙设想规划后，风险投资者还有最后两个问题需要你予以解答：一是他将获得多少投资回报？二是他的投资资金如何退出？这两个问题直接关系到风险投资者本次风险投资是否成功，因此这是他十分关心的关键性问题。

这一部分中必须对你公司未来上市公开发行股票的可能性、出售给第三者的可能性及你自己将来是否在无法上市或出售时回购风险投资者股份的可能性给予周密地预测，当然，任何一种可能性都要让风险投资者明了他的投资回报率。

在此，你必须分析说明风险资本投资如何在你公司变现。请注意，风险投资者的最终目标是要抽走全部在你公司的投资，且希望获尽所有的投资收益。总体看来，风险投资者可提出 3 种投资变现形式，你提供的变现方案需包括这三种形式，同时指出你最希望采用何种方式。

1) 股票上市

第一种可选择的方式乃股票上市，即本公司可向社会公开出售股票，风险资本公司所持有的一部分或全部股份可在股票市场出售。为稳当起见，你在与风险资本公司研究此事之前，应与股票交易公司做必要的协商。

2) 出售公司

方式之二乃把本公司卖给大公司，通常为联合企业。若确有这种设想，应指出有兴趣接收你公司的大公司或联合企业的名称。

3) 买回

方式之三，你可以向风险投资者做出许诺，答应对方，你公司愿意按预先商定的方式，买回投资者因向你公司投资而获得的权益。

至此，你已经完成了一份完整的商业计划书，但是并不等于已经万事大吉了。首先，你应该请专业人士如咨询顾问、律师、会计师、银行家等对你的商业计划书进行详细复查，确保没有不符合标准甚至错误的内容以及遗漏的存在。其次，要注意商业计划书的包装，因为包装如同人的外表打扮，如果包装精美，具有与众不同的独特性，将会给风险投资者留下十分深刻的第一印象。最后，编写好的商业计划书要复制多份，而不能将手抄稿直接交给风险投资者，以备后用。

(三) 风险投资资本家最关心的问题

上面几种计划的格式和内容的差异大家一目了然，计划书不仅仅是一份信息披露，更是一种业务构思的策划，也是吸引投资的宣传书，更是以后公司运作的指导书，风险资本家是如何看待这份业务计划书的呢？下面五条是风险资本家在评估业务计划书时最重视的方面。

产品或服务的独特性： 确保产品和服务等有充分的市场需求，并且公司能以独特的方式来推广，建立在市场上的竞争优势。

详尽的市场分析： 对目标市场有深入的了解，对当前和未来可能的竞争对手有充分的了解和预测，通过各种资讯渠道了解足够的市场信息并作全面细致的分析。

现实的财务预测： 应用上面的市场分析的数据作出客观、现实和一定程度上的保守盈利预测。

明确的投资回收方式： 转售企业给后期投资者，为其他大企业收购，

公开上市和企业回购股票。

组建一支强有力的管理队伍：确保企业管理层有充分的技术、营销和财务管理的能力来实现公司的潜力，确保有效的董事会和咨询委员来支持管理层。

高素质的管理层通常是投资者考虑投资的最重要因素。因为事在人为，产品或服务的独特性是由管理层的技术能力来决定的，详细的市场分析和财务预测是否可靠准确也反映管理层的素质、判断力、实事求是的态度，明确的投资回收方式反映了管理层的信心和承诺。

在风险投资中，风险资本家会对申请投资的创业家的素质作出评估，可以委托管理顾问公司的管理心理学家或自己来作评估。下面一份评估报告从自我推动力、同理心(empathy) 成长能力、领导能力、决策能力、授权和细节处理几方面对一个创业家作了分析。这位创业家具有担任企业首席执行官的必要素质，他的才智和理解力深受部属的好评，他开明灵活，善于建设性地利用来自他人的各种意见和建议，他具有强烈的说服力和感染力，这对于他与董事会、部门经理和工会沟通十分有利。他条理性很强，虽然不太喜欢从事细节工作，但能计划、组织、协调自己的工作和别人的任务。虽然他善于理解别人，但总是与他人保持一定距离，表现出冷淡。如果能与他人建立一种比较热情的关系，并表达他对别人的关心和理解，这对他提高工作效率将有很大帮助。他有时十分自信武断，但又想法多变，维持决策的一致性对于他的领导角色和作用十分重要。

自我推动力：他的内在自我动力为中等强烈程度，他有比较强烈的内在需求去说服别人、影响别人、控制别人。

同理心：他的同理心高于平均值，他有较好的联想能力，感受别人的反应和想法，客观地判断他人的意见，并能调整行为与别人配合。

成长能力：他的良好的同理心帮助他学习新知识和适应环境，不断地发展自己，接受挑战，他在工作中有较好的成长性动机和能力。

领导能力：他有较强的自我控制能力，并表现出力量感，如果能更果断、坚定，保持决策的一致性，可以使他成为更有效的领导者。

决策能力：他喜欢自己作出决定，并负起责任，他在必要时愿意冒一定风险快速作出决定，他的失误不多，因为他有较强的判断能力评估决策对他人的影响，并从失误中迅速调整。

授权：他善于授权给别人，能从别人的成绩中获得满意，并鼓励别人去提高工作业绩，他评估每个人从事不同工作的适应性，并建议合适的授权和职位分类。

细节处理：他不喜欢处理细节问题，如果一天到晚处理事务性的重复工作，他会心神不定。但在必要时，他有足够的责任心来排除情绪，强迫自己完成作为工作一部分的细节问题，并能够处理得不错。

（四）合理确定联络风险投资者的数量

其一，企业家与风险投资者初次与一个风险资本公司取得联系，计划书送交对方后，则耐心等待答复，结果耗用很长时间没有结果。原因之一，可能是对方太忙，无暇顾及你的计划书；原因之二，对方可能是一个联合公司，其内部出现诸多矛盾，尽管他们喜欢你的计划书，但由于自顾不暇，无法给你一个准确答复。

其二，是“张大网捕鱼”，即把自己准备的500份计划书摘要，同时寄往五百家风险资本公司。假定其摘要质量很好，但由于这种邮寄方式缺乏诚意，尽管联系面很广，也很难收到理想效果。其理想方式应该是选择六个左右接近你公司的风险资本公司，或对你公司有投资兴趣的风险资本公司，给他们寄去摘要，计划书和措辞明确的信件，且在信发出一周之后，与对方电话联系，询问对方是否收到计划书，且是否有投资兴趣，这样可加快对方工作过程。对首先表示对你计划书有兴趣且希望与你会面的公司应持怀疑态度，可通过电话讨论对方关心之点，如果对方表示其想法与你基本一致，你则应跳

过这一话题而与对方约定具体的会见时间、地点及飞机班次，如果对方表示无法确定，则可电话约定下星期再商量。这时，你要继续等待其他风险投资者的答复。

一般说，某些风险投资者一旦迅速读完你的计划书，他应通知你其对计划书之兴趣所在，因而，如果对方只是泛泛表示对计划书有兴趣，则表示对方缺乏诚意。在这种情况下，即使你已准备好机票，打算拜访对方，征求对计划书的意见，也应取消这次旅行，而以通电话征求对方意见。例如，如果对方说：“是的，我有兴趣，但我在六个月内无法提出任何意向”，则你根本没有必要乘飞机去拜访对方。反之，在通话时，如果风险投资者开始明确表示对计划书有兴趣，而经过短暂讨论之后，他们又感到凭自己以往的经验对你的技术领域了解不多，则表示拒绝。尽管对话很简短，但你毕竟了解对方的兴趣所在，只要你认为双方有很多共同点，还是应该拜访对方以寻求合作。总之，你应该认识到，拜访对方是要耗费很多时间和精力，临行之前，一定要分析其必要性。

编写商业计划书的目标，在于推销你自己和你的思想，如果未实现这一目标，你将无法获得与风险投资者会晤的机会。就是说，你的目标就是要编写一个能导致你与风险投资者会晤的机会。值得注意的是，你千万不要因为留给对方一个你无法收到的电话号码，而失去你们彼此会晤的机会。为与你电话联系，风险投资者会做多种努力，但努力是有限度的。要知道，你在努力把自已推荐给对方，因而，必须为对方设立一个方便联络的机构，主要是电话通讯机构。此外，在你会见风险投资者之前，应准备一些对方可能提出的问题。

四、风险投资建议书

企业家在和风险投资基金经理洽谈融资之前，应该事先递交一份《投资建议书》和《业务计划书》，而不要直接登门造访或电话约见。对此，几乎每一位风险投资专家都持同样的观点。Lanka 风险投资公司的 Ravi Abey Suriya 指出，许多企业家常常打电话给风险投资公司的基金经理要求约见这些经理并阐述他们公司的融资需求及发展潜力。然而大多数风险投资人只有在收到了《投资建议书》或《业务计划书》后才会不会拒绝这种访问。因为如果没有这些文件，风险投资人对风险企业的业务就一无所知，从而无法提出针对性的问题。还有一些企业家会在约见投资人时才拿出《投资建议书》，并开始介绍其业务。这时基金经理需要边听边翻阅资料，因而这种会谈一般很难有结果。反过来，如果基金经理事先阅读了《投资建议书》和《业务计划书》，他会决定是否需要约见企业家，如果无需约见，双方都不必再浪费时间和精力，如果需要约见，基金经理对需要询证、讨论的细节问题就会非常清楚，会谈取得结果的可能性就要大得多。也有一些企业家相信，如果他们能够和基金经理面谈，他们就一定能够获得投资。在提前递交了《投资建议书》却从风险投资人那里得到了不予投资的答复时，企业家尤其会这样想。有的企业家还认为，他们可以通过当面游说获得融资。然而在 Ravi Abey Suriya 及许多投资专家看来，与基金经理的面谈并不能取代一份准备充分的《投资建议书》或《业务计划书》。在阅毕这两份文件后(或其中的一份)，如果风险投资人决定约见企业家，那么企业家获得风险资本支持的可能性就已经有了 50%。因此，每一位想获得风险投资的企业家都应该认识到《投资建议书》和《业务计划书》的重要性。

《投资建议书》(Business Proposal) 和《业务计划书》(Business Plan)

非常相似，只是篇幅稍短并且较少涉及细节问题。一份完整的《业务计划书》可能长达几百页，涵盖的内容包括财务计划、营销计划、生产计划和执行计划的人事安排等。《业务计划书》还需对企业在各业务领域的优劣势作出分析，并探讨发展战略和企业长短期发展目标。而《投资建议书》是《业务计划书》的节略本，其重点是向外部人阐述本企业将如何取得成功，因而在很多方面类似于一份出售本企业的推介书。一份好的《投资建议书》通常具有以下两个主要特征：一是简洁，二是完整。所谓简洁是指一份《投资建议书》一般不宜超过 30 页，最长不要超过 50 页。而完整则是指要全面披露与投资有关的信息。因为按照证券法等相关法律，风险企业必须以书面形式披露与企业业务有关的全部重要信息。如果披露不完全，当投资失败时，风险投资人就有权收回其全部投资并起诉企业家。

通常，一份《投资建议书》所要涵盖的内容可以分为概述、业务及业务展望、管理层、融资需求及相关描述、风险因素、投资回报与投资退出、营运分析与预测、财务报表、财务预测以及有关验证资料十个部分。下面我们分项作出简要介绍：

1. 概述

概述是风险投资人打开投资建议书后所见到的第一项内容。由于第一印象非常重要，因此，本部分必须描述清楚，并且誊写完美。

2. 业务及业务展望

本部分涵盖了大部分有助于风险投资人理解风险企业业务的内容。从总体上讲，中心的话题是要阐述企业业务的独特性，并使读者清楚保持这种独特性的原因之所在。当阅读到这部分时，风险投资人会努力去判断在该行业中竞争取胜的关键因素是什么。本部分的结构安排大体如下：

1) 一般描述：开头可以写上“ 本公司位于…… ”然后在后面写上地址、电话和联系人。

2) 业务性质：概要介绍公司所从事的主要业务，要求尽可能通过短短几句话使风险投资人了解本企业的产品或服务。例如，可以这样描述：“本公司设计、制造和销售用于医疗诊断的微型计算机”。接着应该对相应的产品或服务作一简要描述。

3) 业务发展历史：介绍公司成立于何时，第一次生产产品或提供服务是在什么时候，公司发展经历了哪几个重要阶段等等。但这部分的介绍必须简短切题，尽量不要超过一页，最长不能超过两页，否则就过于冗长。因为到面谈时，风险投资人通常会就公司业务发展历史提出一些问题，到时企业家可以再详细说明有关细节。

4) 业务展望：可以按时间顺序描述公司未来业务发展计划，并指出关键的发展阶段。阅读本部分时，风险投资人一般需要了解风险企业未来五年的业务发展方向及其变动理由。这部分在篇幅上可长可短。如可以这样描述：“本公司未来五年将致力于生产销售目前这两种主要产品，但在第三年将引入另一种同类产品”。这样的描述简明而又切合主题。但另一方面，如果公司预计未来业务发展需要经受许多变动因素的考验，通常应该在这里讲清楚，因为风险投资人需要搞清楚公司要发展成功就必须做哪些事情。

5) 独特性：企业的独特性可以表现在管理队伍上，也可以表现在产品或服务上，还可以体现在融资上。总之是因为独特性的存在才使风险投资人放弃其他投资机会转而投资本企业。因此在《投资建议书》和《业务计划书》中要专辟一节来对本企业的独特性作出描述。

6) 产品或服务：在本部分要对本企业的产品或服务作出准确的描述，要使读者读完后对本企业生产什么或打算生产什么不再存有疑虑。如果企业有好几种产品或服务，那么最好分成几个独立的小段进行描述。内容包括每一个产品的价格、价格形成基础、毛利及利润总额等。产品定价必须充分考虑所有影响因素以使最终形成价格在逻辑上是合理的，并且是市场可能接受的。

风险投资人通常会问：该产品定价反映的是不是竞争条件下的价格走势？定价如此之高是不是因为你能抵御来自降价方面的压力？企业家对此要有所准备。

7) 顾客或买主：详细介绍公司产品的主要买主或顾客。内容包括：什么人使用该产品，其使用目的是什么以及为什么他们会购买本企业的产品或服务，是因为价格还是因为其他方面的考虑？在这部分，还需要列出本企业产品的前三名主要买主及其购买金额与单批购买量。当风险投资人对本企业表现出更加浓厚的兴趣时，也可以将全部顾客名单都列出来。

8) 行业或市场：主要对产品市场作出描述。包括：销售金额、增长率和产品或服务的总需求等。表述的方式可以采用下面这样的表格（表 27.4.1）。

表 27.4.1

年份	行业销售总额	百分比增长率
前年（实际）	100000000	—
上年（实际）	120000000	20
本年（预测）	150000000	25
明年（预测）	200000000	33
后年（预测）	280000000	40

在对产品市场容量进行描述时，要避免将行业市场容量当成产品市场容量来描述。因为事实上，本企业产品只是在其中的某一个细分市场上销售。一个经典的例子是一家准备生产计算机软盘驱动器的企业在其投资建议书中将整个软盘驱动器市场界定为其产品市场，但实际上，和这种驱动器配套的软盘生产厂家只有一家，并且只占有 10% 左右的市场份额。很明显，在这个例子中，这家企业对其产品市场的界定夸大了。企业家应该懂得，风险投资人非常想知道风险企业产品的市场容量及市场渗透度，因此需要企业家事先熟悉这个领域。

9) 竞争：主要对全部竞争产品及竞争厂家作出描述与分析。尤其要分析

这些竞争对手的市场份额、年销售量与销售金额以及他们的财务实力。此外还需对本企业产品与竞争产品相比所具有的优势作出分析。关于竞争对手的描述举例如下：

“ 资产总额为 3 亿美元的 ABC 公司有一个部门向本行业生产销售 M 型小器具，该部门 1998 年的销售额约为 1400 万美元，占有 10% 左右的市场份额。但 ABC 公司其他业务部门经营目前都很不景气，由于近年来公司尚未引入新产品，该部门的资本有逐渐消耗的迹象。此外，ABC 公司的产品品种单一并且其生产设备不具备本企业设备所具有的许多特点。如本企业设备用的是三维模具，而 ABC 公司用的是二维的；再如本企业设备采用微机控制而该公司则是手工控制，但我们的产品成本只比该公司高出 10% ” 有些企业可能没有竞争对手(大部分风险投资人相信每一种产品都面临某种类型的竞争)，在这里需要说明不存在竞争对手的原因(如由于拥有专利权)。如果在未来会产生新的竞争对手，也必须指明存在哪些可能的竞争者，其进入市场估计会在什么时候。如果企业家对竞争对手不甚了解的话(其实大部分企业家对其竞争对手的了解可能都不全面)，风险投资人对上述分析就会持怀疑态度。

10) 营销：主要描述产品销售过程和分销渠道。即说明：产品是如何出厂并到达最终消费者手中的？公司自己有直销队伍还是通过代理商进行销售？有哪些零售商和中间商参与了企业产品销售过程？风险企业和中间商的关系如何？由于大多数风险投资人并不是很好的市场分析专家(尽管他们自己并不一定这样认为)，因此，在向他们解释本企业的产品销售时，企业家可能不得不逐步展开以便他们能够理解整个营销过程。此外还有两点需要引起注意：如果风险企业的产品全部是销给政府部门，风险投资人通常会担心企业受到政府部门的控制，这时需要企业家用强有力的解释来消除投资人的反对意见；如果风险企业的顾客只有唯一的一个，那么风险投资人也很难接受这样的营销安排，因为这样做的风险太高。

11) 生产：主要是对产品生产全过程及影响生产的主要因素进行介绍。重点是生产成本的分析与介绍。此外，风险投资人需要企业家对产品销售成本的构成作出分析。

12) 生产特征：在本部分要回答下面这几个主要问题：产品生产过程及生产工艺复杂与否，成熟与否？是否需要员工具有特殊生产技能？生产过程中哪几个环节最为关键？生产所需的零部件种类繁多还是只有少数几种？哪一种或哪几种最为关键？产品实际附加值有多高？等等。

13) 供应商：主要介绍本企业生产所需原材料及必要零部件供应商。一般可以用表格形式列出 3 ~ 4 家（以后可能需要列出全部供应商）最大的供应商及其供应的材料或零部件名称。该表第一栏列示供应商的名称，第二栏列示来自该供应商的采购金额，第三栏列示采购产品。风险投资人通常会给名单中的部分或全部供应商打电话以确认该名单的真实性。

14) 协作者 / 分包人：如果在企业产品生产到销售过程中，还有其他一些协作者 / 分包人参与其中，通常也需要予以说明。说明的内容包括协作人名单、协作金额等等。为便于风险投资人验证，一般也要列示协作人名称、地址及联系电话。

15) 设备：主要包括：详细介绍本企业已有或打算购买的主要设备；概要说明固定资产总额及可变现价值；说明使用现有设备能达到的产值和产量；设备采购周期。风险投资人需要通过此部分了解企业设备采购的难度。如果难度较大而企业目前又是满负荷生产，那么要提高生产能力就需要有相当长的一段来采购新增设备。风险投资人还需要了解企业设备的复杂程度和设备运转有无技能方面的特殊要求。如果对技能的要求较高，那么他会问：“招聘这些特殊雇员的难度大不大？”此外，如果设备具有专用性，那么出售起来就比较困难，因此其抵押价值就较低，所有这些在风险投资人看来都很重要。

16) 厂房和生产设施：主要描述企业所拥有的房地产或租用的办公室和工厂。指出工厂的面积大小和单位面积价格，相关固定资产和生产设备等。风险投资人需要通过本部分判断现有厂房和生产设施能否满足风险企业增长的需要。如果厂房在一年后就需要搬迁，那么企业要继续快速增长就有一定困难。值得提醒的是有些风险投资人不喜欢投资那些在很短的时间里就要搬迁的企业，他们认为这种搬迁会损害企业的增长。

17) 专利与商标：本部分要对企业持有或将要申请的专利和商标进行详细描述。企业可以通过对专利与商标的描述来强调其独特性。或者在此列出企业的专利和商标清单，从而让风险投资人自己来判断这种独特性。

18) 研究与开发：主要介绍投入研究开发的资金，包括过去已经投入的和未来打算投入的资金。但同时必须指出所有这些研究开发投入所要实现的目标。对风险投资人而言，如果由于某种程度上的判断失误，从而投资了一位纯粹的研究人员而不是一位开发产品的企业家，那就是一场恶梦。也就是说他们需要的是一位能将研究结果转为市场产品最终赚取利润的企业家。

19) 诉讼：主要描述企业目前可能卷入的诉讼案件，包括别人起诉本企业的案件和本企业起诉其他人的案件。风险投资人一般不愿向那些卷入一大堆诉讼案件的公司进行投资。在他们看来，如果风险企业被很多人起诉，那么企业本身的生产经营方式一定存在某些问题；反过来，如果风险企业老是起诉其他人，那么风险投资人就有理由担心在投资到位后也被这家企业起诉。因此，如果本企业卷入的历史诉讼案较多，那就应该在本部分向风险投资人解释其细节以使其克服对这类企业天然的抵触情绪。

20) 政府管制：主要描述本企业之管辖部门以及该部门与本企业的关系。在描述中企业家需要重点指出本企业如何遵守有关部门关于职业安全与健康以及环保等方面的规章制度。由于许多风险投资人都在政府管制这个问题上触过礁，其中有的被投资企业曾被政府主管部门查封数月或数年，有的被投

资企业甚至就此消亡，因此，如果本企业的管辖部门过多，企业家就应该在本部分作出追加描述，以便风险投资人确信本企业能够在这种环境下生存发展。

21) 利益冲突：无论本企业中存在什么样潜在的利益冲突，也都要在本部分加以说明。例如，本企业董事长也是本企业某个供应商的所有人或董事长，或者是与本企业有相似业务的某个公司的所有者。此外，还应说明由管理层决定的交易中哪些是以不合理的价格进行采购的。如果在《投资建议书》中没有揭示这些利益冲突，一旦被风险投资人发觉，企业家就会失去他们的信任。最好的办法是企业自身从一开始就解决这个问题并告知风险投资人或者向他们说明在这种利益冲突的情况下，企业可能会比没有这种情况做得更好。

22) 积压定单：主要描述本企业产品未完成定单的数量和金额。通常需要列出 3 ~ 4 个最大顾客的定单积压情况。全部描述可以采用表格的形式来进行，其中在第一栏列示顾客名称，第二栏列示定单金额，第三栏列示单位定单采购量。待到和风险投资人面谈时，企业家还需要给出一份完整的积压定单清单以便风险投资人能够了解这些定单的来源。

23) 保险：主要描述公司已经购买或者打算购买的保险险种。例如火灾保险、灾害保险、产品质量保险、水灾保险、企业核心人物的人寿保险等等。但是要注意的是，只要列出与本企业经营活动有关的保险险种即可，不要把医疗之类的保险也列入其中。

24) 税收：主要说明向公司征收的特定税种，如果本企业正处于营运之中，还应指出任何未交税金，例如工资税、所得税等等。

25) 公司组织结构：主要说明公司是股份制还是合伙制，公司注册地点、经营范围及公司全称。此外，还需说明本企业是否是一家有着附属公司的母公司。在公司拥有多家子公司或附属机构的复杂情况下，则应该用图表来表示其法律关系，并在他们之间划上线条、写上所占股权的比例。

26) 商业出版物与贸易协会：作为信息来源之一，风险投资人可能对与被投资企业涉足行业有关的贸易协会感兴趣。此外，他们也需要知道哪种商业杂志或商业报刊登载了哪些与本企业有关的信息。

27) 基础设施：主要对水、电供应、通讯、道路等配套设施的情况作一概论介绍。

3. 管理层

主要是对本企业董事会成员及业务经营的关键人物进行介绍。对小企业而言，一般介绍 3 名左右核心人物即可，对大企业来说，最多也不要超过 6 位，因为风险投资人寻找的是关键人物，如果介绍的人物过多，就会分不清到底谁最关键。此外，对管理层关键人物的介绍既不能夸张，也不要过于谦虚，要实事求是地对其以往业绩作出描述。对管理层的描述通常可以分为以下 9 个小节：

1) 董事与经理：要求列出所有董事会成员、高层经理人员及关键雇员名单。包括其全名、职位及年龄。

2) 关键雇员：要求列出 3 ~ 4 名关键雇员并以《简历》形式对其作出简要介绍。整个介绍要能证明这些关键雇员的确是一些成功之士。虽然有人认为这些人士的成功是天生造就的，也有人认为是通过后天的学习和努力实现的，但主要要看本企业的实际情况。总之，你必须向风险投资人证明自己是成功者，否则你就得不到投资。

3) 管理层的忠诚度：关于忠诚度的描述大致可以采取下面这样的“肯定声明”(Positivity Statement)的形式：“管理层成员、董事会成员或本公司主要的投资者均不曾受到犯罪指控；上述人员个人不曾破产，其所从事过的业务也未曾破产过，其个人资信报告也能证明每位成员都有着良好的信用评级，也不曾有过拖欠债务的记录。”总之，企业家必须向风险投资人证明自己及其管理团队的其他成员都非常“干净”。

4) 薪酬：要求以表格列出关键雇员、董事和主要经理人员在本企业得到的任何支付，包括所有费用、董事会费、咨询费、佣金、红利和薪金等。

5) 股票期权：要求以表格形式列出所有目前尚未兑付的股票期权。对每一位享有股票期权的企业成员，均应列出其全部期权数量、平均执行价格、已经兑付的期权数量和尚未兑付的期权数量。对那些到目前尚未兑付的期权，还应说明理由。

6) 主要股东：要求列出股东名称、直接或间接持股数量、持有的股票期权数量、所占股权比重、期权全部兑付后所占的股权比重以及期权执行价格等。

7) 劳工协议：要求详细列出本企业与每一位雇员所签署的劳工协议。风险投资人考查劳工协议是为了确保他所看中的风险企业的管理成员不会被解雇并能获得较高的收益。

8) 利益冲突：在管理层描述中再次提到利益冲突这个问题主要是为了使关联交易得到充分的披露。企业家应该对发生在管理层成员与本企业之间的交易进行说明。如某一个董事可能为本企业提供服务，反过来他可能也从本企业获得了部分股票或股票期权。

9) 咨询顾问、会计师、律师、银行家及其他人士：要求列示本企业的咨询顾问名单、列示为本企业提供服务的会计师、律师、银行家及其他相关人士的姓名、地址、联系电话以及付费情况。

4. 融资需求及相关描述

这部分主要对本企业寻求的融资方式及其他相关问题作出描述。内容包括：

1) 提议的融资方式：企业家可以在普通股、优先股和可转换债以及附购股权证债等几种融资工具中向风险投资人提议一种。注意要对有关发售这些金融工具的众多细节问题予以说明，以免风险投资人产生过多的疑问。

如果出售的是普通股，通常要求说明：是否分配红利？红利是否可以累积？经过一段时期后股份是否要求赎回以便风险投资人撤回投资？发售价格是多少？该种股权是否有所限制？普通股持有人具有什么样的投票权和注册登记权（安排上市从而变为公众公司）？如果发售的是优先股，则需要说明：支付何种股利？股利是否可以累积？对优先股有何回购安排？优先股是否可以转换为普通股？如果是可转换优先股，那么转换价格是多少？对优先股权有何限制？优先股股东是否具有投票权？是否在董事会具有控制权？优先股具有哪些优先权？如果发售的是可转换债券，也需要对相关条款作出说明，包括：债券期限是 5 年还是 10 年？债券利率以多高为宜？是固定利率还是变动利率？该债券可以转换为普通股还是优先股？如果上述条款还可以协商，那么也应该在这儿予以说明。如果是按上述条款发售股票期权，那么需要对风险投资人必须支付的期权购买价格作出说明。同时还要考虑风险投资人兑付期权时的执行价格和购股数量。并说明期权的期限是多长等等。

如果企业家提议的融资方式及有关条款还有协商的余地，那么也应该予以特别说明。

2) 资本结构：要求对本企业的普通股、优先股及长期负债作出说明，以便风险投资人对企业融资前后的资本结构有全面的了解。表述格式举例如下（表 27.4.2）。

表 27.4.2

	长期负债	长期风险投资可转换债券	优先股	普通股
融资前资本结构	10000	-	-	100000
融资后资本结构	-	500000	-	100000

3) 融资抵押：如果是普通股融资当然不存在抵押问题，如果是债务融资，则需要就债务抵押情况作出说明。

4) 担保：主要说明对风险投资人的投资提供个人或公司担保的情况。如

果是个人担保，通常需要提供担保人的个人财务报表。

5) 融资条件：比如，本企业是否允许风险投资公司的代表进入董事会？资金到位后企业要达到什么样的目标？哪些阶段性目标必须达到？等等。

6) 报告：主要介绍本企业打算通过何种方式向风险投资人报告经营管理情况。如提供月度损益表、资产负债表和年度审计后的财务报表等。

7) 资金运用：说明本企业将如何运用资金，最好不要使用“营运资金”这样模糊的字眼，而要尽可能分项详细论述。

8) 所有权：介绍现有股东持股数量及风险投资人在投资发生后的持股数量。指出获得该项所有权所支付的金额，每位股东的股权比例等。对企业创始股东已经或将会获得股份（而不是现金）的情况更要详细加以说明，如果考虑给予土地、建筑物、机器设备或是创业股份，那么对这些资产目前的市值也需加以说明。举例表述如下（表 27.4.3）。

表 27.4.3

融资前股份	融资后股份	融资后股权比例	购股支付金额	
现有股东	800000	800000	80%	50000
风险投资人	—	200000	20%	200000

9) 面值摊薄：说明投资后本企业资产、净资产以及盈利账面值将被摊薄到何种程度。

10) 费用支付：说明引资过程中是否需要支付咨询顾问费、律师费用及如何支付等问题。

11) 风险投资人对企业经营管理的介入：风险投资人一般要求在企业董事会中占有 1 ~ 2 个席位，如果本企业希望风险投资人对经营管理的介入更深一些，那么可以在此加以说明。例如，可以要求风险投资人在企业融资方面给予帮助，甚至要求提供某一特定类型的融资，但企业也承诺对此支付一定的费用。也可以为风险投资人安排私募支付费用，如将私募金额的 2% 给予风

险投资人等。总之，应该在此将企业希望在资金到位后由风险投资提供的增值服务的内容和要求加以说明。

5. 风险因素

在这部分，企业家要描述的是风险投资人投资本企业将要面临的主要风险，所有的风险都应一一列出，但是除了在每段的末尾处，不要写上积极的评价之词。这部分要包括的内容如下：

1) 经营期限短：如果企业刚刚成立，或者才组建不久，经营历史短将是双方要讨论的主要风险项目。

2) 资源不足：如果企业没有按计划进行业务活动，那么公司可能会缺乏足够的资源来维持长久经营，这是一个要提及的潜在风险。

3) 管理经验不足：如果管理人员很年轻或是这个行业的新手，企业家也要在《投资建议书》中阐述一下此问题。

4) 市场不确定因素：与销售有关的市场不确定因素也要在《投资建议书》中进行描述。

5) 生产不确定因素：对任何存在的生产不确定因素都要进行描述。例如，一种模型从未在生产线上建立过，因此，是否能够建立这种模型就是一种不确定因素。

6) 清偿能力：对于公司是否有足够的清偿能力，企业家在《投资建议书》中也要做一下分析。因为风险投资人想要知道，如果企业遇上麻烦而不得不清盘，那么他的投资能收回多少。

7) 对企业核心人物的依赖：企业家要或以书面形式，或直接向风险投资人解释如果任何一个企业核心人物去世会给企业带来什么影响；谁会接替此人的位置？如果企业一把手去世，谁来领导公司？如果在《投资建议书》中你没有把这个问题写进去，你可以预期到风险投资人的提问：如果明天一辆卡车从你身上辗过会对企业有什么影响？一些企业家会写好一个针对公司的“遗

嘱”，在其中说明如果他们去世企业该做些什么。

8) 可能出问题的地方：风险投资人往往希望你站在他们的角度，以投资者的身份来看待企业的经营情况。他希望你指出什么地方可能出问题，风险投资人的投资如何可能遭到损失。换句话说，风险投资人想要你客观地分析本企业的经营状况，指出可能出问题的地方，并且说明如何解决这些问题。

9) 其他：你要提及的东西还应包括财政储备、市场份额占有率低、经济管制或其他政府设立的规章制度、非投资股东对企业的控制以及欠发红利等等。如果这些情况存在，你就应该在《投资建议书》中提到，不要等到风险投资人提出这些问题。

6. 投资回报和投资退出

在本部分，要描述的是怎样使风险投资人最终以现金的方式收回其对本企业的投资。风险投资人最终想要得到的是现金而非为投资而投资。风险投资人收回投资大体有三种方式，你应该对这三种方式进行描述，但要指出哪一种是最可能的投资退出方式。

1) 公开上市：第一种可能的方式就是公开上市。上市后公众会购买公司股份，风险投资人所持有的部分或全部股份就可以卖出。

2) 兼并收购：即可以把企业出售给一家大公司通常是某个大集团。如果采用这种方式，你一定要提到几家你认为对本企业感兴趣并有可能采取收购行动的大集团或大公司。

3) 偿付协议：最后一种方式是你给风险投资人提供一种“偿付安排”。在偿付安排中，风险投资人会要求本企业根据预先商定好的条件回购其手中的权益。

4) 投资回报(ROI)：投资回报对风险投资人来说当然很重要，你要向他表明如果他投入了你所要求的资金量，他会得到什么样的回报。例如：如果某个投资人向企业投资30万购买了30%的股权，四年后，公司成为拥有300万税

前利润的上市公司，300 万乘以 8 倍市盈率就是 2400 万，这就是公司的价值。2400 万乘以 30%，就是 720 万，即该投资人用 30 万换得了 720 万。假定四年后，该投资人即把 30% 的股权出售，则他每年的投资回报为 400% $(720 \text{ 万} \div 30 \text{ 万} \div 4)$ 。

7. 营运分析与预测

这部分要描述的是企业家对本企业以前经营状况以及对项目前景的分析。

1) 总体描述：本部分要从企业总体损益状况开始，这些状况要基于企业的财务数据，例如：最近 3 年以及未来 3 年的净收入、销售成本、营运费用、利息支出及利息收入。把这些历史数据和将来的预计数都列出来，使风险投资人一眼就可以看清楚企业的经营状况及未来的发展前景。例如表 27.4.4（单位：千元）。

表 27.4.4

项目	前年实际	去年实际	今年预计	明年预计	后年预计
净收入	100	400	1000	4000	10000
销售成本	100	200	500	2500	6500
营业支出	100	100	200	400	800
利息支出	100	100	100	200	300
净利	200	-	200	900	2400
流动资产	20	40	400	1400	4300
机器设备	100	400	600	1000	1000
土地建筑物	-	-	-	-	-
其他资产	10	10	10	10	10
流动负债	20	240	100	400	1000
长期债务	100	400	400	600	-
股东权益	10	-190	510	1410	4310

2) 比率分析: 在这里, 企业家应该把净收入、销售成本、营运费用、利息支出和净利润计算成百分比形式。即以净销售收入为 100, 计算销售成本等占净销售收入的比重。为使投资人容易看清楚, 最好把这些数据用表格列出, 例如表 27.4.5。

表 27.4.5

项目	前年实际	去年实际	本年预计	明年预计	后年
净收入	100	100	100	100	100
销售成本	100	50	50	63	65
营业费用	-	25	20	10	8
利息支出	-	25	10	4	3
净利润	-	-	20	23	24

3) 经营成果: 主要描述本企业的经营业绩及盈利预测。经营业绩上升或下降的原因? 将来为什么会上升? 财务比率变动原因以及经营中的重大事件, 如引入新产品或者未来发生较大的研究开发支出等。换句话说, 你需要解释上面所设定的数字并且提及《投资建议书》下一部分要讨论的附加财务数据及盈利预测数据。

4) 财务状况: 在这部分, 你要详细描述最近的资产负债表, 说明本企业的债务清偿能力, 解释在某些项目上如应收账款、应付账款等有巨大增长的原因。

5) 或有负债: 主要描述本企业的有可能发生的债务, 例如未支付养老金方案, 由于以前的雇员带走企业的商业秘密而可能引起的诉讼等。

8. 财务报表

本部分仅由一套完整的财务报表组成, 而非所有支持材料的汇总。如果这套财务报表还没有由一个独立的审计公司进行审核, 那么请先做这项工作。

这套财务报表包括合并资产负债表、合并损益表、合并股东权益表、合并财务状况变动表。在财务报表中，还需加上适当的注释对财务报表进行解释。本部分要列示最近几年以及本年由审计公司审核或未审核的所有财务报表，这些报表应附在《投资建议书》后面，标记为“附录：财务报表”，企业家在《投资建议书》中也要提及此附录。

但是无论怎样，都不要向风险投资人递交一份不包括最新财务报表的《投资建议书》。风险投资人收到的很多《投资建议书》中都只附有6个月甚至更早以前的财务报表。如果你要向风险投资人展示本企业正在稳健地经营，就需要附上最新的财务报表。有些《投资建议书》所附的财务报表是一年以前的，试想一个风险投资人怎么会基于以往的经营业绩向企业投出自己的钱？一些企业家似乎并不懂得财务报表是企业经营中最重要的证明文件，毫无疑问，这种企业家根本得不到风险投资人的一分钱。

9. 财务预测

本部分包括对未来5年的财务预测表以及一份针对未来12个月的详细的月度现金流量表，使风险投资人能够准确地了解企业的现金流量状况。这些报表也要附在《投资建议书》之后，标记为“附录：盈利预测”和“附录：现金流量预测”。

10. 产品介绍、手册、文章和图像等有关验证资料

本部分包括产品的图像资料及对提供这种产品或服务的公司进行介绍。在《投资建议书》中，书面描述固然重要，但图像资料可以使成功的把握更大。一篇行业概览或竞争对手比较也是一个有用的工具。但报纸和杂志上关于公司的文章可能不太必要，对风险投资人来说起不了什么作用，最好不要把这些文章列出。另外，磁带、录像带或其他起推介作用的视听物品也是对金钱和时间的浪费，最好不要搞。

当然，上述十个部分只是一般《投资建议书》所要涵盖的内容。具体对



风险投资的 撤出机制与 二板市场

一、风险投资的收益实现

风险投资的变现回收方式主要有四大类：公开上市、收购、出售、企业回购，而投资失败则进行资产清算或冲销。表 28.1.1 反映了各种退出方法的投资期限、平均投资额和盈利状况。可以看到公开上市的风险企业投资时间最长，回收倍数最高，而其他几种方式的回收倍数在两倍左右。下面分别就其相关操作过程作一介绍。

（一）在纳斯达克（NASDAQ）等第二板上市

公开上市是风险投资中最常用的一种变现回收方式，在美国有 30% 的风险投资是采用这种方式退出的。在股市高涨时，公开上市可以使许多创业家和

表 28.1.1 退出机制比较

退出方式	平均持有期 (年)	平均投资额 (千美元)	平均收入 (千美元)	回收倍数
公开上市	4.2	814	5804	7.1
收购	3.7	988	1699	1.7
企业回购	4.7	595	1268	2.1
二次出售	3.6	715	1431	2.0
清算	4.1	1030	198	0.2
冲销	3.7	961	-	-

风险资本家在一夜之间暴富，这样的例子在硅谷与华尔街比比皆是。风险企业由于上市融资的规模较小，一般在第二板上市。因此一个专门支持风险企业的第二板是十分重要的，服务的主要对象是中小企业和创新科技企业。目前在美国 NASDAQ 上市的标准为：

净有形资产 600 万美元；

前一年税前收益 100 万美元；

公众持有 110 万股票或持股值 800 万美元；

股东 400 个以上，通常无经营年限要求。

而条件更优惠的小型公司资本市场的上市条件是：

净有形资产 400 万美元；

市值 5000 万美元；

前一年税前收益 75 万美元；

公众持股 100 万股。

在美国三大证券交易所中，纽约证券交易所(NYSE)和美国证券交易所

(AMEX) 的上市规则往往更适用于发展成熟、有良好业绩的企业。历史较短、发展潜力很大、目前业绩尚欠理想、风险较高的高新技术企业很难在这两个传统证券市场上融资。所以，这类企业更多地把注意力放在美国证券商协会自动报价系统(NASDAQ) 这个新生的公众资本市场上了。NASDAQ 成立于 20 世纪 70 年代，是目前美国三大证券交易所中成立最晚、发展最快、技术最先进、高新技术企业上市最多的证券交易所。由于高度的自动化和多家做市商竞争机制的引进，NASDAQ 上市规则比之传统证券交易所要相对简化。这样，就可以容纳不同规模不同性质的企业，特别是中小高新技术企业前来上市，也为上市后的高新技术企业开辟了进一步的融资渠道。

纳斯达克(NASDAQ) 与纽约证券交易所和美国证券交易所相比，显著不同的是没有交易大厅，券商们是完全通过连接美国各地的计算机终端进行自动报价和交易，大大地拓展了市场的空间，提高了交易效率。这样，使得 NASDAQ 在信息披露的公开性、证券交易的公平竞争性、吸引发行者和投资者的广泛性等方面，更加适应现代证券交易市场的要求，发展十分迅速。目前，NASDAQ 的计算机网络已从初建时的 500 个终端发展到 30 多万个，其中有 3 万个终端分布在美国以外的 60 多个国家和地区。530 家做市商随时提供 6 万项竞争性报价，计算机网络会从中选取最好的价格显示给全球的投资者。

纳斯达克(NASDAQ) 市场的广泛性吸引了一大批具有高成长特点的高新技术企业到 NASDAQ 上市。目前，占 NASDAQ 市场份额最大的是信息产业，其中计算机、电子及办公设备三个行业的市值占总市值 30% 左右，金融服务业上市公司占 25% 左右，生物工程及医疗占 10% 左右。全美国 80% 以上的计算机、电子、生物工程类的上市公司都集中在 NASDAQ 市场上，包括像微软公司、雅虎公司、英特尔、苹果、康柏、Lotus、MCI、Amgen 等著名高新技术企业。目前，在美国公众资本市场上首次上市融资的企业中，大约有 45% 是接受过风险资本投资的高新技术企业，他们大多选择在 NASDAQ 市场上市。1988 ~

1998 年，通过 NASDAQ 上市的公司共有 4090 家，首期募集资金 1311 亿美元；同时在纽约交易所上市的公司有 686 家，首期筹集资金 1533 亿美元。可见，由于 NASDAQ 的存在，使得美国公众资本市场对高新技术企业的风险投资和常规投资的开放程度及资金供给规模大体相当，为高新技术风险投资开辟了一个良好的出口。NASDAQ 以低成本的运作和良好的服务、充分的信息披露、独特的做市商制度，成为全美发展最快的证券市场，上市公司中发展最快的也是高新技术企业，1991 年 NASDAQ 上市值超过 10 亿美元的公司仅 22 家，1997 年达 256 家，微软和英特尔以 1560 亿和 1148 亿美元的市值位于前二名，前十名的公司均为高科技公司。近几年的美国股市牛气冲天就是由这些高科技公司带动起来的。

1981 ~ 1991 年，NASDAQ 的交易额增长了 8.5 倍，比同期纽约交易所高 5.7 倍。1994 ~ 1998 年 NASDAQ 交易额又增加了 3 倍。到 1998 年，NASDAQ 的上市公司数、交易股数、交易金额、总市值分别为 5068 家、2020 亿股、57586 亿美元和 25888 亿美元，成为美国上市公司数目最多、交易股数最多、交易金额和市值仅次于纽约交易所的第二大证券交易所。目前，NASDAQ 正与第三大交易所美国证券交易所进行合并，合并后的交易额将超过纽约交易所，市值迟早也会超过纽约交易所，成为全美第一。NASDAQ 在几十年时间内的高速成长，主要应归功于它所容纳的高新技术企业的贡献。以微软、雅虎、英特尔为代表的 100 家 NASDAQ 大公司虽然在公司数目上仅占 NASDAQ 的 2%，在总市值上却占有了 58%，平均每家市值超过 150 亿美元，是余下 4932 家上市公司平均市值的 68 倍。如果在 10 年前这些公司上市初期进行股票投资的话，到 1996 年的投资回报是 32 ~ 78 倍，平均年内部收益率高达 41% ~ 55%。

欧洲的自动报价交易系统 EASDAQ 从 1997 年 1 月开始运作，到 1998 年 7 月有 27 家公司上市，市值达 130 亿美元，但欧洲最大的第二板市场是由德国、法国和荷兰联合发起的欧洲新市场，到 1998 年 5 月已有 100 家上市公司，市

值为 200 亿美元。这两个市场一直在竞争，欧洲近年来的风险投资发展加快，1997 年共吸引 8500 万美元的资金投入成长期企业，也反过来推动了这两个二板市场的发展，因为可以在这两个二板市场上市的创新科技企业越来越多。

新加坡的自动报价板股市和香港即将推出的创业板也是中国和亚洲的中小企业上市的主要场所。

（二）风险资本家在上市中的作用

风险资本家在风险企业的上市中起到很大作用，由于风险资本家与金融业的关系密切，可以找到较好的证券承销商，与证券承销商达成合理的交易，降低证券发行的成本，确保发行和上市效率及效益。如 Kleiner Perkins Caufield & Byers (KPCB) 和 Greylock Partners 的投资银行伙伴是 Roberston、Colman 和摩根·斯坦利 (Morgan Stanley)，Advent 的证券承销商是 L. F. Rothschild，而 Sequoia Capital 的合作伙伴是 H&Q，J. H. Whitney & Co. 的合作伙伴则是 Alex Brown 和摩根·斯坦利。

国外风险投资业的许多份研究报告还表明：由风险资本家所支持的上市公司的发行股价可以超过其他公司，上市后股价下降的幅度也小于其他公司，原因有几个方面：

表 28.1.2 风险资本家（首席投资者）所支持的上市公司
在上市前后的持股变化（1979-1990 年）

	上市案例数	出售股份的案例	未出售股份的案例
	497	133	364
上市前	27.2%	28.2%	29.5%
上市后	20.7%	17.7%	21.8%#

这里股份的降低是因为非首席投资者出售股份而产生的，读者可以自己计算一下来加深理解： $497 \times 20.7\% = 133 \times 17.7\% + 364 \times 21.8\%$

风险资本家通常在风险企业上市后保持大部分股票，尤其是首席投资者(表 28.1.2)，以稳定股价。即使在上市后，如果风险基金已经到期，需要把上市公司的股票交付给有限合伙人作为投资收益，这些有限合伙人是长期性投资的机构投资者如养老基金、人寿基金，也会长期持有风险企业的股票。

投资者和证券投资基金也看好风险资本家所投资的上市公司，充分认同风险资本家对企业所提供的增值服务，认为这些风险企业通常有较好的业绩，尤其是那些由前 20 名风险投资公司作为首席投资者并参与董事会的风险

表 28.1.3 美国前 20 名风险投资公司参与董事会的比例
和作为首席投资者的比例(1983-1987 年)

风险投资公司	上市案例数	参与董事会的比例	作为首席投资者比例
KPCB	22	50%	27%
H&Q Venture Partners	21	67%	38%
CitiCorp Venture Capital	15	40%	40%
Mayfield Fund	15	80%	33%
Greylock Partners	13	77%	23%
Merrill, Pickard Anderson & Byer	13	39%	0
Oak Investment Partner	13	69%	23%
Advent Fund	11	82%	77%
TA Associates	11	55%	45%
Bessemer Venture Partners	10	70%	40%
J.H. Whitney & Co.	10	80%	30%
New Enterprise Associates	10	90%	20%
Continental Illinois Venture Group	9	22%	22%
Sequoia Capital	9	67%	0
Norwest growth Fund	8	63%	38%
Technology Venture Investors	8	100%	60%
Venod Funds	8	100%	50%

企业(表 28.1.3)。

风险资本家在金融界的影响,吸引了大量证券分析师、金融研究机构来评价风险资本家所支持的上市公司股票,为市场提供充分的信息。

(三) 转售、并购及回购的财务安排

转售通常是风险资本家把手中的股份卖给另外的投资者,尤其是卖给扩张和后期风险投资公司。企业管理人员所持有的股份可以同时转售或不转售。并购是指同行业或相关行业的产业集团收购和兼并风险企业,使之成为产业集团的一部分。这两种方法的买方是来自企业外部的机构,相应的支付方法有:

以股份换现金,风险资本家实现投资收益,企业管理者也可套现,这是最理想最直接简单的方法。

如对方没有足够的现金支付,可以用期票来付款,也给卖方一定的税务好处。

或用股票换买方公司的股票,也可以不纳税,最好是能取得买方公司的带红利可转换优先股,使卖方在出售由优先股转换成的普通股之前,获得一定的红利收入。

风险企业也可以把所有的资产卖给收购者,换取现金,并清偿债务,把余下的现金支付给股东,包括风险资本家和企业管理层。

卖出资产换成买方公司的股票,并把股票分配给股东。

企业回购股份通常在签订投资协议时设定,是风险资本家和企业变现投资的最保守方法,即在投资期满,风险企业无法上市或无法转售给其他大公司的情况下,风险资本家有权以确定的价格和支付方式要求企业回购风险资本家拥有的股份,或企业有权从风险资本家那里获得回购股份。

计算回购股份的方法有:

市盈率法: 首先取得相同行业上市公司的市盈率,乘以公司的收益,

得到企业可能有的市值，再乘上风险资本家拥有股份比例，即可得到回购股份的价值。

销售额百分法：有时使用公司收益来计算公司价值不合适，对于新兴企业，在发展早期所投入的大量研究开发费用和固定资产折旧需要摊销，企业的账目利润很小，这时候可以用销售额的百分比作为假设的盈利再乘以同行业的市盈率和投资方的股份比例，得到回购股份的价值。

现金流量倍数法：在某些行业中，现金流量表比损益表更能反映企业的经营状况，用现金流量来反映企业的盈利和价值被认为是一种好方法。

专家评估法：资产评估师综合企业的账面价值和上述几种方法的选择或组合，得到一个折中的数值，让投资者和企业双方接受。

预定的现金额：在投资协议中规定到投资期满时企业以一定的现金回购投资者的股票，虽然这种方法省去了许多评估和协商的工作，但一开始确立这个金额并不容易。

统计表明，在风险资本退出方式中，其他大企业兼并收购的为 23%，转售给其他投资者的为 9%，企业回购股票的占 38%，案件数量之和超过了公开上市的案例，但收益率较低，在变现的资金数量上公开上市这一方法是最高的。

如果企业出现连续亏损、前途渺茫或风险企业长期半死不活，难以高速增长，风险资本家希望企业清算，他们因持有优先股，可获得一定的投资保障。

二、购并与风险投资

（一）20 世纪 90 年代的企业并购和策略联盟

尽管以财务策略和杠杆式操作为特点的企业并购在 20 世纪 80 年代后半

期经历了危机，90年代的企业并购依然是如火如荼，并购金额、规模和频率增长很猛。金融业有瑞士信用银行收购 Winterthur 保险公司，旅行家集团与花旗银行的合并，旅行家集团收购所罗门美邦证券，大通银行与化学银行的合并，摩根·斯坦利和 Dean Witter 两家投资银行的合并，美国第一联合银行与费城国民银行的合并，瑞士银行与瑞士联合银行的合并，德意志银行与美国信孚银行的合并。电脑业则有 AOL 收购网景，康柏收购 Digital，康柏收购 Tandem，微软收购网络电视公司，3Com 收购美国机器人公司，SBC 收购 Ameritech，大西洋贝尔收购 GTE，AT&T 收购远程通信，世界通讯公司与 MCI 合并。石化业则有埃克森(Exxon)与美孚(Mobil)的合并，英国石油与Amoco的合并。汽车业则有奔驰与克莱斯勒(Chrysler)的合并，大众(Volkswagen)与劳斯莱斯(Rolls-Roys)的合并。表 28.2.1 反映了亚洲的企业并购，表 28.2.2 则是跨国界的企业并购，表 28.2.3 是 1999 年 1 月所发生的十大企业并购

人们已开始认识到企业并购是一把双刃剑，并购后的整合也存在种种困难和障碍，因此开始寻找更多的双赢策略，策略联盟成为企业并购的有效补充形式，如美国通用汽车(GM)与日本丰田公司结成策略联盟，通用学习丰田的制造技术和质量控制，丰田通过通用进入美国市场，又如摩托罗拉为了进入日本的移动电话市场，与东芝结盟制造，并由东芝提供市场营销帮助。

当大公司通过并购达到规模效应，降低成本，扩大市场，或者通过策略联盟打开新市场，提高竞争力时，新兴产业的中小公司却在成立不久就被并购或组成策略联盟。尤其在资讯产业，如美国在线(AOL)收购 Compuserve Online Services(属于 Worldcom)，作为交换，Worldcom 收购了 AOL 的网络部门 ANS Communications，整个交易额达 4250 亿美元。苹果电脑公司买下了主要的麦金西系统制造商 Power Computing。IBM 下属的 The Integration Financial Network 为了增强它的线上银行服务而购买了 Visa

表 28.2.1 1998 年亚洲主要的企业并购案例

国家(或地区)	公司
日本	日产石油和三菱石油
马来西亚	商业资产管理公司和 Bumiputra 银行
韩国	韩国商业银行和 Hanik 银行 现代电子和 LG 半导体公司 现代石化和三星石化公司 Kookmin 银行和韩国长期信贷银行
新加坡	新加坡发展银行和邮政储蓄银行 吉宝银行和达利银行 新加坡股票交易所和新加坡国际金融交易所 胜宝旺企业与新加坡工业企业 新科资本和 Vickers Ballas
中国台湾	Mandrian 航空公司与 Formosa 航空公司

表 28.2.2 1998 年跨国界的企业并购案例

国家	公司	产业
英国和瑞典	Zeneca 和可斯特拉	制药
法国和德国	罗纳和赫斯特	制药
德国和美国	奔驰和克莱斯勒	汽车
美国和英国	AT&T 和英国电信	通讯

Interactive。在资讯产业也产生不少策略联盟，如著名的搜寻工具软件公司 ALCATEL，加拿大的 Nortel，韩国的 Samsung，结成联盟；CNN Interactive，

表 28.2.3 1999 年 1 月发生的十大企业并购案例

被收购的企业及其业务	收购的企业及其业务	交易金额
Airtouch Communication, 电信服务	Vodafone Group, 流动电信服务	660 亿美元
Ascend Communicatoion, 网络设备	Lucent Echnologies, 电信设备及软件	210 亿美元
Marconi Electronic, 电子设备	British Aerospace, 宇宙飞船飞机	128 亿美元
Banco Central, 银行业	Banco de Santander, 银行业	113 亿美元
Lucasvarity , 工程服务	TRW , 电器设备	78 亿美元
Rothmans, 资金管理金融咨询	英美烟草 香烟,雪茄	75 亿美元
Volvo-Worldwide, 客车	福特汽车, 卡车,	64 亿美元
Excite, 网络搜索器	At Home Corp, ISP 服务	59 亿美元
Geocities, ISP 服务	雅虎 网络搜索器	36 亿美元
Gigna Corp, 保险	Ace, Ltd, 保险	34 亿美元

Condenet , Internet Com , Lycos 和 USA Today 五家公司组成策略联盟。雅虎收购 Geocities 公司和 Broadcast 公司。IT 产业是个迅速发展的新兴产

业，尤其是互联网和电子商业，全球各国都在竞争，都差不多处于同一起跑线，各国政府推出各项投资发展计划，各类中小企业应运而生，不断诱发市场需求，产生了许多新的边缘或交叉行业，改变着人们的生活方式，在这历史性的市场倍增的机会前，大家都在抢时间赶速度。但一个公司的财力、人力资源和时间、设备资源毕竟是有限的，提高竞争和成长速度的方法是并购及策略联盟，通过并购把几家公司的业务发展整合在一个战略规划下，协同作战，通过策略联盟，使各公司取长补短，相互支持，共同占领市场。

（二）并购的管理和整合

20 世纪 90 年代的企业并购其主要目的不再是扩大经营规模或多元化经营以及追求短期财务效益，而是为 21 世纪的全球经济竞争作战略准备，企业并购不断地调整世界和区域的经济结构、产业布局和市场划分。技术的突飞猛进和市场变化的日新月异，全球经济一体化，客户的日益成熟和消费倾向的多样化，驱使企业不断提高竞争能力，寻求更好的企业发展策略，无论是企业的内部型发展策略，还是策略联盟和企业并购，都是企业发展策略选择之一，无论怎么样的扩张战略，都要求系统的、清晰的战略管理。

企业并购的战略管理分两个方面，但却融为一体，互相促进，即并购前策划和并购后的整合。并购前策划包括产业结构分析，市场竞争分析，自身企业核心能力及竞争优势的评价，目标企业的调查和评估，对并购后市场反应的预测，融资策略，债务结构和定价策略，协议谈判策略等等，以寻求最符合本企业战略发展规划的目标企业，以较低价格和风险收购目标企业。从被并购者角度，则是如何寻找到能够充分利用并购企业的资源并具有与本企业战略目标一致的战略投资者(Strategic investor)。

美国一家管理顾问公司对近 10 年内通过合并而形成的大规模经营的公司进行调查，发现 57% 的公司在合并后 3 年中的财务状况依然落后于合并前的财务状况。开始，研究人员以为是兼并过于强调财务上的操作，最后带来巨

额债务，阻碍了企业在技术开发等方面的再投入。后来认识到并购企业双方在业务整合上往往并不协调，造成各种资源的浪费，或者兼并企业只注重眼前的规模效益或行业垄断地位，满足于市场占有率的提高，没有看到技术革新和人们生活方式不断变化带来的市场需求的日新月异的变化，没有致力于新产品和新市场的开发开拓。但最后研究人员发现，即使上述两个失误没有发生，企业并购后还存在一个大问题：企业双方的管理体制和企业文化无法很快融合。任何企业在管理的硬件和软件上都存在不同程度的差异，从软件的管理要素看，企业间的组织结构、业务流程、工作方法、人员素质都会有差异；从硬件的电脑管理系统看，也有系统兼容的麻烦，美国化学银行合并汉诺威制造公司（ManufactureHanOver）后曾花了6个月时间来试图融合双方的电脑系统，但没有成功，最后只好采取两套系统分别负责不同业务的妥协方法。与并购热相随而起的居然是出售企业热，这不是指企业收购另一家企业后经过包装后的再出售，而是并购公司双方因管理体制和企业文化无法磨合，只好分道扬镳。

由于20世纪80年代近60%的并购案被证明是失败的，并购后的整合成为90年代并购管理的一个重点：如何整合两个企业间的差异，在管理制度和企业文化上达到和谐统一，如何充分用二者的资产和资源，达到最佳的协同（Synergy），如何留住优秀的管理人员和员工，如何降低成本，改善业务流程，扩大市场竞争能力，为股东创造新的价值，保证股价的稳定上升，而不是出现并购时股价猛升而并购后重新下挫的局面。并购交易的成功并不是并购本身的成功，从战略管理的角度看，并购的成功是以资源整合，战略目标统一，竞争力提高和股票价格的稳升为衡量标准的。并购整合作为并购战略管理的一部分，必须在并购前作好规划和充分准备，交易一完成，必须马上进行整合。

目前管理顾问公司和投资银行在参与企业并购的决策咨询中，不单考察

企业的管理体制和企业文化，更考察人力资源尤其是企业领导实践（Leadership）。因为管理体制相对有形和稳定，管理技术也日益透明，传播推广十分快，关键在于应用这种管理技术的人的观念和素质，尤其是职业经理人的领导能力。企业家以创新方式重组生产要素，追求高回报的商业机会，企业家才能是推动企业发展的原动力之一。

（三）风险资本家参与管理者收购

20 世纪 90 年代的企业并购的一个重要的变化是 MBO/MBI 不断发展，MBO/MBI（Management-Buy Out/In）统称管理者购买或收购，前者指企业内部的管理人员通过借贷融资收购本企业，并以本企业资产抵押发行债券或再融资还贷，后者是目标企业外部的管理人员（他们通常是与目标企业有上下流业务关系或熟悉目标企业的公司）通过同样融资手段收购目标企业，还有一种 BIMBO，是公司内外管理层共同参与的收购，而 ESOP（员工持股计划）下的并购是一部分持有公司股票和购股权的员工和管理层发起的并购，融资手法也属杠杆式，目标企业通常是那些家族企业出现后继无人或有意脱手部分资产的企业，或大公司有意放弃与公司核心业务不相关的下属企业或对某一下属企业不再予以资金上支持的情况下，或以前收购的企业再次分离（demerger），或者该企业管理层的影响超过主要股东，或管理者及员工具有强烈的创业家进取精神和经营能力，或管理者及员工与股东及董事会意见和决策不同，而管理层或员工认为他们更有能力管理好公司。在这一类管理者购买并购中，管理层的经营能力和过去的业绩成为融资的信用保证，这一类并购数目和金额不断增长，表明市场把并购的成效和股价的升降与管理层联系起来，因为只有该企业的管理层最了解企业成功和失败的经验教训，企业管理诀窍是一种价值极大的无形资产。风险资本家和私有股权投资者积极参与管理者收购，形成一个 IBQ（Investor-Led-Buy-Out）。风险投资者看上一个有升值潜力的企业，或与目标企业的管理层或其他股东合作，或单独收购

目标企业，风险资本家收购企业后，可以保留一部分原管理层或全部不保留，并且注入外部管理人员对企业进行整合，通过这些管理层来改善经营绩效，在企业股价上升时套现，再去投资收购其他企业。IBO 和 MBO、MBI 或 BIMBO，都有一个共同特点，那就是对管理者经营能力、创新能力的投资，钱可以生钱，但最终还是要通过人才能生钱，投资最能干的经营管理层可以获得更高的回报。IBO 和 MBO、MBI 或 BIMBO 的核心是与风险投资一致的。

三、风险投资的撤出机制

（一）风险投资的最终目标

风险投资公司敢冒风险大胆投资，就是为了获得高额回报。风险投资公司普通合伙人要在合伙契约中承诺在一定时间以一定的方式结束对风险企业的投资与管理，收回现金或有流动性的证券，给有限合伙人即投资者带来丰厚的利润。因此，风险投资家必须构想一个清晰的退出路线，以使资金安全地撤出，完成整个风险投资预期计划。风险投资的成功与否最后落实在退出的成功与否上。

风险投资过程的最后阶段是投资退出(Exit)。投资退出的条件和方式通常在最初签订风险投资协议时即已确定。退出的目的主要有两个：一是收回原有投资；二是实现投资收益。但这两个目的能否达到还取决于一定的内外部条件。内部条件是指被投资企业的价值和管理素质，外部条件是指投资退出时的宏观经济环境、证券市场的走势与活跃程度以及与风险投资退出有关的法律、法规和证券监管条例等。

一般认为，风险投资的收益要通过风险投资组合的整体效益来计算。风

险投资基金成功的风险投资组合是成功、平凡与失败，三部分的比例为 2:6:2。根据一项关于美国 13 个风险投资基金的分析研究，风险投资总收益的 50% 来自于 6.8% 的投资，总收益的 75% 来自于 15.7% 的投资。真正能为风险投资者带来收益的投资项目还不到 1/4。而正是这不到 1/4 的投资，支持了整个风险投资的综合高收益。所以，如何减少失败的风险投资项目的损失，确保成功投资的收益顺利回收，对于风险投资家来说显得至关重要。

根据英国风险资本协会(BVCA) 1997 年的研究报告，美国和英国风险投资基金的收益情况如下：英国风险投资基金的收益率 1996 年为 42.9%，近 3 年平均为 26.6%，近 5 年平均为 25.7%，近 10 年平均为 15.7%；美国风险投资基金的收益率 1996 年为 29.7%，近 5 年平均为 18.4%，自有风险投资以来为 15.8%。

一般来说，风险投资有着两倍于一般证券投资的收益。但风险投资激动人心之处不仅在于它能带来相当于普通证券投资两倍以上收益，更在于风险投资家们所追求的那些辉煌的超额利润回报，以及这些回报带来的赫赫战绩。然而，这些回报的获得要依靠风险投资家对退出方案的周密安排。风险投资是一个冒险的行业，实际上，像苹果公司那样成功地退出，在风险投资基金的全部投资项目中所占比例并不高。20 世纪 80 年代最热门的风险投资基金——S·罗森管理公司到 1988 年初，共投资了 36 家公司，有 8 个经过了成功的首次公开发行，有 8 个已经破产，另外 20 个仍在生命线上挣扎。罗森投资的那些成功的公司包括著名的莲花、康柏和硅制图；失败的公司包括奥斯伯、桑尼斯和恩麦斯计算机公司。这正是风险投资所谓 2:6:2 法则。

（二）风险投资撤出机制的重要意义

所谓撤出机制是指风险投资在所投资的企业发展相对成熟后，将其所投的资金由股权形态转化为资金形态即变现的运作机制。风险投资不是单纯为了获取股息而长期持有企业股权的普通投资行为，风险投资不仅提供资金支

持，同时还提供管理咨询及资本运营等服务。撤出机制是风险投资成败的关键环节。在一定意义上可以说，撤出机制是风险投资业健康发展、取得成功的必要条件。

美国的风险投资实践表明，管理人员的激励机制、流动性好并训练有素的专业人员、及时迅速的市场反馈机制、良好的社会化服务体系、高新技术的研究开发活动、大量的社会流动资本与相应的投资撤出机制以及政府的支持是风险投资获得成功的七大重要条件。在西方国家的环境下，撤出机制的重要性甚至高于政府支持的重要性。从各国的发展经验来看，撤出机制的重要意义主要表现在以下几个方面：

1. 撤出机制的一般意义

撤出机制的一般意义是为风险投资提供持续的流动性和连续性、稳定性。风险投资与一般投资的重要区别在于，后者通过持有所投资企业的股份获取股息红利收入，而风险投资则恰恰相反，不是通过持有所投资企业的股份来获取股息红利收入，而是通过出售其所投资企业的股权来获取增值收入。风险投资家是专业从事具有挑战性的风险企业培育工作的，不是在按部就班地与所投资企业同甘共苦、白头到老，而是只共苦，不同甘，见好就收，将回收的已经增值的资本另行投入到新的风险企业中去，在不断的投资—退出—再投资的过程中实现增值，不断发展壮大，因此在投资的风险企业成功后将股权转化为流动性的资金至关重要。撤出机制在此正好提供了股权变现的机制，如果缺乏撤出机制，已经成功的风险资本无法从原投资企业撤出，就不能进行新的再投资活动，风险资本自身的运动与增值过程和社会的创业活动就会受到限制，更不用说进行扩大的再投资，连简单再投资都无法持续进行。长此以往，风险投资活动将趋于萎缩，难以维持，更谈不上发展。从这个意义上来说，撤出机制是风险投资的变现器、稳定器，是风险投资成功的必要条件，没有撤出机制，风险投资就难以发展，同时，撤出机制不健全，

风险投资的发展就不迅速。国外经验表明，哪个国家的撤出机制比较健全，哪个国家的风险投资发展就比较快；哪个国家的撤出机制不健全，哪个国家的风险投资发展就比较缓慢，且撤出机制与风险投资可以相互促进，互相强化。日本的撤出机制不太健全，柜台交易受到限制，二板市场不发达，直到1991年才成立了类似美国NASDAQ的JASDAQ市场，日本新兴公司股票的上市平均时间为30年，因此，日本风险投资起步虽然不晚，但发展缓慢，且走了弯路。美国是撤出机制健全的国家，主要的撤出渠道——金融市场尤其是新兴公司股票市场如NASDAQ比较发达，新兴公司上市的平均时间仅仅为6年，因此其风险资本发展在全世界居于领先的主导地位。反过来，风险投资的发展又推动了美国撤出机制尤其是资本市场的发展。80年代以来，日本的金融市场发展曾经一度超过美国，纽约证券交易所成为落后于日本东京、大坂交易所的世界第三大交易所；进入90年代以来，由于美国风险投资的迅速发展带动美国经济复苏并持续强劲增长，美国金融市场发展重新保持了世界之最好的地位。

2. 撤出机制的特殊意义

撤出机制的特殊意义是为风险资本提供增值或解套机会，促使其迅速发展扩张。像任何资本一样，风险资本不仅仅是为了简单地保值，而是为了尽可能多地获取增值。如果仅仅能够保值以保持连续性、稳定性是远远不够的，而必须在保值的同时，获取增值。如果投资获得成功，必须实现其增值并转化为流动状态。即使投资不太成功，无法实现增值，所投入资金也必须能够及时解套，转化为流动状态。从这个意义上说，撤出机制是风险资本的加速器和放大器。风险资本不仅需要撤出机制，而且需要能够实现增值的撤出机制。即撤出机制不是提供简单变现机制，而是提供扩大变现机制。这一点同样可以用美国和日本比较来说明。在各种撤出机制中，股票上市IPO是最能够实现增值目标的，美国的风险资本主要通过IPO来实现，因此美国的风

险资本和金融市场发展都非常迅速。在美国的 NASDAQ 市场，一些新兴公司的股票价格可以十几倍、几十倍地向上翻，风险资本因而大幅度地增值扩张，进入良性循环，所以说健全的撤出机制可以使风险资本事半功倍。而长期以来，日本没有像 NASDAQ 那样发达的创业板股票市场，风险资本的退出主要通过大公司收购、柜台交易等等方式进行。经验表明，这种方式的增值幅度较小，不利于风险资本的发展扩张。因此日本的风险投资和资本市场长期以来发展比较缓慢、效率较低，难以依靠自身的滚动增值发展壮大，需要不断地向风险企业注入新的资金。所以说，没有撤出机制风险投资难以生存、发展、继续，没有健全的撤出机制，风险投资往往事倍功半。

风险投资公司的成功撤出，一般来说并不总是那么顺利。在风险投资者与风险企业家之间，总存在着既相互合作，又相互利用的关系。大多数风险投资者只注意风险企业能否获取巨额利润，对风险企业的其他方面则很少顾及。另一方面，大多数风险企业家为了得到风险投资者的资金，才不得不服从风险投资者监督管理。若干年后，当风险投资者能兑现他的所有权并能获得高额回报时，风险企业家就会认为风险投资者获利太多。毕竟，风险投资者所做的事情就是投入资金。双方的另一类摩擦源于经营不良的风险企业。风险投资者可能采取行动挽救局势，而风险企业家则认为这些行动是错误的，而试图抵制它们。

实际上，风险企业家与风险投资者双方都在冒着实际风险。如果不积极合作，双方都要蒙受巨大损失，因为风险投资者的信誉和资金同风险企业家的信誉和机会已紧密地连在一起。然而，每个风险企业家都希望有朝一日能摆脱风险投资者而获得完全的自由，他不情愿总处在风险投资者控制之下，希望对企业的全部经营权。当这一时刻到来之际，风险投资者也将出售他在风险企业中的产权或其他所有权。

风险投资者掌握的风险企业的任何所有权都是为了出售，风险投资公司

的最终目标就是择机退出。风险投资者从来都不想永远拥有风险企业的产权或其他所有权。风险投资者的事业也不是拥有和经营风险企业，而是投资一个时期并兑现其投资。当他们说拥有一打小风险企业 30% 的产权时，并不是在炫耀他的控制权的大小，而是力图表明他的获利潜力的大小。对风险投资者唯一的报答时刻，是他在风险企业的所有权兑换成现金的那一天。

风险投资者卖出的价格依赖于风险企业的价值，也依赖风险企业的发展阶段。如果在风险企业正常发展的早期阶段，要买进风险投资者的所有权，要花费高昂的代价，因为他们正等待风险企业成熟。如果风险企业已经成熟，风险投资者想马上退身，那么转让价格就容易协商。

（三）风险投资的撤出策略

风险投资撤出的策略有：公开上市（IPO）、出售和购并（M&A）、风险企业买进及清算（或破产）。也有人将后两种策略合并称为执行偿付协议（Liquidity agreements）。其中，公开上市往往是一种被优先考虑的撤出方式，在美国过去的 25 年中，大约有 3000 家得到风险资本支持的公司挂牌上市。但是在公开上市的过程中，风险投资公司被视为内幕人士并从公司得到股份，因而在一段时期内，其股份出售或变现通常要受到监管和限制。等到该股份可以自由交易（通常在两年以后），风险投资公司便将这些股票或现金分配给基金的有限合伙人，于是有限合伙人便持有这些流通股份或将其变现。一般来说，公开上市对风险投资人和被投资企业来讲都最为有利可图，但持有期最长，受监管多。而收购和兼并则往往是最容易成功的撤出方式。通过收购或兼并，风险投资人从收购方获得现金或股票，然后便将出售收益分配给其有限合伙人。但与公开上市不同，被投资企业的管理层一般不太欢迎这种撤出方式，因为这样做往往意味着企业被大公司收购而失去其独立性。因此，通过收购和兼并撤出通常要使管理层的利益也部分得到维护。而执行偿付协议通常是一种候补性质的撤出方式，并往往在风险投资不太成功的时候

使用，这是风险投资人和被投资企业都不愿意看到的情况。

偿付协议(Liquidity Agreements)是一种用以帮助投资人把他对风险企业的投资变现的一项合约保证。偿付协议在企业家和投资人签订的风险投资协议中通常表现为某些条款。使用偿付协议在风险投资中是很普遍的事情，尤其是当投资人对被投资企业是否能够将其股份在公开市场上顺利出售(如公开上市) 不确定时。由于事实上很多风险投资并不象创业企业家在其业务计划书中所预计的那么成功，因此，对风险投资人而言，签订和执行偿付协议就变得非常重要了。

1. 公开上市发行(IPO)

(1) 公开上市(IPO) 的概念及步骤

公开上市发行(Initial Public Offering , IPO), 即第一次向一般公众发行一家风险企业的证券，通常是普通股票。在美国，IPO 是风险投资公司常用的撤出方式之一，大约占风险投资退出量的 30%。尤其是在知识经济的时代，风险企业在公开上市可以让许多企业家和风险资本家短时间内聚敛亿万财富而一举成名，这样白手起家的神话在美国的华尔街金融市场经常发生。其中苹果公司的发迹史堪称风险投资成功的经典之作。1977 年 4 月，苹果公司首次公开推出了新产品——苹果二号，当年的销售额为 250 万美元，而 1982 年其销售额则高达 5.83 亿美元，从而成为第一家创业 5 年就跻身《幸福》杂志 500 家大公司排行榜的公司。苹果公司首次公开发行股票是在 1982 年 12 月 12 日，这是所有苹果人都难以忘怀的日子，就在这一天，苹果公司以每股 22 美元的价格公开发行 460 万股，集资 1.01 亿美元。乔布斯、马古拉、沃兹尼克和斯科特 4 人共拥有苹果公司 40% 的股份而成为最大的股东，其中：乔布斯拥有 750 万股，价值 1.65 亿美元；马古拉拥有 700 万股，价值 1.54 亿美元；沃兹尼克拥有 400 万股，价值为 8800 万美元，斯科特则拥有 50 万股，价值约 1100 万美元。自公开上市后，苹果公司的发展进入了一个崭新的时

这样有助于注意避开发行中的各种障碍。

在首次公开发行市场上，风险投资公司必须经常考虑风险企业公开发行的最好时机，时机抓得好是风险投资成功的关键。SEC144 法规限制风险投资家在首次公开发行中出售自己的股份是为了稳定风险企业的股票市场价格，有时风险投资家必须考虑好再次发行的安排，使整个风险投资的撤出完全得以实现。

在首次风险投资基金募集时，风险投资公司往往需要采取一些措施。因股票注册发行要得到风险企业的同意与合作，所以在向风险企业注入风险投资基金时必须加入关于注册登记权（按有关证券法律和证券发行规则，在证券发行管理机构和交易场所进行注册登记以出售股票的权利）和获取财务信息权力的协议条款。通常，在注册权谈判中所花的时间要比其他事务都长得多。风险投资家最希望在协议中获得不受限制的条款权，这样，他们可以按照自己的意愿注册适当的股票份额，同时，他们还希望限制风险企业高级管理层的注册权。

风险投资协议应包括以下关于投资者注册权的条款：

当股份被非公开转让时，注册权也可以被转让。

当由于他人原因而使风险投资公司因违反证券法涉及诉讼时，投资者应得到补偿；反之也如此。

鼓励提供风险企业的季度财务说明（至少是未经审计的）和年度财务报告。

对于给风险投资家和承销人提供关于证券公开发行意见的审计人员和发行顾问，风险企业应支付费用。

此外还有一些可以协商的其他条款：

根据承销商接受股票的意愿，可以在首次发行上附加一定的权力。

风险投资公司在注册登记后有一定的控制期（例如，在注册登记后 90

天到 180 天里股票不得售出的持有期)。

审计财务报表可作有效的协调。

注册费用的支付及抽回的数量限额可以协商。

可讨论注册时间的长短。

在不同的股票买卖控制法规定之下为获取注册发行资格，各方必须尽最大努力。

选择承销商的过程可以协商。

尽管协议中有这些内容，但风险投资家的股份究竟可以包括在首次发行中还是必须持有一段时间，仍要在将来经过承销商的认可才能确定。

除此以外，在多数投资协议中，风险投资家会坚持要求必须定期提供某种财务报告。对于风险投资家来说，风险企业家必须按照 1934 年法案规定按期提供报表。这里，提供相同格式的同类财务数据是十分重要的。大多数的注册要求提供 1 年或多年审计财务说明，并要经过独立的注册审计师审计。另外，根据法规要求在大多数情况下，这些定期财务报告或相应信息应对股东公开。为使一次公开发行成功，必须满足几个有关机构的要求，这包括投资银行和相应的证券管理机构。证券发行几乎总是要由 1 个至 4 个投资银行来协助，他们将承销发行的证券。这个承销集团一般组成一个包括其他交易商或经纪人的辛迪加，以更好地发行证券和分散风险。一个不负承销责任的销售集团也可能参与发行。另外，有关的证券管理机构还要监督相关证券法规是否被执行，并裁定证券价格对公众是否公平。

一般说来，整个发行过程一般要花 3 个月至 5 个月时间，大约分为如下阶段：

第一阶段，选择一个投资银行家或承销商

当风险投资公司的普通合伙人和有限合伙人认定风险企业的经营已经十分成功时，他们就开始筹备发行工作。为了公开发行风险企业的股票，他们

总是要去找一家承销商，而不是自己直接公开发行股票。寻找和选择可能的承销商集团谈判和磋商是十分重要的。承销商按其规模、能力以及与小公司打交道的意愿可以分成不同类型。除非是像现在这样兴旺的发行市场，否则较大投资银行一般将拒绝承销规模不大或赢利前景不明朗的企业证券。小规模发行对他们来说没有规模经济、发行情况不稳定，不好处理，更重要的是，发行成本太大。而且像所有商人一样，他们必须使他的承销满足客户的要求。例如，短期资本的持有者对大承销商不感兴趣，却对小规模的、单位价值低的发行商感兴趣。在美国，也有一些股票的发行不受某些严格法规的管理，如“便士股票”、每股价格低于 5 美元的证券。这种发行工具很有用，但风险也更大。另一种流行的投机性的承销是“单位发行”，即股票与相应的担保捆绑起来以一单位 5 美元或更低的价格出售发行。1992 年法律宣判了便士股票市场的死刑。尽管如此，仍然有一些声名卓著、资格很高的投资银行家愿意承接一定量的有着极大潜力的小风险企业的业务。

根据证券法规，大的投资银行家必须有能力和有足够的资金处理发行后工作，必须能在市场未能全部出售所发行的证券时，将所有剩余证券购回。这对于市场秩序是必要的，价格不会被过分地压低。最后，在不稳定的市场中，承销商的生存能力也要考虑。从 1971 年至 1976 年、1981 年到 1982 年、1986 年到 1989 年，许多投资银行家离开了本行，另谋生路。当发行市场热起来时，新的承销商又出现了。他们发行股票推出的办法和发行后支持的能力各有不同，一旦市场冷下去许多新公司将消失。投资银行的生存在很大程度上依赖于金融市场的繁荣或衰败。

在发行市场持续看涨的情况下，那些符合发行标准的风险企业可以选择他们的承销商。选择承销商的最佳方式是：

准备一份简短的企业简介以描绘企业未来的前景，在前景描绘中应与已成功首次公开发行的风险企业进行比较。

编一个表格列出那些相关投资银行的名单。这些投资银行在同一产业帮助同样规模的风险企业实现了发行。

尽量与这些投资银行有个人联系。

从报纸、专业刊物之类信息源中选择中意的投资银行。

从这些名单中圈出最有可能的 10 家，列出其基本情况和他们的顾客类型。

对那些作出反应的投资银行家进行访问以获得更多的信息。

通过调查问卷选定最后的候选人，并审查其资格。

举行一次“选美竞赛”，让承销商展示他们各自预备的报价和对未来合作方式的研究报告草案。

这里要注意，一旦选择了主承销商，它就代表销售方管理这一活动。已被指定的主承销商很少会让风险企业来告诉他下步如何走。在法律关系上，发行者是一方，承销人是另一方。但是，主承销商当然应考虑发行企业的建议，并也很乐于知道究竟哪些机构对这次承销感兴趣，并有可能加入这次承销。

另一方面，承销商一般对下面几个因素比较关心：

参予发行的投资公司有良好信誉，他们将给公众和在这次发行中主要的机构投资者留下良好印象。

风险企业的经营方向容易理解，并且有令人激动的前景。

有什么措施能够降低投资者的风险。

风险企业已有了令人满意的发展，并且它的确能够保持公众在 IPO 之后还对它感兴趣。

资产负债表是“干净”的，没有隐藏的债务、组合资产和潜在的、昂贵的法律诉讼或者复杂的资本结构。

能设计出理想的畅销证券，可以为承销商和他的客户挣钱。

发行证券的风险企业与承销商签定的协议有如下两种类型：

在最普通的“全额包销合同(Firm Commitment)”中，规定承销商在

达成协议后按商定的价格从发行证券的风险企业处购买全部证券，然后再转卖给公众投资者。承销商的收入是证券购入所费与证券销售所得之间的差额，承销商负担全部经济风险。

在“代销合同(Best Efforts)”中，承销商只作为风险企业证券销售的代理人，而不承担按规定价格购进和全额发售股票的义务，承销商会在注册的有效日期之后，尽其“最大的努力”，在一定期限内以固定的价格向公众发售股票。代销合同往往规定，如果在发行期结束时，事先规定的最低销售限额未能达到，发行就被取消。

在这两者之间的一些形式包括“部分包销部分代销”、“最小承诺”、“全额销售或取消”和“额外分配权”。在“最小承诺”方式下，公司承诺除非售出整个发行的一定量，否则终止证券发行，同时要向投资者返还资金。在“全额销售或者取消”方式中，机构同意除非证券全部售出，否则终止发行。在全额包销合同中，承销商有权要求以证券的一部分作为对承销集团的额外的分配。

第二阶段，与承销商谈判

与承销商的谈判是风险企业发现合适的主承销商的重要过程。因为承销费十分标准化，其最高限额已由证券管理机构规定好了。股票最后的价格在很大程度上将取决于承销商在初步计划书发布之后对市场的感觉，以及发行开始前几天的市场条件。

在典型的IPO中，承销商将要求得到与最近相似规模的发行相当的平均费用。发行费用一般将是筹措资金的5% ~ 10%，具体比例取决于发行的规模。一个较小的承销商也可能会要求得到风险企业今后发行业务的优先权、指定一人作为董事的权力、数年的财务咨询费，以及其他费用补贴。在风险较大的承销中，证券管理机构的费用限额和控制变得更重要。即使发行未能成功完成，较小的承销商仍将要求风险公司承担它的合法的耗费和其他耗费。意

向书将包括所有这些约定内容，以使风险企业与承销商清楚地理解彼此的意图。风险企业将直接承担某些成本。在小规模的发行中，这类成本的典型数额是：印刷费、会计以及律师费。发行的初值和发行的规模一般取决于公开市场上可比较的风险企业的情况，以及主承销商的看法。重要的是发行成功和如何稳定发行后的市场，使之在法律限定的范围内浮动。因此，在一次成功的发行中，股票价格应在发行后仍可预期有 10% ~ 15% 的上升空间。为防止风险投资家和风险企业管理层的股份干扰市场，承销商会坚持要求他们继续持有证券 180 天。当发行注册后，承销商立即会向其辛迪加成员发布最初发行计划书，公布将要发行的股票数量，但一般不包含发行价格。

第三阶段，签定意向书和承销协议

在风险企业与承销商之间，承销承诺的类型、证券类型、发行价格、发行数额、费用和其他基本的承销条款将由承销商在意向书中提前订立，并由风险企业和证券持有人签定。

意向书一般声明它对承销商并无法律上的约束。意向书无约束力的明显的例外是关于承销商意向费用的确定，以及承销商费用补偿和“中断交易”条款。“中断交易”条款规定给候选承销商的清算损失加以补偿，一旦发行人将这笔生意转给另一个承销商，或者决定不再作首次公开发行时该条款就会生效。但是，尽管没有约束力，对于成名的承销商来说，是否执行意向书在投资银行业中却是一件事关声誉的事。承销商若能保持良好的信誉，就会在今后的谈判中处于有利的地位。直到证券监管机构通知注册将生效时，承销商、发行人和他们的律师才会签定有法律约束力的承销协议。承销协议一般是一份很长的材料。

第四阶段，注册和销售过程

风险企业收到意向书后，注册的实际工作就开始了。律师和会计师开始准备注册说明书。注册一般要花 2 周至 4 周时间。在进行审慎调查过程中，

准确精细是准备注册说明书过程中的标准。要选定印刷人、传送代理和登记人，注册说明书（包括初步发行计划）要送交证券管理机构登记备案。

风险企业在收到证券管理机构的注册通知书后，要对注册说明书进行更新和再登记，辛迪加成员也要举行讨论会议。同时把计划书传递给候选的投资者，搞一次巡回宣传，收集“投资意向”信息。最后，证券管理机构的通知被公开发布，注册生效。一般来说，承销商组织一个由经纪人和交易商构成的辛迪加，以更好地销售证券和分担风险。承销商、辛迪加成员和销售集团必须承担“进行审慎调查”的责任和遵守有关证券法律规定，这些法律规定了对承销商的补偿并保证公开发行是真实而公正的。在注册生效日前，风险企业还要举行一次最后的定价会议，签定承销协议。一般在48小时内，风险企业开始公开发售股票。风险企业管理人员和风险投资家最关注的是，通过公开发行股票实现他们的利益。

然而，公开上市并非是完美无缺的，有一些障碍是公开上市时不得不考虑的因素。首先，一个公开上市的公司必须向社会披露其大量的信息，因而可能被其竞争者、业务上的客户所利用，而且还可能被公司的雇员利用，他们由于知晓了公司的收益状况而要求增加工资等其他福利待遇。这会导致风险投资的各方象“生活在鱼缸里的鱼”一样，一切都是透明的。不仅如此，一旦公司上市成功，新的股票持有者都渴望公司有大的发展，他们希望股利能逐年增加，而在竞争日益激烈的社会里，一旦业绩下滑，众多的持股人将抛售股票而使股价下跌，加剧公司的危机。值得特别注意的是完成股票上市本身所必需的费用和管理时间。履行手续所耗的大量时间加上法律费用、公证费用和承销商费用，都会耗去惊人的精力和财力。倘若公司成功上市，还必须服从证券交易委员会的各种规定，提供股票持有者的一些信息，如美国法律规定，风险投资公司在其投资的风险企业首次公开发行时，不能立即出售其所拥有的全部股份。根据规定，公开发行时，风险投资公司只能出售很

小比例的股票，在一定时间之后，方可全部出售其所持的股份。而且，公司公开发行的证券承销商往往在承销协议中约束、限制投资公司出售其股票。这样，在首次公开发行后，风险投资家们要参加风险企业的管理，直至公司股票全部售出。而该过程中，公司还必须增加用于报告、检查等形式的时间和费用，以应付证券委员会的检查。

（2）签署风险投资协议时与公开上市有关的考虑

注册登记权 / 上市申报权(Registration Rights)

由于证券登记只有在得到被投资企业同意和合作时才能被接受，因此非常有必要将有关登记和取得财务信息的权利写入投资协议。风险投资人通常希望享有无限限制登记权，例如享有在任何时候登记任何数量股份的权利，同时要求禁止管理层享有这种无限制的权利。在风险投资协议中，有关风险投资人注册登记权的条款通常应该包括：

- a. 如果风险投资人协议转让其所持股份，相关的注册登记权应同时转移；
- b. 被投资企业清偿风险投资人投资时不得违反证券法的要求；
- c. 被投资企业应向风险投资人至少提供未审计季度财务报表和经审计的年度财务报表，这些报表必须按照证券交易委员会(SEC)规定的 10-Q 格式和 10-K 格式递交，虽然这并不一定是法律所要求的。
- d. 被投资企业应同意向其审计人员、咨询顾问人员和承销商支付费用以便于他们向风险投资人提供建议并使公司挂牌上市。

此外，关于证券承销商的选择、上市相关文件准备等条款也可以在双方协商基础上考虑写入投资协议。

获取财务报表(Financial Statement Availability)

在风险投资中，风险投资人一般会要求定期获得被投资企业的一些财务报表，而且依据合同条款向被投资企业报送的财务报表应该和按 1934 年法案规定列报的数据和列报格式相一致。在美国，大多数上市申报表格要求附有

连续几年经注册会计师审计的财务报表。此外，证券交易委员会 144 条款（当风险投资人在公开市场出售其股份时通常用该条款来作为申报豁免依据）也要求被投资企业向其股东报送定期报表或类似报表文件。

（3）公开上市的意义和时机

风险投资家们之所以视公开上市为最佳退身之路，是因为公开上市后会带来诸多好处。一般说来，在公开市场卖出的股份，其价格往往高于私募市场，原因在于公开发行的股票具有清偿能力，从而使得股票价值更高。这样，通过高价卖出股份，将使风险投资公司获得更多的收益，同时风险投资者所有权也不会被新股份削减多少。不仅如此，一旦公开上市成为现实，并且股票已经注册，这时就更容易获得追加的产权资本。由于公开上市的公司是客户、供应商和借贷机构中享有更高的声誉，因此更利于借助公众之手为本公司股份建立一个市场，从而可以吸引新的更优秀的管理人才，并可借用股票特权来刺激他们努力工作。然而，公开上市的最深层的意义在于公开市场创造了清偿能力，从而允许股票持有者能够以现金交换公司的股份，而将股份换成现金则是风险投资的初衷。

要想实现成功的公开上市，就必须准确把握公开上市的时机，时机把握得好是风险投资成功的关键，风险投资家在投资前就必须考虑被投资的风险企业未来公开上市的可能性。最初的私募协议中必须包括获取财务信息的权力和股票注册出售的权力，在后者的谈判中所花的时间往往要比其他事务都长得多。风险投资家都希望在私募协议中获得不受限制的条款权，这时，他们可以按照自己对市场的形势判断注册适当的股票份额。当风险企业具备了经营方向明确、经营状况良好、财务结构健全（资产负债表“干干净净”，没有隐藏的债务、组合资产、潜在的法律诉讼或者复杂的资本结构），具有继续成长的潜力，并且符合政府、法律对上市公司的规定时，风险投资家应适时推出上市的举措。

2. 出售

考虑到风险投资家在 IPO 后尚需一段时间才能完全从风险企业中撤出，那些不愿意受到 IPO 种种约束的风险投资家们可以选择以出售的方式撤出。

出售包含两种形式：售出和股票回购。售出又分两种：一般收购和“第二期收购”。一般收购主要指公司的收购与兼并；“第二期收购”是指由另一家风险投资公司收购，接手第二期投资。这里最重要的是所谓一般收购。统计表明，在撤出方式中，一般收购占 23%，二期收购占 9%，股票回购占 6%。三项合计占 38%，总量上比 IPO 还要多。但在收益率上大约仅为 IPO 的 1/5。近年来，随着美国和欧洲所谓的第五次兼并浪潮的发展，兼并在风险投资撤出方式中的比重越来越大，作用也越来越重要。对于风险投资家和有限合伙人来说，出售是有吸引力的，因为这种方式可以让他们立即收回现金或可流通证券，也使得风险投资家可以立即从风险企业中完全撤出。但是与 IPO 相比，风险企业管理层并不欢迎收购方式，因为风险企业一旦被一家大公司收购后就不能保持其独立性，企业管理层将会受到影响。股票回购对于大多数投资者来说，是一个备用的撤出方法，当投资不是很成功时就采用这个方式。股票回购包括两种方法：一是给普通股的持有人以股票买回的卖方期权；二是优先股的强制赎回。普通股的卖方期权要提前约定估价的方法。股票回购是对投资收益的一项重要保证措施。

出售是风险投资家撤出投资的一种主要方式。近年来，以出售的方式撤出在风险投资业发展中所占的比重越来越大，已经超过 IPO 形式，经过出售决定、价格评估等谈判过程，风险企业为其他企业所收购。在这一过程中，了解收购者的计划、会计准则、法律结构和其他业务是十分重要的。通过这种调查了解，可以获得出售风险企业最好的价格，并且顺利地通过出售，撤出风险投资，以确保投资收益。一个风险企业应该在什么时候售出呢？这个时机是非常重要的。时机选择正确，风险投资就能够获得较大的收益。一般地，

风险企业的出售应该选择在企业的未来投资收益的现值比企业的市场价值高时把公司出售。这时风险投资公司可以获得最大的投资收益。在出售实现以后，收购公司可能对风险企业管理层提出各种激励措施，如超比例的股票份额、职位安排、退休金发给等措施，以留下原来的管理者。如果仍不能使原管理人员留下，那么新的投资者就不得不组织新的管理层。在是否留下风险企业原有的管理层的问题上，投资者管理层会通过各种方式进行各种协议，通过协调获得满意的数额，再加上各种各样的建议和其他的安排，例如雇工条例、工资和资金的安排等等。对风险企业出售后其管理层的去留问题，要经过各种协商，做出适当的安排。

一般来说，风险企业收购者总是希望通过收购完成一个或是更多的战略目标。作为售出者，理解这些目标是十分关键的，这有助于考虑在谈判中的可替代方案，根据风险企业的收购目的、收购形式以及参与者，可以从以下几个方面来考虑，这就是购并的确定性、可操作性和融资性。

（1）出售和购并的确定性

对出售者来说，了解收购公司的购并的确定性是十分重要的，如果风险企业的出售对于收购者生存具有重大的意义，或风险企业的产品技术对收购者的生存具有重大的意义，或是未来购并者的关键性资源，这时购并的确定性是肯定性的。在这种情况下，风险企业在和收购者的谈判中处于十分有利的地位，当然这种情况比较少，较少出现。

另一种情况，是风险企业的出售对于收购公司来讲并不是十分重要，如果收购成功，收购公司的经营情况可以来个锦上添花，如果收购不成功，收购公司也照样经营现有的生产项目，对他的成功与否，并不能起到重要作用，在这种情况下，风险企业在与收购公司的谈判中的地位，就有所下降，在谈判中所提的条件，也很少被对方所接受。了解了收购方购并的确定性，也就了解了风险企业在被出售过程中，具有多少谈判的力量。

（2）出售和购并的操作性

收购要有操作的合理性。收购风险企业或许是因为风险企业的产品可以用来弥补自己的短处，以减少缺点；或者是增加所需要的研究开发环节；或者开辟新的营销方案；或者是提供更高的更新的制造能力；或者是增加和扩展市场营销服务的能力；或者是增加收购公司的现金流的速度，以提高货币支付能力。收购公司常常根据风险企业市场的增长率、相关市场占有率和企业业务的性质，决定收购的态度。风险企业的市场增长率和相关市场占有率，大约分如下四种情况。

高市场增长率（每年超过 15%）和高市场占有率。指风险企业的市场占有率相当于紧随的低竞争对手的 1.5 倍，这即称为明星类，受到现金收购者们的欢迎。

低市场增长率。这类业务被称为现金扭转业务，他们可以作为明星类业务的补充。

低市场增长率和低市场占有率。这被称为消耗类的业务，这类业务是不受欢迎的。

高市场增长率和低市场占有率的业务。这被认为是问题业务，只有通过收购者加以经营管理才能促进其提高市场占有率。

（3）融资性

收购和出售的融资性也是收购者最关注的问题，许多公司认为立刻见效的高速增长不是他们高价收购的原因。在很多的情况下，如果每股盈余在收购后不是增长而是减少，经过一段时间以后，比如二年或三年后实现一定的增长率，抵消以前不利的影响，这种情况也可能比收购后立刻出现的高增长率对公司来讲还要重要。因为这样可以通过收购产生对未来更高收益的一种预期，而这种预期可以改变收购公司在证券市场上的形象。对收购公司来说，形象上的改变要比直接的收益对公司未来有更重要的影响和更大的作用。在

赢利和增长率之间没有确定的公式，人们在这方面做了大量的研究，但二者之间的关系仍未有明确的结论。收购公司在融资方面的考虑一方面是赢利率，另一方面是税收上的好处。在收购企业的过程中，收购公司支出大量的费用，会给他们的税收产生一定的好处，在这方面他们所要求的是，有稳定持续的增长，他们所要求的是稳定持续的收入，而不是迅速的增长。所以对收购公司来说，融资上的作用包括未来的潜在的收入，也包括在税收上的利得。

风险企业的出售方式和被购并的方式通常是换取股票。换来的股票一般有两种，一种是可直接兑现，第二种情况是不能直接地买卖。在第二种情况下，收购方可从交易价格上得到 50% 的回扣，这里需要注意的问题是，如何评价担保品的价格。

通过交换股权来实现收购，基本上有两种方法：

固定比率股票交换

比如，收购公司用固定比例的本公司普通股股票交换出售方的股票，其交换比例在最初谈判时就已确立，并且不论两种股票的市场价格发生何种变化（如果两种股票都是公开发行的），这个比例都不变。在这种情况下，如果收购方的股票价格下跌，出售方会不满意，因此经常确定一个保护措施，这种保护措施是给出一种价格波动的范围，在范围内的价格变动不影响原定的交换比例，不必重新谈判、调解或签约。如果收购方的价格变动超过了协定价格范围，就要提供不同的方法解决。遇到了这类问题，会有各种形式的解决方法，例如：重新商谈协议或终止交易，或者预先商定一个固定的最低或最高支付价格的协议作为第二个保护措施。在购并交易中，这种安排通常受到购买方的欢迎，因为这使他的股票的每股盈余的计算固定下来。

固定的现金价值

就是预先在谈判中商定好交易的现金价格，或者商定好基于财务报告收入的现金价格。这种安排保护出售方，防止购买方股票的下跌。然而，发行

的股票数会根据股票市场的波动而发生变化，这将影响股票的每股盈余。因此，和上述相类似的保护措施也经常用在这类交易中。

(4) 出售中应注意的问题

在基本合同签订之前，交易双方都将向会计师和法律顾问咨询。会计师要从财务和税收的角度来考虑如何合理安排交易。财务会计标准是由职业会计师建立的，经过许多独立的研究小组的研究，经过职业会计师和其他人员的评估，以反映要处理特定领域的经济和业务的现实状况，如费用和收入的摊提成识别、折旧、损耗及其他会计概念。税收会计反映了政府的税收法规，因此也反映了与商业和经济运行无关的政治现实。虽然会计簿记是相同的，为了一般财务年报和税收的不同目的，财务会计和税收会计可能会有不同的结果。

以下是会计业务中应注意的问题：

风险企业与收购公司合并的准则下面的这些规则在“合并”交易中要加以注意：

- a. 有无限选举权的普通股必须至少要占风险企业普通股的 90%。
- b. 没有股票意外担保，必须在合并结束时就付款。在成交日，必须解决合并的所有问题并且不再产生新的建议。
- c. 每个拥有选举权的股东要接受按比例分配的交易价格。
- d. 风险企业与收购公司在此前都不拥有超过对方 10% 的股份。
- e. 风险企业与收购公司必须是独立的，在合并开始两年内都不是其他公司的分支机构或子公司。
- f. 整个合并必须在合并行动开始之后的一年内完成，不得延误。因进行合并的公司所不能控制的原因导致的延误除外。
- g. 在合并开始后的两年内，或者在从合并开始到完成的期间内，两家公司都不能改变他们预期的资本收益。

h. 进行联合的企业在合并前预先收购股票的行为会把“联合”交易搞砸。

i. 收购方将不会同意再购回在股权交换安排中发行的股票，也不会为任何股东作特殊的财务安排。

j. 联合后的公司不会同意再购回发行的普通股，从而影响联合交易的实现。

出售方有控制权的股东通常把这种“撤出”的方式看作是他们的事业的终结，因此他们通常不在乎“合并”或“购买”对收购方是否有意义。然而，收购方的顾问会提醒收购方，他是在购买资产而不是股票，以使收购方避免承担被收购公司未知债务。被收购公司的控制者在这种情况下最感兴趣的是对他们应缴税金的影响和出售后税收情况的变化。

财务方面的考虑之所以常常成为收购原因之一是因为收购对改善收购方的财务状况及评估价值会产生长期而深远的影响。虽然大多数公司认为他们支付较高的收购价格并不是为了在短期内提高每股收益(EPS)，然而也有些公司只是希望在某一特定时期内(如2~3年)不使每股收益有任何的摊薄以和公司的高增长相适应。

了解收购方意图

一般来说，收购方总是试图通过收购兼并来实现其一个或是多个战略目标。了解收购方的收购意图及其备选的收购目标对风险投资人来说十分重要，因为只有这样才能使其判定自己在协商中所处的地位。收购方的收购意图通常分为以下几种：

a. 防御意图(Defensive)。无疑，如果收购被投资企业对收购方的生存发展至关重要，那么风险投资人在协议转让时的谈判地位就非常强大。当被投资企业是收购方某种商品或技术重要来源的时候这种情况很可能会出现。还有一种极端情况是，收购方准备放弃其原有业务转而发展他认为具有较

大潜力的业务。第三种情况是收购方试图对其原有业务的季节性或周期性进行平衡。而被投资企业则恰好是符合这几种考虑的唯一最具前景的收购目标。然而，对潜在的收购方而言，收购的时间安排同样很重要。比如，收购方可能有一种“收购”被投资企业财务报表的紧迫需求，以便其合并报表（Consolidated Financial Statements）能显示出收购方公司的成长性，从而给那些财务分析师们描绘出一幅增长前景图。因此，在开始收购协商之前尽可能地了解收购方在业务经营方面所面临的困难对风险投资人来说非常重要。

b. 经营意图（Operations）。大多数收购都有某种经济合理性。收购被投资企业也许能够使收购方以最快的速度并承担较小的风险来弥补其产品线的不足，或者能够提供收购方所需的管理和研究开发技能以及新的市场领域。收购还能给收购方提供一条利用其剩余生产能力，获得学习曲线效益和将其营销和服务能力推广到更多产品种类的有效途径。对收购方而言，被投资企业还有可能是影响顾客购买其产品的主要竞争对手之一（如在家用电器领域），而通过收购就能减少这样的竞争对手并使其为收购方自己服务。

还有一个重要的考虑可能是收购方具有足够的能力来利用其多余的现金来扶持一家高成长公司，反过来或者是被收购企业具备足够的现金来支持收购方的发展。因为每一家公司在发展其业务时都必须考虑市场增长和其市场占有率。根据波士顿咨询公司（BCG）成长—份额矩阵分析，高增长（年增长率在15%以上）和高市场占有率（为位居其次的竞争对手的1.5倍以上）业务通常被称为“明星”（Stars），并且是现金充足的收购者最理想的收购目标；低增长高市场占有率的业务被称为“金牛”（Cash Cows），对收购方来说，该业务产生的现金可以用来向明星业务提供融资；低增长低市场占有率业务则被称为“瘦狗”（Dogs），收购人通常对这类业务不感兴趣；而高增长低市场占有率的业务则被称为“幼童”（Question Marks），只有收购方认为他可以

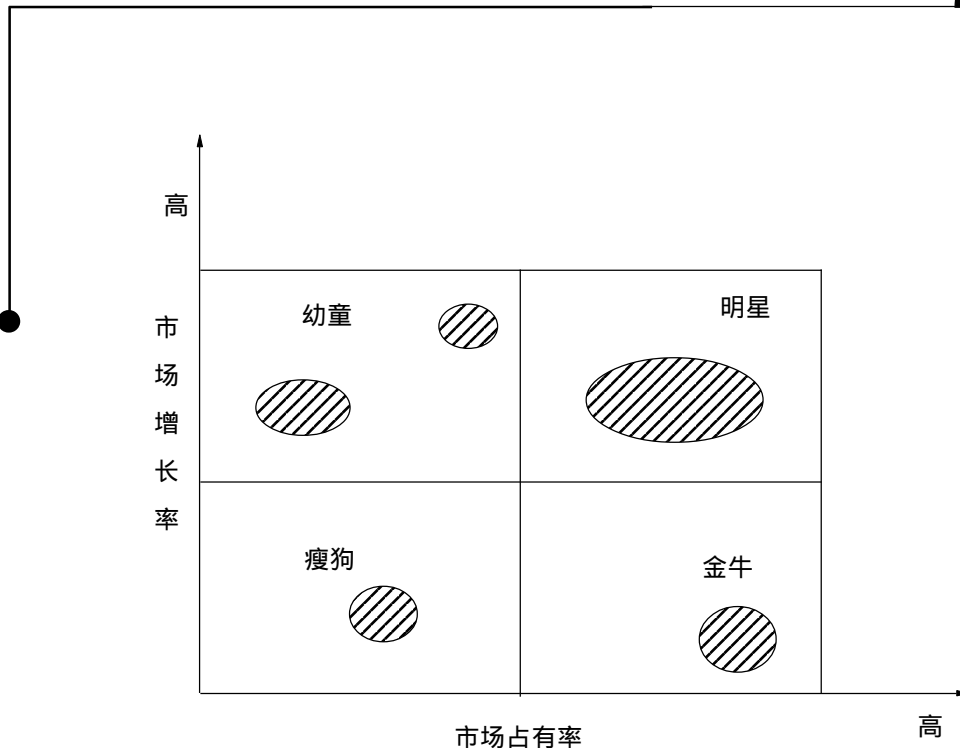


图 28.3.1 波士顿咨询公司成长—份额矩阵

利用其财务、营销或其它优势来提高市场份额时才会考虑收购。

法律考虑方面

如果交易的目的之一是达到付税最小的效果，那么交易将被认定为“为免税而重组”（更确切地说，是一种“延迟”纳税的机构重组）。

对于“重组”，可以从不同的角度来理解：

- a. 重组是一种法定的兼并或联合，它能以直接的方式、以有辅助的直接或非直接的方式完成。
- b. 重组是由买方公司获得全部股票。买方的考虑是要求拥有卖方全部的有选举权的普通股股票。因此，被收购的企业将成为买方全资子公司。
- c. 重组是在收购中，卖方用几乎全部资产交换买方有选举权的股票。因此通常要向卖方的股东分配这些股票。

这些不同的安排通常对卖方没有影响，出售的企业可能仍负担了一些债务（这要看卖方的谈判技巧）。

合并方式的交易通常对出售股票的股东是“不征税”的，实际上就是把税收延迟到股东出售他们的新股票的时候。购买方式的交易可能会立即交税。如果出售价款 1 年以上付清，那么出售股票的股东可能选择分期付款的方式报告他们的收入和纳税。

3. 风险企业买进

风险企业家用来买进风险投资者的股份的一个方法是设立雇员股票所有权信托基金。它通过建立基金、部分银行贷款购买风险投资公司拥有的股票。这对风险企业来说，是买回风险投资公司掌握的所有权或控制权的一个相对无痛苦的方法。

买进风险投资者股份使用的方法有：

（1）价格—收益比率法

价格—收益比率方案像对待在国家股票交易中注册的股票那样对待风险企业的股票。对于风险投资者持有的股份，每股的收益是合理的。一种流行的价格—收益（PE）比率是从相同行业的公开上市股票中选择出来的，PE 比率乘以每股的收益得出每股的价格，这就是风险企业将付给风险投资者的股票价格。

（2）账面价值法

账面价值法是一种不太普遍的方案。这种方法基于风险企业股票的每股价值来计算风险投资者所持股票的价格，也就是风险企业将支付给风险投资公司所持股票的价格。每股的账面价值很少使用，因为在风险企业发展的早期，其账面价值通常较低。

（3）销售百分比法

有时在价格—收益方案中使用风险企业的收益是不适宜的，因为在发展

的早期，特别是在起步的风险企业里，由于重大贬值或研究和发展费用，收益可能较低，可能需要几年时间才能使企业赢利，使用税前收益似乎更合适。然而，由于大量的工资或奖励费用，税前收益经常保持在较低水准。在这种情况下，把税前的正常利润当作这个行业典型的销售百分比时可能更容易些。风险企业可以在关于高新技术企业统计的出版物上找到相关行业的统计表。在其中选取类似有销售额、类似税前收益的风险企业，然后用其平均的税前收益决定每股的收益。利用行业价格—收益比率，风险企业可以容易地确定，如果假定的收益存在，风险投资公司持有的价值是多少。这能够成为买回风险投资公司所拥有的股票的方法。

利用销售百分比方案来估价和买回风险投资者拥有的股票可能非常昂贵。如果由于某种原因，销售减少了；或者为了推动销售和市场占有率增加而在广告中投入大量资金，那么赎回风险投资者股份的方案将是不可忍受的。另一方面，如果方案是以收益为基础的，风险企业将控制收益的数量，比如，可以增加广告以减少收益并为风险企业在将来建立信誉。利用收益方案，风险企业将减少风险投资者的股票价值。因为风险投资者也看到了这一点，因此，风险企业不能随意篡改销售额。所以销售额才成为公司价值的极好的指标。

（4）现金流动的倍数法

在某些行业中，商业进行得如何是以现金流动为衡量标准的。这个标准甚至比以公认的会计原则为基础的利润—亏损报告更精确。用现金流动公式，可以衡量一个风险企业的价值。若假定一个风险企业的价值是现金流动数量的10倍，可以很简单地算出风险投资者所拥有的风险企业价值的百分比。风险企业可以用它作为买回风险投资公司权益地位的方法。

现金流动公式对一个稳定的公司可能很有效。但是，在资产雄厚、平衡买进的形势中，可能非常昂贵。例如，在一个平衡买进中，风险企业可以使

资产的价值膨胀来掩盖收入。然而，当这些严重贬值的资产在现金流动的计算中被消除时，现金流动数量将比税前利润的数量高得多。这时，如果以现金流动为基础，风险企业对风险投资者的产权地位必须付出的价格就会很高。

（5）销售的倍数

某些风险企业的价值，是以销售的倍数为基础的。如果确定一个风险企业的价值为销售总额的 2.5 倍，那么，计算风险投资者产权所有的百分比，和为他在风险企业的所有权而支付金额的数量就简单了。如同销售百分比的情形一样，销售倍数的计算也意味着将为一个可能有、也可能没有收益的风险企业而支付。

（6）估价法

要找一位专家或一个股票经纪人商行来评估风险投资公司掌握的所有权的价值，通常是很容易的。这种评估可能是基于上面提到的某些项目的组合。评估通常用两种方法计算。第一，风险企业的价值是由它过去和将来的收益能力来决定的。这个方案类似于上面用到的价格—收益比率。第二，资产的价值是通过把它们当成一个法定清理的一部分被拍卖来确定的。评估者从这个清理中减去所有未付债务，剩下的价值就是估价。这个资产公式类似于账面价值计算，只是那里包括了一个资产评估和一个基于评估价值的新账面价值。当这两个数字不一致时，评估者一般选择一个与两者中较高的那个相似的数字。例如，如果资产方案高于收益方案，评估者将做出这样的假定：这家公司最高和最好的利用价值就是卖掉全部资产。

（7）预定的现金额

现金收购，即收购方用现金收购风险投资人持有的风险企业的全部或部分股权。现金收购最大的优点是即付即清，估价简单易懂。对收购方来说，现金收购虽然不会使其原有股东的权益得到稀释，但需要收购方有充足的现金。而对风险投资人来说，现金收购虽然会使收购价格相对降低，但交易金

额确定，不必象股票收购那样要承担证券风险，也不受收购方业绩的影响，同时还可以将风险投资迅速变现并将投资收益分配给基金的有限合伙人，因此现金收购是风险投资最受欢迎的一种交易方式。

当然，有一个简单方案，它把卖出买进权益建立在单一的现金数量上。这就是，在某一个确定的时间内，风险投资者将有权要求风险企业以一定金额购买他的所有权，这种方法节省了大量的协商和评估，但是，在投资初期，就某个价值取得一致却是十分困难的。

（8）会计方面的考虑

公司合并与收购采取的会计方法通常有“合并法（Pooling of interest）和“购买法（Purchase）两种。

合并法是基于通过交换普通股股票，收购方持有被收购企业的普通股从而取得控制权时所适用的会计方法。采用合并法的前提是通过股票收购，收购方和被收购企业成为一个联合实体，存在控制与被控制关系，因而需要编制合并报表。在合并法下，被收购企业的股东（包括风险投资人）放弃了原来的股份而成为收购方的股东，但收购方和被收购企业仍各自保留独立运营，原管理层也一般不作变动，变化的只是法律实质而非经营实质。按照合并法，在并表时，按一般合并报表原则，将参与并表各方的资产、负债、收入和费用按帐面价值相加并经调整后形成。其中收购方对被收购企业的投资应以其换得的被收购企业的股票的面值计价，收购方帐面登记换股差额调整公司股东权益。此外，在合并法下，按照可比原则和历史追溯原则，以前年度的公司财务报表和财务信息都应以合并后的公司为基准重新表述以便提供比较信息。

适用合并法需要符合一定的准则，按照规定，凡是不符合合并法准则的交易均应适用购买法。基本合并法准则（Pooling Criteria）如下：

收购方发行有完全投票权的普通股用于交换被收购企业 90% 以上的普

通股；

交易结束时与股票发行或支付有关的事项都必须全部结束，而不能存在任何或者事项或未执行条款；

每一个投票股东都应按比例收到一定数量的股票；

收购前收购方或被收购企业持有对方股份均不得超过 10%；

在合并前收购方和被收购企业均必须独立运营，而且最近两年不应同是第三家公司的附属公司或分支机构；

收购计划必须在动议后的一年之内完成，除非延误不在收购双方的控制范围之内；

从协议并购到并购结束期间任何一方都不准改变股权结构；

合并双方任何一方以往从事的股票收购事项均可能妨碍应用合并法；

收购方不可以同意回购在交易中已经发行给任何股东的股票，也不可以制定其它相关财务安排。

合并后的公司不准同意回购本次发行的影响合并的普通股。

购买法是适用于收购方通过现金收购被收购企业部分股份并取得一定控制权的会计方法，在购买法下，收购被看作是对单独的资产和负债的收购，而非经营中的企业，因此被收购企业经核实的资产和负债均应按购买的公平价格重新计价（其中资产按合理市值估值，负债按偿还金额的贴现值估值），从而可以按公平市价重新确定被收购企业净资产值。按照购买法，收购方计算成本应按历史成本原则以股权取得日的公允价值对被收购企业经核实的资产和负债重新登记帐面金额，其中收购价格和收购净资产公允价值之差作为无形资产入帐。

4. 清算或破产

风险投资家们总是想尽法子谋求退身之路，如果企业表现乏力，清理公司比寻找买主更为省心，尤其是有些已发展到一定阶段的公司，死了（被清

理)反而比活着更值钱,即土地、建筑、机械、设备以及其他资本,在清理中要比它们在一个不良运行的企业更值钱。

众所周知,相当大部分的风险资本投资不很成功,风险资本的巨大风险就反映在高比例的投资失败上,而且越是对处于早期阶段的风险投资,失败的比例越高。据统计,美国由风险资本所支持的企业,20%~30%完全失败,约60%受到挫折,只有5%~10%的风险企业可获成功。因此,对于风险资本家来说,一旦确认风险企业失去了发展的可能或者成长太慢,不能给予预期的高额回报,就要果断地撤出,将能收回的资金用于下一个投资循环。根据有关研究,清算方式撤出的投资大约占风险投资基金总投资额的32%,而收回的资金仅占投资额的64%左右。

以清算方式的撤出是痛苦的,这是风险投资公司和风险企业最不愿意看到的结果,但高风险的特征决定了每一家风险投资公司都要有勇气面对完全失败的投资项目。由此造成的损失只能用成功的投资项目来弥补。尽管清算痛苦的,但这是撤出乏术的无奈之举,是在投资失利情况下必须断然采取的行动。因为风险投资的风险很大,同时投资收益又必须予以保证,不能及时抽身撤出,一味苦苦支撑,苟延残喘,只能招致更大的损失。退一步讲,即使是仍能正常运转,如果成长缓慢,收益很低,一旦认定没有发展前途,也要果断行动立即撤出,不可动作迟缓,否则只会使沉淀在此类公司中的风险资本愈积愈多,由此带来更大的机会成本,这是任何一个理性的风险投资公司都不愿看到的结果。因此在风险投资活动中,当退身乏术时,采取清理公司虽不能全身而退,但仍不失为无奈之中的明智之举。相当大部分的风险投资不很成功,风险投资的巨大风险反映在高比例的投资失败上。越是对处于早期阶段的风险企业投资,失败的比例越高。因此,对于风险投资家来说,一旦确认风险企业失去了发展的可能或者成长太慢,不能给予预期的高回报,就要果断地撤出,将能收回的资金用于下一个投资循环。这种方法一般仅能

收回原投资额的一半左右。

四、二板市场

（一）二板市场的概况

二板市场(Second Board)是与主板市场(Main Board ,或称第一板市场)相对应的概念,是指主板市场之外专为中小企业和新兴公司提供筹资途径的一个新兴股票市场。二板市场是一国资本市场的重要组成部分,和主板市场的根本差别在于其不同的上市标准,且上市对象多为具有潜在成长性的新兴中小企业,因此许多二板市场又称为小型公司市场或新兴公司市场。香港设立的二板市场,就被命名为“创业板市场”。

1. 二板市场的特点

1) 一般是与主板平行的另一个市场,具有与主板市场不同的交易系统和上市规则。

2) 与主板市场相比,二板市场的上市条件相对比较宽松,只有较低的盈利要求或者说根本没有盈利要求,对上市公司的规模要求也比较低。

3) 由于二板市场具有较大的风险,一般对于信息披露具有较高的要求,对于主要股东出售股票具有一定的限制,并对上市保荐人有较高的要求。

4) 由于二板市场交易不够活跃,市场基本采用场外市场交易方式(OTC),并实行严格的保荐人或做市商制度。

5) 一般采用自律监管方式。

2. 二板市场产生的背景

二板市场是在场外市场的基础上发展起来的，场外市场与证券交易所，都一样源于“店头市场”。证券交易所出现之后，店头市场交易受到限制、禁止和取缔。电子技术的发展应用打破了传统的场外市场交易方式，使得场外市场重新得以发展，并出现了进行上市公司证券交易的第三市场和不经经纪人而利用电子计算机网络直接进行大宗股票交易的第四市场。在此基础上，场外市场的最高形式——现代场外市场 NASDAQ 在美国产生。与主要交易未上市股票的场外市场不同，第二市场最初是证券交易所主板市场之外的一个市场，其目的是作为股票上市的预备市场存在。新上市公司的股票首先在第二市场上市，待时机成熟后再转入主板市场交易。因此，第二市场交易的主要是新兴公司的股票。后来为了扶持中小企业和风险企业的发展，第二市场不再是单纯的正式上市预备市场，而更多地发展成为中小企业和新兴公司等风险企业的专门市场，与现代场外市场一起形成了现代意义上的二板（或创业板）市场概念。即正式股票市场之外、主要面向中小企业和新兴公司的股票市场，相对于正式上市金融市场即主板市场而言，是二板市场（Second Board）。其中以美国 NASDAQ 最为典型，发展最为迅速，NASDAQ 因此成了各国第二板股票市场的代表。

各国的经验表明，二板市场能促进新兴产业的发展，因此许多国家成立二板市场的目的就在于为新兴的科技企业（多为中小企业）融资。中小企业、新兴公司在经济中占有重要地位，在提供就业和技术创新方面发挥着重大作用。以美国为例，小企业就业人数占全国就业人数的 60%，80 年代以来约有 70% 的科技创新是由小企业实现的。

但是中小企业、新兴公司在成长初期往往缺乏合适的融资渠道，企业风险较大，难以获得银行贷款，而且单纯举债也会使负债率过高，制约发展；主板市场的上市条件又较严格，难以在主板市场上进行股权融资。如果缺乏上市这一退出途径，风险资本也往往不愿意进行投资。在此背景下，二板市

场应运而生。

3. 国际上二板市场的主要模式

1) 附属市场模式。二板市场附属属于主板市场，和主板市场拥有相同的交易系统，有相同的监管标准和监察队伍，所不同的只是上市标准的差别。采用这种模式的有英国 AIM，新加坡、马来西亚、泰国的二板市场等。香港设立的创业板市场就采用这种模式。附属市场模式对于交易所（或主板市场）来说，因为二板市场的设立变成了多个交易部的超级市场，有利于市场细化并吸引各类投资者的参与。但对二板市场本身来说，则由于覆盖面有限而规模较小，发展缓慢，效率不高，交投清淡，自身发展受到很大限制。

2) 独立运作模式。二板市场和主板市场相比有独立的交易管理系统和上市标准，完全是另外一个市场。采用这种模式的有美国的 NASDAQ、日本的 JASDAQ、中国台湾的场外金融市场（ROSE）等。这种模式一般来说规模较大，发展迅速，效率较高，交投活跃。

3) 新市场模式。以欧洲新市场（Euro-NM）为代表，由法国新兴金融市场（Nouvau Marche）与布鲁塞尔、阿姆斯特丹、法兰克福的小盘股市场连接而成，其会员市场达成最低的运作标准，认可对方的交易和信息披露规则，承认彼此的会员资格。欧洲新市场模式立足于主板附属模式之上，吸收了 NASDAQ 模式和主板附属模式的优点，相对于主板附属模式，扩大了市场覆盖范围，可以部分地克服规模、效率和交投等方面的缺陷。

4. 二板市场监管的特点

1) 以自律管理为主，趋于混合形式。二板市场是个新的证券市场，以发行中、小型公司和科技类公司股票为主，它可能存在的问题是交投不活跃，突发事件多，需要迅速处理。而自律型监管的主要优点就是，能充分发挥市场的创新和竞争意识，有利于活跃市场；允许证券商参与制定金融市场监管

规则，从而使市场监管更切合实际，制定的监管法规具有更大的灵活性，效率较高；自律组织对市场发生的违规行为能做出迅速而有效的反应。

按照证券业发展的趋势，应用综合型管理模式的国家不断增加，这些二板市场的管理模式也充分表现出这种趋势。美国 NASDAQ 和中国台湾 ROSE 实行的是自律管理模式；而马来西亚，其证券管理体制本是沿用英国的自律管理模式，但 MESDAQ 也必须由政府部门——证券管理委员会进行监督，显示出自律和集中管理的混合。

2) 结合本国实际情况进行监管。虽然都是自律管理，但各国实际情况不同，具体办法并不都一样。英国、新加坡和马来西亚三国的证券监管体系属于自律型，经过一定时间的发展，自律体系较为完善，证券业也较为习惯自律管理，所以 AIM、SESDAQ 和 MESDAQ 都采取较为典型的自律管理模式，受法律限制，由证券交易所管理，不受政府部门支配。而美国和台湾的证券监管体系属于集中型，政府监管体系发达，虽然鉴于二板市场的需要实行自律管理，但仍然由政府职能部门直接监督。

（二）各国二板市场

1971 年，全美证券交易商协会自动报价系统（NASDAQ）的成立标志着第二板市场的诞生。美国 NASDAQ 自成立之后，特别是在近些年，发展非常迅速。1993 年其股票交易量超过 660 亿股，交易额突破 13000 亿美元，同 10 年前相比，分别增长了 300% 和 600% 以上，交易额仅低于纽约证券交易所，位居世界第二位。目前美国在 NASDAQ 上市的公司有近 5000 家。世界著名的高科技公司如微软、英特尔、戴尔、爱立信等均在此上市。其中，著名的微软公司 1988 年上市时，只有 200 万美元的净资产，而 10 年以后，其市值已超过 1500 亿美元。NASDAQ 已经被公认为高科技公司成长的摇篮，它培育了一大批以电子、通讯、计算机、生物技术等新兴产业为代表的高科技企业。美国《华尔街报》指出，40 年前美国经济的风向标是三大汽车公司，而当今对美国经

济起主要作用的则是以微软公司为代表的高科技产业。据统计, 1994 ~ 1996 年, 高科技产业对美国国内生产总值的贡献高达 27%, 而同期传统经济的带头产业——建筑业和汽车业的贡献率分别只有 14% 和 4%, 高科技产业已成为当今美国经济持续增长的主要动力, 其中 NASDAQ 功不可没。NASDAQ 已成为世界上最具有影响力和独特魅力的资本市场之一。

美国 NASDAQ 的成功经验, 为其他国家提供了良好的借鉴。因此, 进入 90 年代以来, 其他国家和地区纷纷效仿, 英国、德国、法国、比利时、日本、新加坡、马来西亚、中国台湾等都建立了自己的第二板市场, 这些市场的建立都为各国或地区新兴中小企业特别是高科技企业的发展, 推动高科技产业化发挥了非常重要的作用。目前, 香港的第二板市场也正在酝酿中, 并拟在 1999 年第四季度开始运作。开设第二板市场已成为发展和完善资本市场, 促进高科技产业发展的必然趋势。

1. 美国——NASDAQ

美国原来有三大主要的全国性证券交易所, 纽约证券交易所(NYSE)、美国证券交易所(AMEX)和 NASDAQ。纽约证券交易所为全球最大的交易所, 主要面向成熟企业。美国证券交易所原名纽约场外交易所, 1921 年创立, 主要面向新兴中小企业。上市条件比纽约证券交易所低得多, 历史上曾经是纽约证券交易所上市的过渡性市场。许多企业先在美国证券交易所上市, 然后转入纽约证券交易所上市。与 AMEX 一样, NASDAQ 也是面向新兴中小企业的, 且上市条件比 AMEX 更低, 但并不像 AMEX 一样只是过渡性的市场, 在 NASDAQ 上市的企业一般选择长期留在 NASDAQ, 因此 NASDAQ 直接取代了 AMEX 的地位, 成为典型的第二板或创业板市场。

NASDAQ 源于场外市场或柜台交易(Over the Counter, OTC)。为了提高场外市场的效率、克服分散的柜台交易的缺点, 1997 年美国全国证券交易商协会(NASD)建立了自动报价系统——NASDAQ(National Association of

Securities Dealers Automat-edQuotation)即后来所谓的NASDAQ NATIONAL(全国市场),以促进非交易所证券交易的自动化,增加交易透明度,并便于监督管理。NASDAQ运用计算机技术、采用“统一报价、分散交易、集中结算”的办法,从根本上解决了传统柜台交易中的信息披露等方面的问题。NASDAQ成立以来发展速度很快,交易十分活跃、行业种类比较齐全、新股发行量很大、股票价格增长非常快。1993年超越伦敦和东京交易所,成为仅次于纽约证券交易所(NYSE)的全球第二大交易所,且除了交易量和市值之外,在上市公司数量、成交量、市场表现、流动性比率和机构持股量方面超过NYSE,是世界上外国上市公司数量最多的市场。1998年底,NASDAQ兼并了美国交易所(AMEX)和费城期货交易所,成为与NYSE一样广泛涉及证券、期货的交易所。由于NASDAQ的上市公司具有高成长的特点,NASDAQ对大型投资机构具有极大的吸引力。在NASDAQ市场的投资者中,机构投资者持有的股份高达45%。目前,NASDAQ在美国股票市场的地位不断提高,交易量占美国市场的比重持续上升。由于在NASDAQ上市的公司大多是信息技术、电讯、医药、生物技术、金融、银行、保险等高速成长行业表现活跃的中小型公司,且绝大多数高速成长的公司NASDAQ上市,尤其是首次公开发行股票(IPO)的公司大多在NASDAQ上市。1996年全美IPO总数755家,在NASDAQ上市的就达655家,占87%。在NASDAQ上市的公司中,41%的公司为风险资本投资的企业。因此,NASDAQ通常被认为是风险投资最为理想的退出渠道。

(1)NASDAQ市场的特点。

电子交易、便捷高效。NASDAQ是由报价导向的股票市场,全部采用电子交易,NASDAQ电子交易系统不需要固定场所,且允许投资者直接进入市场。投资者可通过资讯网络交易,极大地增加了透明度和灵活性,降低了交易费用、提高了交易效率,具有其他交易所无法比拟的优势。

做市商制度、保证成交。做市商(Market-maker)即庄家制,交易不

表 28.4.1 NASDAQ NATIONAL (全国市场) 上市条件

项 目	有盈利的 经营公司	未盈利研究 开发公司
净有形资产	400 万美元	12 万美元
净收入(最新或前三财年的平均数)	40 万美元	未要求
税前收(最新的或前三财年的平均数)	75 万美元	未要求
公众持股量	50 万股	100 万股
经营年限	未要求	3 年
每股最低报价	5 美元	3 美元
股东数：公众持股 50-100 万之间	800 名	400 名
公众持股 100 万以上	400 名	400 名
公众持股 50 万以上且日交易额 2000 万以上	400 名	400 名
最少庄家(做市商) 人数	2 名	2 名

表 28.4.2 NASDAQ SMALL CAP (小型市场上市条件)

项 目	条 件
全部资产	400 万美元
全部股东股本	200 万美元
公众持股量	10 万股
发行市值	100 万美元
股东人数	300 名
最低报价	3 美元
最少庄家数(做市商)	2 名

需要买卖双方同时出现，只要庄家出面，担当交易伙伴的角色，买入或卖出，交易即可完成。这一点对于市值较低，交易不够活跃的新兴公司的股票上市交易至关重要。

上市条件相对宽松、门槛较低。NASDAQ 市场上市条件相对于 NYSE 等传统交易所比较宽松，有些指标比以新兴中小公司为主的美国证券交易所（AMEX）还低，因此，NASDAQ 市场的推出，极大地适应了不同规模、不同行业、不同经营状况和不同发展阶段的各类公司对于资本市场的需求。对于以高风险、高成长为特征的高科技和服务型公司以及不能在传统交易所上市的中小企业尤其合适。

针对性强、适应性大。为了提高针对性，NASDAQ 在原有全国市场（National Market System，NMS）之外，又于 1992 年创立了 NASDAQ 小型资本市场（Small Order Execution System，SOES），上市标准更低，没有业绩要求，公司可以选择在全国或小型市场上市。

（2）NASDAQ 市场的成长环境。NASDAQ 是在特定时代、特定环境中成长起来的证券交易市场。NASDAQ 系统本身是计算机技术发展的产物，同时 NASDAQ 市场适应了硅谷中小企业的客观要求，为它们利用资本市场筹集发展资金创造了必要条件，从而推动了中小高科技企业和整个硅谷的发展。

NASDAQ 兴起于美国计算机快速成长时期。NASDAQ 的“自动报价系统”以计算机为基础，也就是说，计算机产业的快速发展为 NASDAQ 的“自动报价”功能创造了条件。但是，计算机行业本身也需要资本市场的支持。因为当时正值 20 世纪 50 ~ 60 年代第二代计算机全面竞争的时候，除 IBM 已成规模外，其他各家厂商都非常小，大多是由几个人联合组建并发展起来的。计算机技术的这场革命已经引起华尔街投资家们的关注和兴趣，但华尔街能支持上市的公司都是有相当规模和相当盈利能力的公司。而当时的计算机行业里，IBM 是龙头，只有它和 AT&T、德州仪器公司等少数几家能在华尔街上市，众多的

中小计算机公司均与资本市场无缘。

20 世纪 50 年代初爆发的朝鲜战争，使美国国防部意识到计算机对研制新式武器的重要性，于是，国防部的订单下到了 IBM，从而刺激了对计算机的需求，推动了计算机行业的快速发展。在 IBM 的带领下，武器商雷明顿 - 兰德公司、电报电话商 AT&T、精密仪器商德州仪器公司、传媒界美国广播公司、电器商通用电气公司等大公司都参与了这场竞争，小公司发展则十分缓慢。直到 IBM 推出 360 系列计算机并掀起第三代计算机技术革命大幕之时，计算机都是锁在铁门后面的神秘机器，远离普通大众。360 系列之战，树立了计算机行业的“IBM 标准”，也将许多大公司“赶”出计算机领域，如 GE 公司、ABC 公司等，更让众多中小企业倒闭。然而就是在这场竞争中，DEC、Xerax 和 HP 在 IBM 主战场之外快速成长起来。同时，计算机标准化生产之后，一大批敢于冒险的电子迷和计算机迷云集硅谷，在 IBM360 标准下开始了作坊式的组装和生产，在冒险的乐园里创造出自己的帝国。因为传统产业都实现了规模经济和规模效益，作坊式生产已毫无竞争力，只有在新型领域技术尚未完全成熟，才为众多中小厂商提供了生存的机会和发展的空间。以后的 Microsoft、Intel、Oracle、Compag 等大公司都是在这种背景下成长起来的。然而，由于新型领域起步阶段技术和市场不够成熟，众多的中小企业无法满足在华尔街上市的资格，因缺少资金而停滞的公司不在少数。所以在 20 世纪五六十年代的美国，真正得到华尔街投资家支持的计算机产业的公司很少。为了支持有资格中小企业在资本市场上筹集资金，鼓励中小企业的科技冒险和科技探索，促进美国高科技的进步，在美国国会的要求下，美国证券交易委员会责成全国证券交易商协会研究并创立了 NASDAQ 柜台交易系统，继而发展成为世界上第一家采用电子计算机最新成果的自动报价系统。其在上市标准、盈利要求、公司规模等方面得到硅谷众多中小企业的欢迎。因此，NASDAQ 系统本身是计算机技术发展的产物，但 NASDAQ 市场适应了硅谷中小企业的客观要求，为它们利

用资本市场、筹集发展资金创造了必要的条件，推动了中小高科技企业和整个硅谷的发展。

NASDAQ 发展于美国计算机业全面发展时期。1971 年 NASDAQ 正式开业的时候，已有 2500 多家高科技公司挂牌交易，直到 1991 年底，NASDAQ 仅仅作柜台交易市场而存在，其上市公司数量、成交量、投资者规模等都非常小，根本无法与华尔街的 NYSE 相提并论。在这 20 年里，NASDAQ 市场也表现得异常平静。Microsoft 的股票价格一直在 6 美元以下，Intel 在 5 美元以下，Oracle 在 2 美元以下（其当时最高也有 4 美元），Compaq 在 1991 年底跌破了 2 美元（之前的最高价也只有 4.2 美元），Dell 的股票正从长期 1 美元升至 1.53 美元附近，3com 由当时最高的约 6 美元跌破了 3 美元的关口，并在 3 美元以下维持了 1 年多的缩量盘整。这就是当时的 NASDAQ 市场，并无辉煌之处。

而在 NASDAQ 成立之后的 20 年里，美国计算机产业出现了第四次计算机革命。DEC 公司推出了个人电脑 Altair，Oracle 正式推出了其具有视窗功能的 Macintosh 电脑，并声称要实现个人拥有电脑的梦想；IBM 创造出了基于 Intel 公司 80286 芯片的 PC/AT，正式命名为 PQ（Personal Computer）；Compaq 在其后果断地采用了 Intel 公司的 386 芯片计算机，一举淘汰了 IBM 的 PC/AT，公开向 IBM“叫板”；惠普也利用自己的技术参与了这场竞争，并确立了自己在打印领域的霸主地位；Dell 则于 1982 年初时就以其独创的直销模式另辟蹊径，直接为客户提供服务，从而赢得市场。与此同时，电子信息业也得到了充分的发展，特别是 80 年代以后借助于计算机技术而发展的通信网络技术，极大地促进了通信业技术进步，推动了网络业和通信业的相互渗透。于是通信电子类中小企业也成为 NASDAQ 支持的主要领域之一。

NASDAQ 兴盛于美国信息产业成熟时期。自 1992 年初美国总统克林顿提出全面发展信息产业的纲领之后，信息高速公路、数字地球、Internet、

知识经济等全新概念纷纷诞生，美国信息业在全世界鹤立鸡群，改变了人们过去对经济增长方式的认知。信息产业除自身的广阔空间之外，在传统产业的应用上也具有很大市场潜力。它可以进一步提高传统产业的边际效率，降低边际成本，提高产品质量，推动传统产业的深化。它反过来又为信息技术产业提供了发展机会，令该产业里的上市公司业务迅速增长，吸引了大量投资者的关注和参与。

在这种环境下，NASDAQ 的上市公司骤然受到华尔街投资家的追捧，股价连年翻番，1998 年底，NASDAQ 综合指数达到了 2166 点的历史新高，众多高科技和生物技术公司股价均维持在历史高位区。Dell 计算机公司的股价由 1991 年的 1.5 美元升到了 73 美元，且没有调头的迹象；Intel 由 1991 年底的 5 美元升到 119 美元；Yahoo 更是由 1997 年初的 8 美元升至现在的 244 美元；Microsoft 公司则达到了 139 美元；3com 曾经到过 78 美元；Compaq 和 Oracle 公司的股票都上了 40 美元以上；Xeros 公司的股票现在与 Intel 不分伯仲，而其 1990 年底还不足 10 美元。就连在 NYSE 上市的 IBM 股价也由 20 美元以下（1993 年第三季度）飙升至 186 美元的历史新高。它们的升幅均有十几倍甚至几十倍，而同一时期美国通用汽车公司的股票由 28 美元升至 72 美元，升幅仅 2.5 倍。一时间，NASDAQ 对高新技术企业的“孵化”功能突然得到放大，全世界的证券人士、经济学家和政治家，都注意到了 NASDAQ。

1993 年，NASDAQ 日成交股数第一次超过 NYSE 而成为世界第二大交易所。1997 年，NASDAQ 采用 1/16 价差报价法和新的“买卖单处理规则”，改变了过去单一“交易商市场”的形象，并计划将来逐步成为综合类的证券交易所。在不断拓展美国国内市场的同时，NASDAQ 还积极吸引非美国公司异地上市，加上网上交易，其已成为全球性的市场。

目前，NASDAQ 在美国三大交易所（另外两家为 NYSE 和 AMEX）中新创公司上市数量遥遥领先，1998 年前三个季度为 235 家（占全美 73%），有近一半

(46%) 的上市公司市值达到 1 亿美元以上。截止 1998 年底, NASDAQ 共有 5478 家上市公司, 其中科技类公司占 20%, 电子通信类公司占 8%; 而在美国高科技上市公司中, 81% 的电子通信类公司、2% 的计算机制造公司、2% 的软件公司和 96% 的 Internet 公司在 NASDAQ 上市: 美国《商业周刊》所列美国最具成长性公司名单中, 有 92% 的公司属于 NASDAQ 市场。

2. 欧洲——EASDAQ Euro-NM 和 AIM

欧洲 20 世纪 80 年代开始重视风险投资, 各国纷纷制定相关法规, 开辟专门面向风险企业的股票市场, 掀起风险投资热潮。英国于 1980 年开设非正式上市股票市场 (USM), 1981 年和 1983 年分别提出“创业法案”和“企业扩充法案”, 刺激公众投资意向; 荷兰于 1981 年推出“担保措施”; 瑞典和法国分别于 1982 年、1983 年成立第二类股票市场, 支持中小企业和风险投资发展。欧洲共同体执委会于 1983 年成立了欧洲风险投资协会 (Europe's Venture Capital Association, EVCA), 推出“风险投资联盟方案”, 提供融资协助, 支持跨国合作。并提出了建立类似美国 NASDAQ 市场的大型泛欧次级资本市场 EASDAQ 的长远发展目标。进入 90 年代以来, 欧洲 EASDAQ 投入运行, 继而又开设了连接法国、比利时、荷兰和德国四个证券交易所新市场的交易网络——欧洲新市场 Euro-NM。英国则又于 1996 年开设了另类投资市场 AIM, 专门为小规模、新成立和成长型的公司股票上市交易服务。

(1) EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation)。EASDAQ 设立于比利时布鲁塞尔, 与美国的 NASDAQ 类似, 是由来自欧盟内外的 12 个国家的 90 个金融机构参股、完全独立于现有股票市场的一套电子化交易市场, 主要服务于高成长型中小企业。1994 年欧洲议会同意组建 EASDAQ, 1995 年 5 月 11 日组建, 1996 年 9 月 30 日正式运行。

EASDAQ 在报告制度、信息披露、公司管理等方面基本参照美国 NASDAQ 的

表 28.4.3 EASDAQ 上市条件

总股本	至少 350 万欧元
净资产	至少 200 万欧元
上市推荐人	至少 1 人
做市商	至少 2 人
股东人数	至少 100 人
流通股份	总股份 20%
股份出售限制	未经特许, 董事在 IPO 6 个月内不得出售股票
上市说明书	至少 1 个英文文本
会计规则	上市地或公司注册地
信息披露	提供季度报告

规则, 并与NASDAQ签订协议, 双方同意相互第二上市。因此, 有人认为EASDAQ是NASDAQ在欧洲的翻版。1996年11月27日第一家公司股票开始挂牌交易。1998年6月, EASDAQ的上市为30家, 市值总额为142.3亿美元, 筹集资金总额为13.51亿美元, 周转率为52.5%, 指数变化已经从1996年底的100点上升为180.57点。

(2) 欧洲新市场——Euro-NM。欧洲新市场Euro-NM成立于1996年3月1日, 专门为欧盟高成长型技术创新企业服务。与EASDAQ不同, 新市场不是统一的市场, 而是各个股市的新市场之间的网络。网络成员作为某一证券交易所的新市场, 分别附属于布鲁塞尔、巴黎、阿姆斯特丹和法兰克福四个证券交易所。如果说NASDAQ和类似的EASDAQ是由现代场外市场发展而来的二板市场的典型的话, 那么, Euro-NM则可以说代表着交易所附属二板市场发展的一个方向。其目的是建立一个完全统一的、泛欧洲的高成长型股市网络, 为成长型的小公司服务, 网络上的任何一点都可以进行信息交流和现实交易。

为了建立此单一市场网络，四个证券交易所达成了三项协议：各个市场达成最低运作标准，经过协商后可以认可对方的交易和信息披露规则；相互承认对方的券商资格，每个成员市场的券商都可以成为 Euro-NM 的券商；市场连线作业，现有四个市场可以获取彼此的行情和资讯，并编制新市场指数，交易系统的连线计划于 1998 年全面完成，然后公司可以相互挂牌。

法国巴黎的新市场 Nouveau Marche 是巴黎证券交易所的一个全资子公司，但独立于巴黎交易所运行并实行自治，由新市场理事会来管理。理事会负责市场监管、会员批准、上市许可以及建议系统的运作等等。法国新市场于 1996 年 3 月 20 日开始运作，当年共有 18 个企业股票上市，交易总额为 2.2 亿埃居。随后，德国法兰克福的新市场 Neuer Markt、比利时布鲁塞尔交易所的新市场 Nouveau Marche 和荷兰阿姆斯特丹证券交易所的新市场 NMAX 分别于 1997 年 3 月、4 月相继运行，并组成欧洲经济利益集团(Groupement European d'Intenet Economique)，取名为 Euro-NM 即新市场。虽然各个市场在具体的上市标准、持股要求和信息披露方面的要求有所不同，但总体上都附属于一个证券交易所，利用交易所现有的交易和结算体系，采用单独的交易规则、监管标准和管理队伍，公司上市必须有券商作为上市推荐人，上市后建立了做市商制度。除了法兰克福新市场仍然保留传统的人工喊价之外，其他新市场已经采用无大堂交易。按照 Euro-NM 的计划，到 2002 年，上市公司达 500 家。随着欧元的启动和 Euro-NM 成员市场的联网运作，欧洲新市场有可能成为一个统一的金融市场。新市场的上市公司主要是软件、生物技术和微电子公司等高科技公司，候选公司包括：致力于新产品开发的高科技企业；具有潜在高成长型的公司；为一个特别的商业项目寻求资金的新兴公司；由创立者自己拥有、正在寻求合伙人的公司；有意进入新发展阶段的快速扩张公司。

(3) 英国——AIM。英国曾经先后建立过三个“二板”性质的股票市场，

表 28.4.4 法国与德国新市场上市条件比较

	法国新市场	德国新市场
股东权益	至少 800 万法郎	
发行金额	至少 1000 万法郎	至少 1000 万马克
公开发行股票	至少 10 万法郎	至少 10 万股、增加股本 资本为现金，且 50% 增加 额代表即将发行股份
公司经营时间	至少 2 年，发行前须增资	至少 1 年
股票出售限制	公司相关人员年内须持有 原有股票 80%	发行者、所有者至少 6 个月内不得出售股票
上市推荐人、做市商	至少 1 个	至少 1 个
上市说明书	包含未来 3 年业务规划	普通股
IPO 规定		至少 15% 的股票不集中
持股限制		在少数人手中，建议 25%
收购规定		遵守交易所收购规定

第一个是 USM(未正式上市公司股票市场，1980 ~ 1996)，第二个是“第三市场”(The Third Market/Third board)，第三个是 AIM(Alternative Investment Market，另类 / 替代投资市场)。

未正式上市公司股票市场(USM)建立于 1980 年底，是伦敦国际证券交易所为了满足不能正式上市的证券公司的需要，为没有资格上市的小公司提供一一个正式、有管理的筹资场所，同时为风险投资提供投资回收渠道。USM 上市要求比正常金融市场的要求低，比较适合小公司的特点。USM 创立以来大约有 350 家公司在 USM 上市，发行约 10 亿英镑(16 亿美元) 的股票。大约 450 家公司在 USM 上市，市值总额达 90 亿英镑。AIM 市场成立后，USM 市场于 1996 年底关闭。

第三市场成立于 1987 年 1 月，目的是为不能在 USM 市场上市的股票提供一个正式的市场，以取代非正式的场外交易。1990 年以来，受到欧共体改革要求，英国股票市场进行重大改革。伦敦交易所主板市场和 USM 的上市要求大大降低，使得第三市场与 USM 的区别趋于模糊。在此背景下，第三市场从 1990 年 1 月开始不再允许新的公司进入，1990 年 1 月底取消，原来在第三市场上市的大多数公司转入 USM 市场。

AIM 是伦敦证券交易所于 1995 年 6 月 19 日建立的专门为小规模、新成立和成长型的公司服务的市场，附属于伦敦证券交易所，但又具有相对独立性，与日本、新加坡的二板市场有所区别。AIM 的交易通过另类交易服务进行交易，实行做市商制度和竞争性报价制度，允许 1 个或多个做市商在 1 天之内就某一股票报价。AIM 具有单独的管理队伍、规章制度和交易规则。AIM 除了对会计报表有规定要求外，没有其他上市条件。在上市的审查上，也最为宽松。伦敦证券交易所不进行实质审查，上市担保由顾问负责，强调上市推荐人的作用和上市公司的自律。AIM 的作用主要在于要求公司及时充分披露公司信息并予以风险监察。AIM 主要是为职业性或有经验的投资者设计的。职业性或有经验的投资者对于市场比较熟悉，具有一定的风险判断和承受能力，比较适合投资于具有潜在风险和巨额回报的新兴或成长型企业的基金。AIM 向任何国家的任何企业开放，普通股、优先股及企业债券都可以上市，在 AIM 上市的公司可以第二上市。在 AIM 上市的公司比较广泛，包括零售店、典当行等，主要是以下类型的公司：新建立的快速发展公司；买进、卖出部分产权或管理权的公司；已经制定了扩大经营规模方案的公司；原先在未挂牌市场（USM）上市、现想转入 AIM 市场的公司；已经有股票在伦敦证券交易所进行交易的公司；家族企业。由于上市标准比较低，AIM 发展比较迅速，1995 年创立时，仅有 14 家公司上市，到 1998 年上市公司已达 300 多家，筹资 18 亿英镑。市值大约 70 亿英镑，其中大多数为 500 万英镑（800 万美

元)以下的企业,超过500万英镑的公司不足30家。

3. 日本——JASDAQ与第二柜台市场

为了规范并取代柜台交易,日本从1961年开始在东京证券交易所(TSE)、大阪证券交易所和名古屋证券交易所三个全国性的证券交易所设立面向新上市股票的第二交易部。第二市场的上市标准明显低于第一市场,但第二市场在现代意义上并非专门为新兴公司股票设立的“二板”市场,而是第一市场的预备市场,进入第一市场的股票原则上必须首先在第二市场上市、发展到一定水平、符合第一市场的上市标准后才能进入第一市场。20世纪70年代日本二级股票市场的崩盘,造成了风险投资热潮的第一次衰落。进入80年代以后,日本“第二市场”在日本证券业自由化和国际化进程的推动下,重新趋于发展。1983年大阪、东京和名古屋“第二市场”规定,资产净值在85万美元以上,税前利润4%以上的公司可以上市。大阪证券交易所“第二市场”的上市条件规定,上市公司在15年之内必须从事高技术创新业务,且创新业务的资金额要占总的资金额的20%。

由于第二市场的上市条件较高,达不到上市条件的公司,其股票的场外交交易市场自然形成并存在。为了加强管理并实现规范化,1976年7月,日本成立柜台证券股份有限公司,柜台交易集中化。1983年11月,新的柜台交易制度开始实施,1984年7月,建成自动报价系统。1991年10月,日本推出柜台交易最高形式JASDAQ系统。

近年来,由于泡沫经济破灭,经济发展速度放慢,在此背景下,日本政府采取了一系列措施,积极推进风险投资事业发展,试图以此为陷入困境的日本经济注入新的活力。由此将日本的风险投资推向一个新的发展时期。在此背景下,1995年7月19日,日本大藏省宣布建立柜台注册品牌的——“第二柜台市场”,以支持具有发展潜力且急需资金的新兴公司的筹资活动。

表 28.4.5 日本柜台市场上市条件比较

项目	第一店头市场	第二店头市场
资产		2 亿日元
税前盈利	10 日元 / 每股	无，亏损也可以
发行股票数量	200 万股以上	无
公开发行股数	发行股权的 12.5% 再加 25 万股	50 万股以上
最少股东人数	200 人	50 人
其他		研究开发费用为 销售额的 3% 以上