

高科技创业企业的融资渠道：天使投资研究

浙江大学管理学院 刘超

[摘要]天使投资是一群富裕的个人投资者对初创期高科技企业的投资,决策简单,迅速,因此天使投资机制在中国的新创事业融资市场有着巨大的发展潜力。本文通过分析我国天使投资实践的现状,寻找制约其发展的若干原因,并在此基础上提出促进我国天使投资的一些对策。

[关键词]天使投资 创业企业 信息网络

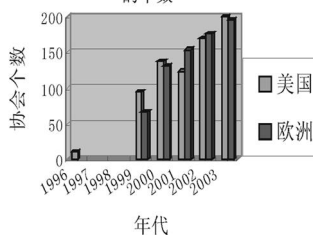
一、简介

天使投资是指一些富裕的个人,有承受高项目投资风险的实力,根据他们的个人喜好或者感兴趣的领域,对一些小的项目或者处于初创期的小企业进行投资的活动,近年来迅速普及,主要投向风险投资家不愿意投资的种子期企业。天使投资者一词来源于18世纪,当时纽约的百老汇大剧院在濒临破产的时候,一群私人投资者出资帮助大剧院恢复运营,因此被称为天使投资者。其主要的优点包括:投资成本低,决策快,因为使用自有资金而避免了风险投资的双重代理问题,主要投向种子期和初创期的高科技企业这一巨大的细分市场。今天,已经发展成为企业初创期的一重要的融资渠道。

天使投资者的资金来源通常源于自己事业成功的积累,他们有时赞助或者投资于各种当地各种团体活动,既有赢利性,也有非赢利性的,虽然投资的经济回报率不是唯一的目标,但仍然通常是优先目标。对投资的项目,除了经济回报以为,他们本身具有对投资领域的极大兴趣,所以他们比一般投资者更愿意把资金投向高风险的项目。

全球有组织的天使投资协会的增长速度十分迅速,下图显示的是从1996年到2003年,美国和欧洲的天使投资协会的变化情况,从图中我们可以看出,其天使投资最近几年在美国和欧洲基本同步快速增长。在2003年,分别达到200家左右的数目。而且仍然有很强的增长趋势。

图1: 美国和欧洲历年天使投资协会的个数



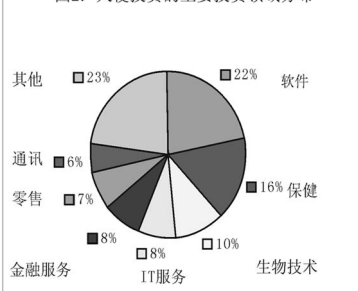
数据来源: Professor J. Sohl, University of New Hampshire Angel Investing, 2004. 8, Europe Business Angel Networks 2003

汉普郡大学风险研究中心的统计数据表明,在2004年,在美国的天使投资市场已经复苏,整个市场投资总额为225亿美元,2003年为181亿美元,在2004年,美国有48000个风险企业接受了天使投资的资助,比上一年增长了24%,天使投资者的数目225000人,比2003年增长了2.5%。平均4到5个天使投资者投资一个处于初创期的风险企业,所有的天使投资者形成了一个大的天使投资总额。形成了一大批高新技术企业,极大地促进了美国经济的发展。欧洲的天使投资协会的增长速度也十分惊人,在过去的几年里一直以很快的速度直线增长,到2003年,达到了200个左右,而且仍然在继续增长。欧洲主要部分是在受美国天使投资影响最大的英国。

二、天使投资的投资领域

软件行业仍然是天使投资的主要投资领域,大概占到总投资额的22%,其次是保健品市场,占16%,其余的大概平均分布在生物技术,IT服务,金融服务,零售,通讯市场,各占10%左右,其分布的圆饼图,如图2所示。天使投资的领域分布情况表明经济生活中的主要投资机会,由于天使投资是风险投资的前期投资者,所以这也给后续的风险投资者和其他的机构投资者们提供了参考的投资机会。

图2: 天使投资的主要投资领域分布



数据来源: The Angel Investor Market in 2004, Jeffrey Sohl

三、天使投资的投资过程

天使投资的主要活动包括从寻找合适的交易开始,到退出时为止的一切活动,主要有以下五个步骤:寻找交易项目信息,项目评估,谈判详细合作条款,后续投资管理,退出。

1、交易信息的来源按总量的多少排序依次为:主要有创业的企业家,天使投资协会,律师,会计师,咨询人员,投资银行家,风险投资家等以及其他的渠道。

2、天使投资者们倾向投资的企业通常具有如下几个方面的特征,初创期的企业,有专利技术,巨大的潜在的市场需求,再者,具有很好的领导团队。最不愿意投资的企业主要通常是因为对企业家的评价很差,缺乏持续的竞争优势或者有限的市场需求。

3、一旦天使投资者对项目产生兴趣时,他们会开始准备详细的合同条款了。条款基本上包括了有关融资的所有重要的信息,此时也意味着天使投资者已经准备对初期的企业进行投资。典型的合同条款通常包括注资额,分红的比例,清算,如何保护投资者的利益,如何防止权利被稀释,要求的投票权,董事席位等。

4、通常来说,天使投资者会表现出两种不同的角色,积极的和被动的两种。积极的投资者通常会每个月花1-2天时间去关注所投资的企业,而后者通常不参加企业的日常运营管理,只是每隔一段时间再去考察企业的资金去向,管理层的绩效等

5、退出方式 ,天使投资退出方式主要包括 IPO ,股权转让 ,管理层回购 ,投资失败无法回收投资额。

四、天使投资的评价指标

虽然有许多好的神话般的创业计划 ,但只有很少的企业家能作出很好的商业计划 ,那些能打开市场并且能获得垄断地位的产品就更少了。总体说来 ,只有 1 % - 2 % 的商业计划能获得天使投资者或风险投资家的资助。一个优秀的企业不是自发发展的 ,而是由好的管理团队努力创立的。所以从根本上讲 ,天使投资者们选择的是好的管理团队。一个优秀的管理团队可以让一个很普通的公司获得很好的发展 ,相反 ,一个平庸的管理者很可能让一个好的项目运作失败。只有在以下几个指标全部具有很好的表现的企业才有可能获得天使投资的资助。所以企业应该努力提高这些因素的绩效。

天使投资者形成了一套自己的选择项目的标准 ,主要包括以下几个指标。

表 1 :吸引天使投资的因素

考虑的因素	因素描述
管理团队	1 具有在类似领域多年的运作经验 2 已经成功运作了类似的商业模式 3 希望接受资助和指导
市场行情	1 市场在迅速增长 2 已经形成了一定的消费群体
技术优势	1 有专利保护的技术或者有其他的技术壁垒
竞争情况	1 除了产品和服务以外 ,公司仍然具有一定的竞争优势 2 能够清楚的描述出主要的竞争者和威胁
商业模式	1 类似的商业模式已经被一些成功的公司所证明
退出策略	1 能识别目标并购者
承受的风险	1 能客观上描述承受的主要风险和降低风险的具体方法
资本结构	1 具有详细的资本结构 2 主要的所有权仍然是公司创立者的 ,并且无类似经验的投资者仅有一小部分股份
投资偏好	1 能有一份明确的公司价值评估清单 2 详细的说出资金的去向 ,用途 3 能详细的描述出未来需要注资的轮数和规模

五、我国的情况

我国的天使投资起源于上一世纪 90 年代 ,当时涌现了一大批初创阶段的高科技企业 ,普遍缺乏资金 ,但是 ,由于是处于初创时期的企业 ,风险极高 ,传统的融资渠道银行不愿意提供贷款 ,这样就出现了富裕的个人投资 ,他们主要是留学回国人员 ,海外人士 ,本地的富豪和民营企业家。构成我国早期的天使投资者。主要以前两者为主。这与我国的大量的银行存款很不协调。目前部分的富裕阶层 ,由于低的储蓄利率的政策 ,将会进行天使投资的尝试 ,特别是在北京、上海、浙江、江苏和广东。这也说明有大量的富裕的民间资本缺乏合理的增值利用途径。而同期有存在大量的高科技企业 ,迫切需要大量的资金进一步发展壮大 ,这两种需求与供给并存的情况非常有利于天使投资的发展。但我国目前的民间资本参与天使投资的总额很有限。如何能有效的利用民间资本推动我国天使投资的发展这也显得十分紧迫。

我国目前天使投资发展不足主要有如下几个方面的原因 :首先 ,人们缺乏投资风险企业的意识 ,缺乏必要的知识和技能 ,不敢贸然投资。其次 ,我国目前创业企业的投资机制和环境不成熟。资本市场不成熟 ,融资和退出渠道不畅通。再次 ,缺乏创业投资方面的专业人才。这三个因素严重制约着中国的天使投资的发展。

六、推动天使投资发展的途径

中国的天使投资发展不成熟 ,还需要逐步建立相应的机制。可以从以下几个方面入手 :

1、加强天使投资的教育和宣传

很多的民营企业家或者私企业主有资金 ,但缺乏投资高科技的意识 ,他们不愿意投资于“ 高风险、高收益 ” 的行业。因此 ,专业机构 ,比如投资机构或者投资公司 ,可针对此问题举办公开的培训或者研讨会 ,提高人们的投资风险企业的意识。

2、建立全社会的信用体系。

天使投资与创业企业的纽带是诚信 ,是相互之间的信任 ,有效的信用机制是天使投资发展的关键 ,目前我国信用体系这方面的建设相当不足。进而导致天使投资在我国发展滞后。所以 ,只有大力打造诚信工程 ,建立行之有效的信用体系 ,营造一个良好的信用环境 ,才能让天使投资人放心地进行投资。可以同时联合金融 ,保险等机构共同组建全国联网的信用体系。促进我国天使投资的发展。

3、建立天使投资俱乐部

比如投资俱乐部或者天使投资协会等。如果民间资本能够以集体的形式出现 ,则易于建立相对稳定的管理机制和投资机制 ,有益于整个天使投资行业的成长。

4、建立投资人团队

亲戚、朋友彼此熟悉 ,了解对方的信用程度 ,另外校友都接受过良好的高等教育 ,因此也很容易建立彼此之间的信任关系。而且也具有各自的专长 ,如果有很好的投资机会 ,邀请他们参与投资。

5、建投资信息网络

由于目前的天使投资者多数各自独立投资 ,相互之间缺乏交流 ,个人的资本较少 ,难以投资大的项目 ,投资风险加大。没有充分的发挥群体的优势 ,由于没有一个全国范围内的信息网络 ,天使投资者和创业企业之间的信息交流不畅 ,严重阻碍了天使投资的发展。可以整合全国范围内分散的投资网络 ,发布天使投资者和创业企业家的信息 ,定期组织双人洽谈会 ,提高两者沟通的效率。促进天使投资在我国的全面发展。

基于价值链优化的企业并购策略

山西财经大学 袁春生

[摘要] 基于价值链的并购是缘于被并购方拥有某种有利于企业价值凝结和形成的核心资源,可以对收购方的价值链起到强化或者弥补的作用。本文在迈克·波特提出的价值链分析框架下,以价值链优化为出发点,构建了实行成本领先战略、差异化战略、增进反应速度战略的三种标杆性的价值链模型。实践中采取不同竞争战略的企业可针对自身价值链的薄弱环节来确定并购的目标要素以及并购方式,从而达到优化价值链的目的。

[关键词] 价值链 价值链优化 企业并购

价值链概念首先由迈克·波特在其《竞争优势》一书中提出。他认为价值活动是企业从事的在经济上和技术上有明确界限的各项活动,这些相互独立又相互联系的多个价值活动共同作用为企业创造利润,从而形成企业的价值链。企业的竞争优势一方面来自内部价值链的优化,另一方面来自与外部价值链的联系,而并购则为企业强化内部价值链、增进与外部价值链的联系提供了可能。

一、企业战略并购与价值链优化

根据并购的目的是创造价值还是转移价值,可以将企业并购分为两大类——战略并购和财务并购。战略并购不同于财务并购的特征在于,并购目的不是单纯追求规模扩大或者财务上的短期盈利,而是旨在通过并购来获得或者强化企业的战略资源,建立并维持企业的竞争优势。基于价值链的并购即是出于这样一种战略目的。从战略管理角度来看,任何一个企业在发展过程中,都会依据自身竞争战略形成不同的内部价值链模式,但由于企业内部发展的不平衡,会使得某个或某几个价值链环节成为相对薄弱的环节。当企业了解到目标企业拥有某种有利于企业价值凝结和形成的核心资源,可以对自身价值链起到强化或弥补的作用时,就可以通过并购来实现价值链的优化。而在以价值链优化为出发点的企业战略并购中,重要的一个环节是并购目标要素的确定和并购方式的选择。

二、不同竞争战略下企业价值链优化模型的构建

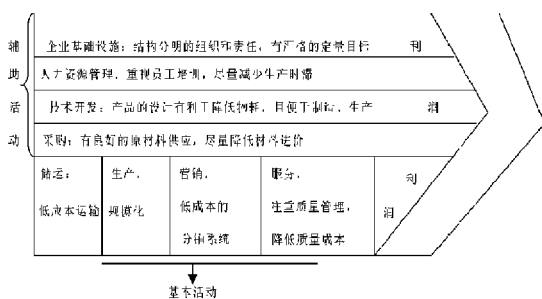


图1 实行成本领先战略的企业价值链

迈克·波特在关于竞争优势的研究中,提出了成本领先、差异化以及目标集中三种基本的竞争战略。本文借助价值链分析工具,参考已有研究成果,以制造业企业为例,构建了实行成本领先战略、差异化战略、增进反应速度的三种价值链模型,作为企业通过并购欲达到的理想价值链模式,并将企业的储运、生产、营销、服务四个基本活动环节以及辅助活动的技术开发环节作为并购的重点优化对象。因为从企业并购来讲,内部的研发、生产以及上下游企业的关系通常都是企业所希望加强的价值链环节。

1. 实行成本领先战略的企业价值链。实行成本领先战略的企业要求积极建立起达到有效规模的生产设施,最大限度地减少研发、服务、营销等方面的成本费用。贯穿整个战略中的核心是控制管理费用,降低总成本。

2. 实行差异化战略的企业价值链。实行差异化战略的企业力求在全行业范围内树立起别具一格的经营特色,在产品的设计或品牌形象、技术特点、顾客服务等方面都具有自身的独特性。

6、完善投资机制和投资环境

首先,建立良好的法律法规,促进投资者和企业家的合作信心。其次推出税收优惠政策,鼓励民资参与天使投资。再次,要有完善的退出机制,这在很大程度上决定了天使投资的成败。应该建立中小企业板市场、场外交易市场、产权交易市场,同时,鼓励部分有条件的企业去国际资本市场融资。为天使投资提供多途径退出渠道。

七、结语

天使投资主要投向初创期的高科技企业,一方面推动了科技创新的发展,最终落实了创新思想的实现、应用、产业化。在北京、上海、江苏、广东、浙江等发达省市也涌现了大量的科技创新企业。另一方面,市场经济的发展也催生了一批富裕阶层,截止到去年底,我国银行存款余额接近12万亿元,这是投向种子期和创立期的风险资金来源。新型高素质的天使投资者完全可以让资本和技术实现完美的组合,相信随着我国不断完善完善投资环境,天使投资者在推动我国经济发展的进程中将发挥更大的作用。

[参考文献]

1. Lucinda Linde, MIT Entrepreneurship Center Venture Support Systems Project: Angel Investors 2000. 2
2. Fred Wainwright Note on Angel Investing 2005. 1
3. A introduction to Angel Investing Angel Capital Association Kauffman Foundation 2004. 1
4. Jeffrey Sohl The Angel Investor Market in 2004: The Angel Market Sustains the Modest Recovery 2005. 1
5. 刘丁己,周纯,何国全 天使投资与风险投资基金的比较分析 商业经济与管理 2005. 5