
在中國從事創業投資的經驗和教訓



黃森捷拿督

香港玉山科技協會 理事長顧問、候任理事
軟庫發展有限公司執行董事、副主席 及 行政總裁
軟庫金匯集團主席

引 言

九十年代末期以來，我們一直在香港從事創業投資工作，其中大多數投資案例涉及到中國大陸的公司。僅僅最近3年我們審核的與中國相關的公司數量就超過1000家，其中我們不乏成功案例同時也有失敗的教訓，我們曾為錯誤的投資痛心疾首也曾為錯失良機而追悔莫及；我們目睹了許多企業家迅速崛起然後又因簡單的錯誤而快速隕落；我們曾接觸大量狂熱追求自己理想的年輕人，但是最終成功的卻屈指可數。多年的大中華地區創業投資的磨礪使我們對自己的投資方略和技巧有了更多的信心。

1. 專案篩選

a. 確立適合自己的投資策略

任何成功的創投公司第一步都是確立適合自己的投資方向，充分發揮自己的優勢，回避自身的弱勢。

對於軟庫，一方面我們在科技領域有過大量投資，同時也擁有自己在香港、新加坡的投資銀行：軟庫金彙（SBI E2-Capital），經過慎重研究我們將投資範圍鎖定在IT及品牌消費品領域，同時重點關注有上市潛力的後期專案，充分利用軟庫金彙在香港及新加坡證券市場上積累的經驗，同時由於我們團隊核心成員在借殼上市方面的出色表現，我們也會幫助被投資企業在香港、新加坡甚至美國市場上尋求借殼上市，從而實現自身的退出。

對金融市場的深刻理解形成了我們的優勢，正是金融服務拉近了我們和被投資企業的距

離，使得我們的投資變得更加有特點。相信每個創投公司都會有自己不同的特點，重要的是如何認識自己，發揮自己，揚長避短。

b. 建立良好的公司內部激勵機制

創業投資是一種中、長期投資，投資往往要數年時間才能退出，即使是 IPO 前的投資最順利也需要接近一年時間才能退出。

對於這樣回收期較長的投資，應該配合長期的股權激勵措施穩定投資團隊。一般國際型創投公司是讓公司主要的投資經理持有管理公司的股份，但是在中國境內很多創投公司並沒有設立管理公司，這可能是未來中國創投業長期發展中存在的最大問題。

c. 積極地尋找專案

可能是由於品牌的優勢，主動找我們的項目不在少數，但是經驗告訴我們：主動出擊發掘的專案成功可能性會更大。往往好的專案對吸引投資並不十分積極，需要投資經理反復解釋創業投資的意義才能逐步接受，所以業內戲稱投資經理為“捧著金飯碗的乞丐”。

我們一般希望投資經理有某一方面的特長，比如對某一個投資領域特別熟悉，這樣在發掘專案、調研專案、管理項目時才能真正為企業帶來增值服務。

d. 投資重點永遠是團隊

事實一次又一次證明，專案的成功與否關鍵在於經營管理專案的人。實際投資活動中，我們往往會拒絕兩類專案：第一類，專案擁有良好的商業模式和投資前景，但是項目團隊沒有足夠能力引導項目成長，對於這類項目除非確信可以調換團隊，我們的態度基本是放棄，即使可以調換團隊我們仍然建議儘量不要投資。

第二類，項目同樣擁有良好的前景，團隊能力也很強，但是團隊成員不夠誠信。對於這樣的項目我們會立即放棄，因為人的誠信是我們關心的首要問題。因此對有興趣的投資項目的主要負責人我們一般會做詳細的背景調查。

國內創業投資同行在個人背景調查方面有天然的優勢，這似乎是國內一些不錯的創投公司投資成功率較高的一個重要原因，因此我們已越來越多地在這方面與國內創投同行合作。

e. 政府背景不是充分條件

毫無疑問，在中國做生意與政府部門的關係是十分重要的，因為中國政府在經濟生活中的主導作用遠遠超過西方任何發達國家。但是多年的投資實踐告訴我們很多靠政府背景發展起來的企業由於過分依賴政府長期來看卻被市場無情地拋棄了。我們認為生命力真正強大的是那些從市場中摸爬滾打逐漸壯大的公司，對過分強調政府背景的企業要十分小心。

f. 市場重於技術

在中國做投資，市場遠遠重於技術。中國最大的優勢就在於它巨大的市場，和廉價的勞動力。1999 年到 2001 年中國成長最快的非上市、非國有控股企業是“蒙牛乳業”，2003 年“中國成長企業”第一名是餐飲連鎖店“小肥羊”，都不是所謂的高科技企業。實際在中國現階段誰能適應市場誰將會取得發展壯大的機會。

雖然我們在技術領域的投資比較多，但是即使是技術類公司我們仍然十分強調公司的市場能力。我們認為世界上最好的技術絕大多數不可能在中國產生，但是最適合中國國情的市場策略和技術服務卻幾乎全在中國本土。對於過於追求高、精、尖技術的科技類公司我們一般持保留態度。

g. 注重投資退出

我們屬於財務型的投資人，退出渠道是我們的立身之本。實際工作中，投資人往往容易被項目的美妙前景吸引而忽視退出渠道，實際中國大陸幾乎所有的本土創業投資公司都有巨大的退出障礙但是創業投資照樣不少就是一個實例。

對於境外投資人在中國投資的退出問題尤其突出，一方面投資到中國境內一般只能採用風險最大的普通股形式，沒有其他可供選擇的金融工具；另一方面資本管制和境內上市的非流通股問題為退出設置了層層障礙。因此，組建海外控股公司爭取海外上市成了一般境外投資人的首要選擇。

h. 儘量避免單憑預測做出評估

事實證明，儘管當初聽起來十分保守的財務資料，一般都存在很大水分，更可怕的是投資人自身還存在希望被投資企業快速發展的職業傾向。因此，我們一般希望能更多的基於已經審計的歷史資料而不是財務預測做投資估價基礎（對於後期項目），然後在投資條件中設定一些未來贏利的要求。

i. 不要過高估計戰略投資人的作用

我們的單方面經驗也許過於片面，但是似乎所謂戰略投資人有時並沒有起到應有的協同作用，甚至有些戰略投資人不但沒有協同作用還不斷榨取公司的知識和價值。不過在公司上市前一輪的融資中如果有著名的戰略投資人加入一般會對公司股價有一些支撐。

j. 盡職調查中適當聘請行業專家

公司一旦在行業中有自己的選擇後就應該不斷培養自己的行業專家隊伍。遇到專案需要，想找到既瞭解中國相關市場又懂得相關技術的行業專家其實很不容易。專家的幾句精闢分析也

許會避免大量經濟損失或發現更加好的其他投資對象。我們認為基金應該每年有固定的費用培養自己的專家團隊。

k. 寧缺勿濫

投資猶如成家是一輩子的事，找不到好太太還不如單身。經驗告訴我們，投資經理 80% 的時間是在處理無法贏利的不良專案，濫專案就象噩夢一樣往往會浪費大量時間和精力，揮之不去！

2. 專案重組和談判

a. 獲得正確的投資估值

對於幾個創業投資公司共同關注的好的項目，很容易形成一個互相抬價的局面，結果是大家支付了過高的代價。除了加強同行間的協作外，如何控制投資風險，設定公司內部的底線，學會放棄即使是很好的過高估值的項目十分重要。

b. 優先選擇可轉換債券

如果可能，儘量選擇可轉換債券方式投資，即使可轉換債券的利率是 0 也不要緊，債券型的投資工具本身會給投資人更多保障。但是可轉換債券在中國本土的非上市公司中很難找到足夠的法律依據，我們一般是在海外控股公司層面上用這種方式投資。

c. 協助公司管理公司財務

我們看到許多中國公司在接受外來投資後由於財務管理不善反而變得經營困難。中國公司似乎和其他發展中國家公司相比更加不適應管理外來大筆投資。因此在中國的投資專案我們會更加強調對公司財務的管理，要求設立一個財務控制委員會直到我們認為公司的財務管理水平已經沒有問題。

d. 重點把握關鍵條款

一般與被投資企業的談判會經歷幾個回合，被投資企業往往很難接受我們提出的各種各樣的利潤保障條款（期權，按照預測利潤實現情況調整投資股權比例等等）。談判關鍵是針對不同公司分清哪些是必要條款哪些是可以放棄的條款，談判技巧此時顯得特別重要。比如有時我們因為對公司的前景非常看好會選擇放棄所有投資保障條款而堅持認購期權條款。

另外一個非常關鍵的問題是如果公司很順利地接受了所有條件，我們反而會多問幾個為什麼，此類公司往往更容易出現問題。

實際我們發現在這類關鍵條款談判中，表現越有理有節的公司投資最終成功的可能性越

大，這實際是決定投資與否的最後一道防線。

e. 不要過多依賴回購權

許多公司在投資時喜歡簽署如果發展達不到預期標準，希望公司回購的條款，其實這樣的條款在實際操作中存在很多問題。如果一定要簽署回購條款最好也要請公司有支付能力的大股東提供個人或其他形式的擔保。

f. 多想到最壞情況，先小人後君子

投資決策永遠也不能想當然，任何情況都有可能發生。比如即使 IPO 材料已經上繳香港聯交所也不妨問一問如果 IPO 失敗怎麼辦？如果 IPO 是我們投資的最重要前提之一，為自己不能實現 IPO 留下後路將十分重要。

同樣的問題適用其他任何關鍵條件，先小人後君子會給雙方未來合作打下良好基礎。

g. 不要糾纏不重要的法律問題

儘管協定保障條款對投資人十分重要，但投資人千萬不能陷入協定細節中，讓律師來處理這些問題。保持清醒頭腦注重全局，注重關鍵條款才能把握投資機會。投資本身蘊涵著對被投資對象的信任，讓被投資者感受到這種信任很重要。

h. 中國法律是藝術不是科學

中國的整個法律體系仍然處於嬰兒階段，許多細節規定十分模糊。由於法律體系不健全很多做法律師無法出具法律意見。問題是我們如何從法律的框框中超脫出來把握投資機會，更現實的面對可能出現的法律問題，這一點是最有中國特色的，也是境外投資人十分苦惱的。

3. 專案投資後管理

a. 採用積極的態度對待投資專案

我們發現無論投資額大小，積極地管理專案和被動地管理專案之間存在天壤之別。積極的管理不限於及時反映公司的情況，更要積極準備每一次董事會，對公司經營提出行之有效的建議，為公司引見關鍵資源，甚至為公司推薦關鍵管理團隊成員。

投資人的工作作風和被投資企業是互動的，扎實的作風更容易引起被投資企業的尊重，帶動企業向好的方向發展。

b. 與其他投資人打成一片

投資人之間的意見更容易一致，投資後與其他投資人建立良好的溝通機制很重要。這樣會增加投資方的話事權，特別是投資比例相對較小時。

c. 果斷行動

如果發現投資有問題應該果斷行動，優柔寡斷只會耽誤時機。

d. 採用法律手段

有時啓動法律程式本身就能對解決問題起到很好的作用，即使法律檔的起草對投資人不是特別有利，這一點在合作方或其主要股東擁有一定知名度時更是如此，因此不要過多擔心法律程式的漫長。

e. 建立良好的內部管理資訊系統

缺乏溝通往往會浪費很多內部資源，因此我們有一個高度透明的管理資訊系統，這樣每位元投資經理都知道自己的同事在幹什麼。利用這樣的線上管理系統，我們確保公司的知識逐步積累下來，同時將公司的資源優勢發揮到最大。實際該系統對公司內部人才的選拔激勵機制的透明化都起到了很好的作用。

4. 中國創業投資的兩大問題

在和中國大陸創投同行接觸中，我們體會到他們主要存在兩方面的問題，首要問題的是人員激勵機制與創業投資不匹配。創業投資是一個相當長期的投資品種，長期的激勵措施離不開股權的安排。但是大多數中國本土創投公司甚至沒有創投管理公司管理，根本談不上對管理團隊的長期激勵，這樣的長期結果是境內出色的投資經理會逐步流向境外機構或選擇自己創業。

第二個問題是退出機制不健全。由於中國證券市場發展的歷史原因，上市公司絕大多數股份為非流通股，創投公司在上市前投入的股份也被定義為非流通股，而境內創投一般又沒有良好的海外資本市場經驗和渠道，導致投資退出困難重重。

境內創投本身實際也早已意識到自身的缺陷，但是這兩大問題都涉及到股權問題，涉及到深層次的產權制度改革問題，並非一朝一夕能夠解決。可以說兩大問題的解決將意味著中國經濟體制的實質性完善，這是一個漫長的過程。

現階段更現實的做法是境內、外創投機構合資、合作，充分利用中國本土創投在項目來源和項目盡職調查方面的渠道、文化優勢和境外創投在激勵、退出方面的制度優勢謀求共同發展。

- 完 -

有關香港玉山科技協會的資料或入會詳情，請與本會秘書處聯絡（電話：+852-2758-6276 / 電郵：secretariat@montejadehongkong.com），或瀏覽本會網址 www.montejadehongkong.com。