

创业投资与企业价值分析

陈 玮 博 士

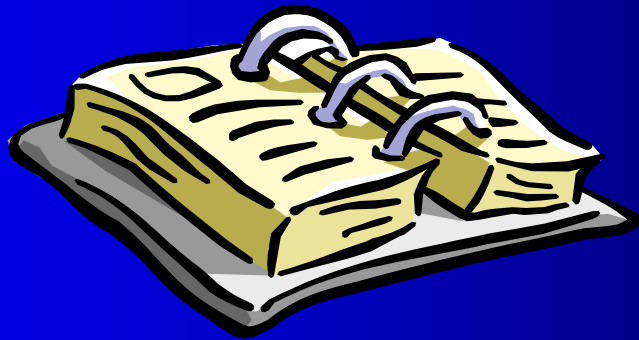
深圳市创业投资同业公会 会长

深圳市创新投资集团有限公司 总裁

2002年12月22日

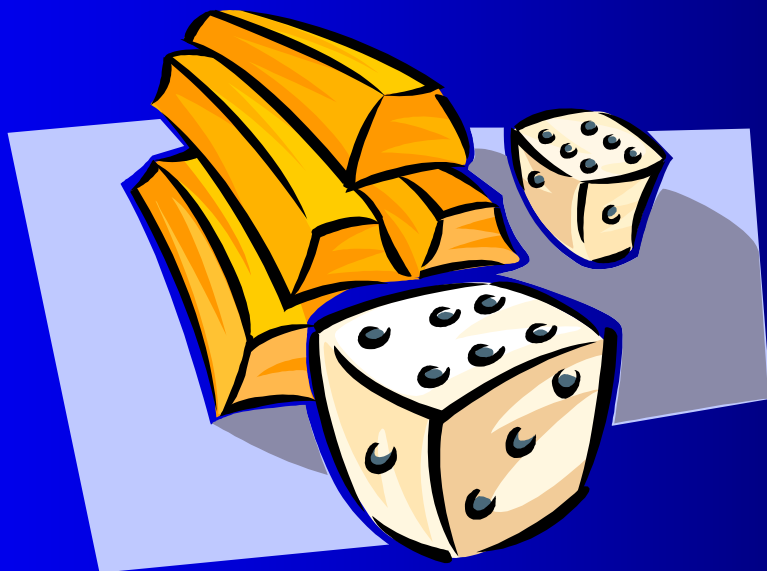
内容提要

- 创业投资—中小企业的助推器
- 创业投资中的企业价值分析
- 创业投资企业价值分析案例



一、创业投资

— 中小企业的助推器



1、创业投资的含义

- 创业投资，又称风险投资，英文原文Venture Capital，简称VC。
- “创业投资是由专业投资者投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种与管理服务相结合的股权性资本。”

——美国全美创业投资协会(NVCA)

2、创业投资的特点

为中小型科技创业企业提供带服务的资金

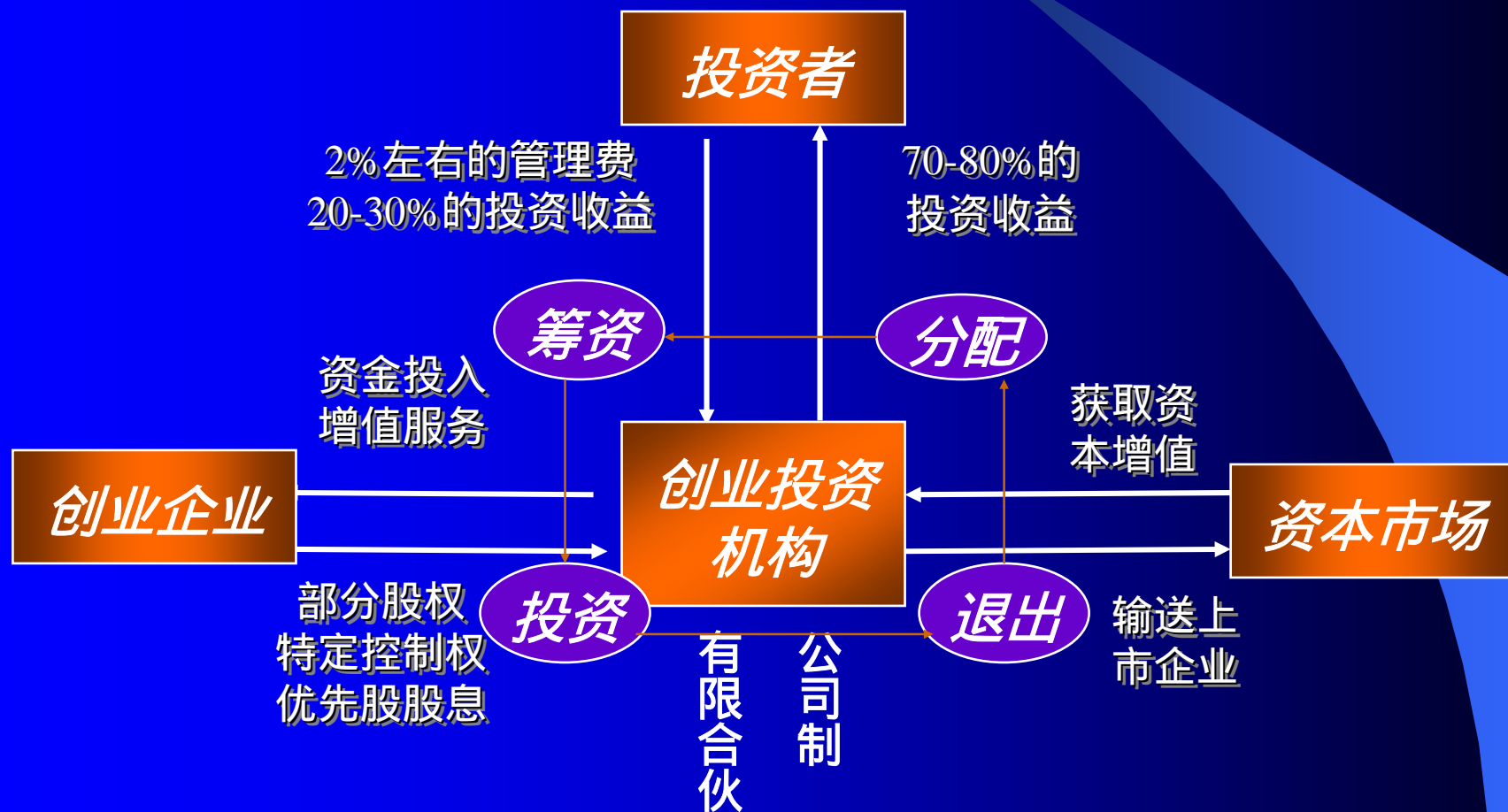
- 投资对象：高新技术、高不确定性的中小创业企业
- 投资方式：私募形式投资、股权投资、一般不控股
- 投资策略：联合投资、分阶段投资、组合投资
- 投资服务：提供资金以外的增值服务
- 投资退出：最终退出，通过股份增值获利
- 投资回报：高风险、高收益

3、创业投资发展的历史动因

技术创新与金融创新相融合的历史需要

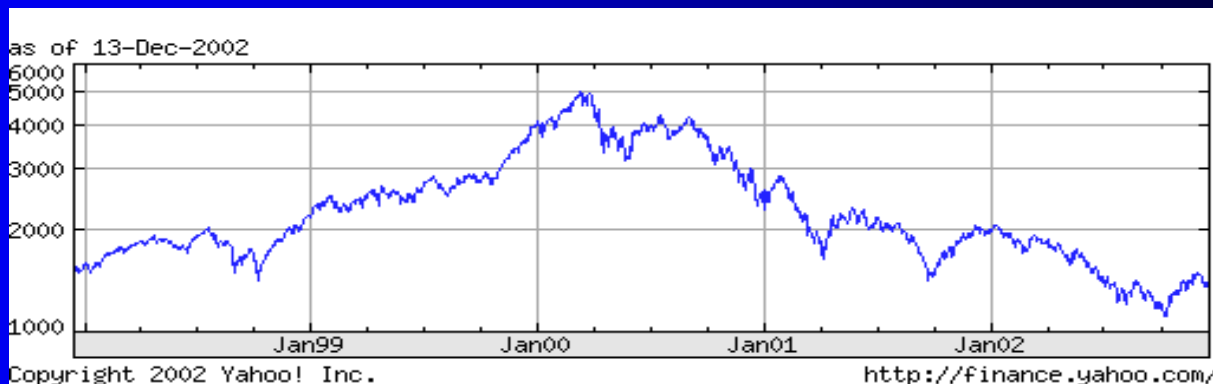
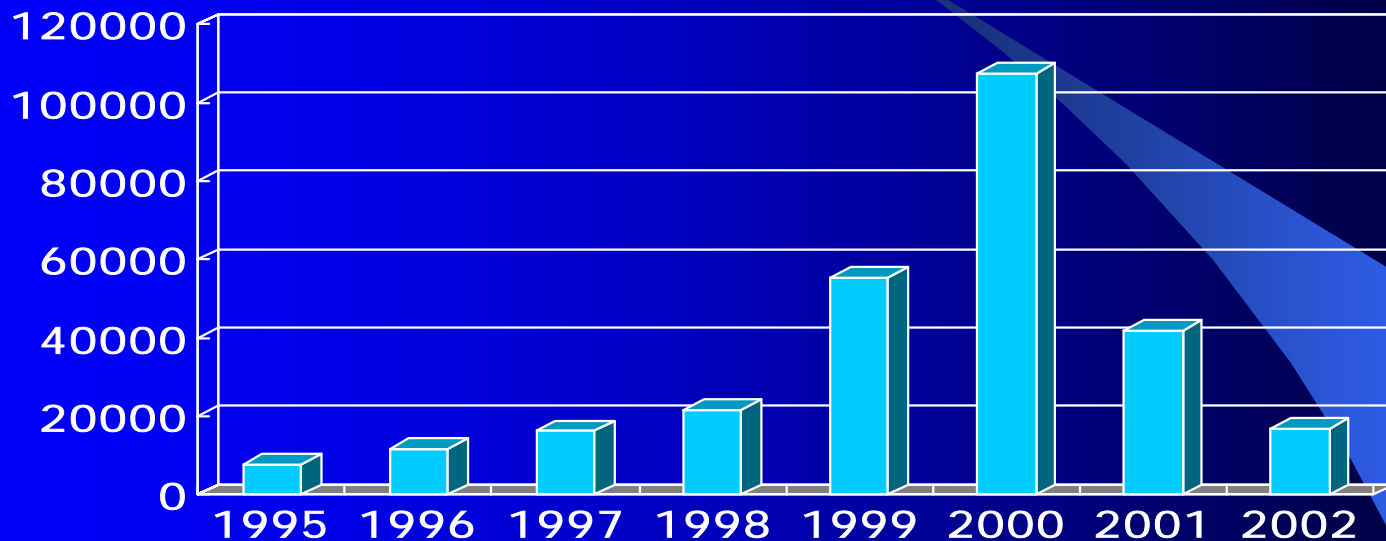
- 技术创新活跃、高新技术产业发展迅速
- 经济制度的变革、政府淡出研发活动、科研成果市场化、产业化
- 创新型中小企业发展迅速、生命周期特点决定需要新型融资方式
- 金融市场的变革，自由化、国际化、证券化、市场化
- 政府的参与和扶持

4、创业投资的市场主体与运行机制



5、国际创业投资的形势

美国近几年的风险投资情况



6、中国创业投资目前的形势

困难与希望并存

困难:

创业投资机构、创业资本规模增幅放缓

创业投资活动减少、投资规模下降

创业板没有推出，退出困难

法律法规环境不完善

希望:

行业奠定良好基础

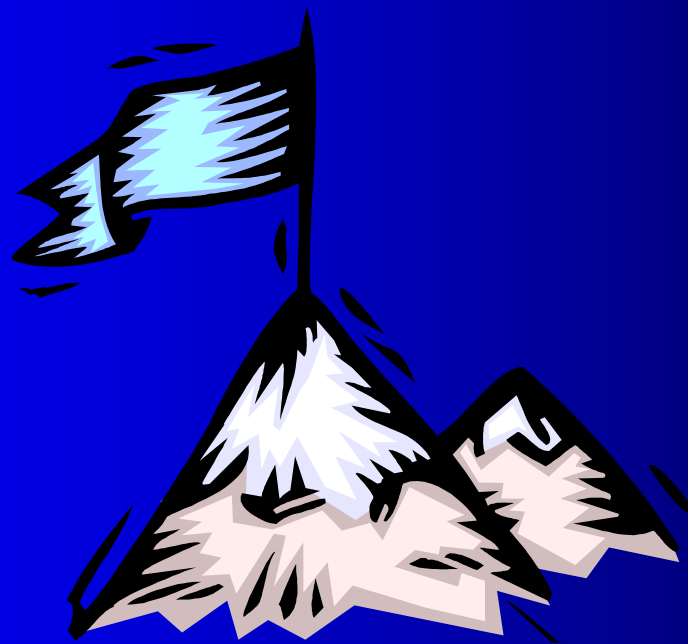
宏观环境正在改善

资本市场调整带来投资机遇

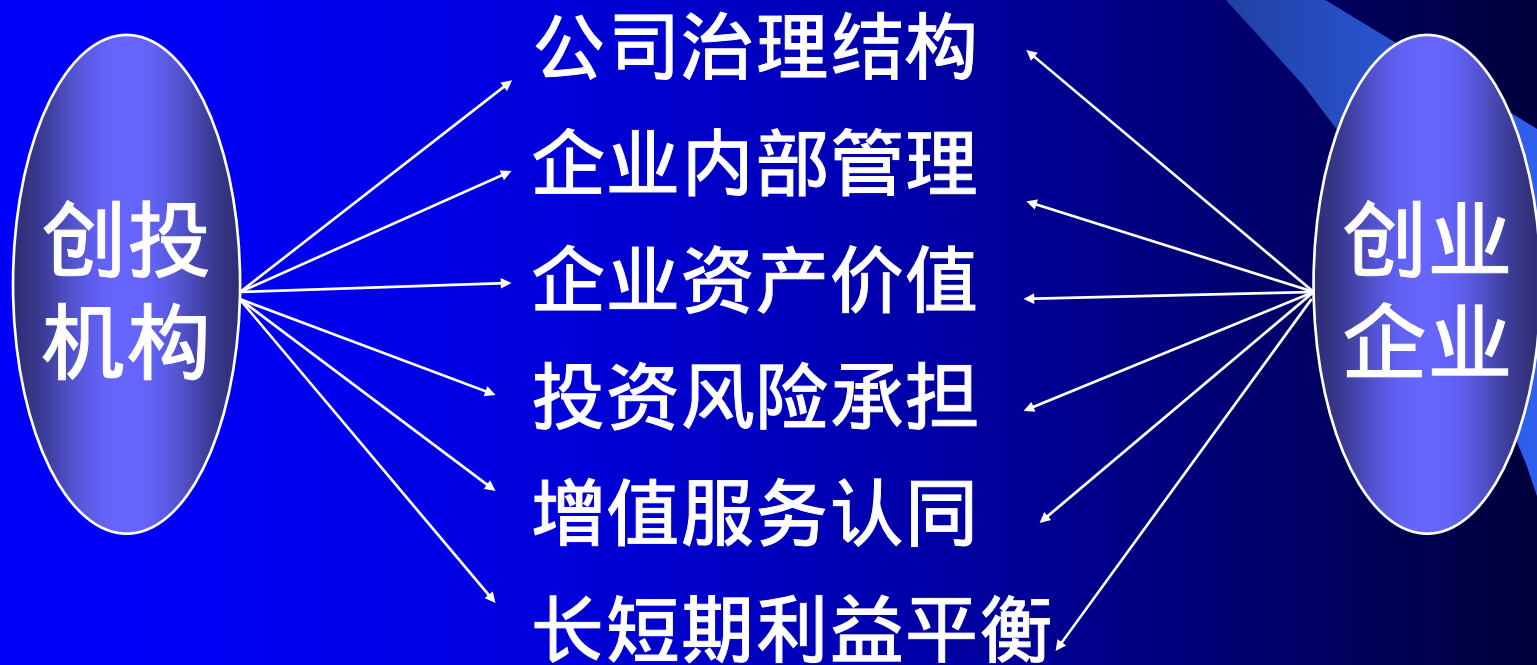
科技创业持续发展

创业板开设有明确希望

二、创业投资中的企业价值分析



1、创投机构与创业企业潜在理念冲突



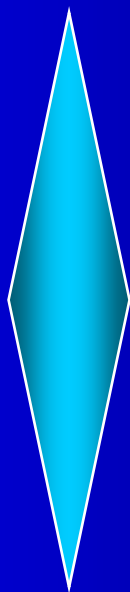
公司治理结构

创投机构

- ✓ 股权结构简单、明晰
- ✓ 股东之间信任合作
- ✓ 股东资源互补
- ✓ 股东对公司能有效控制
- ✓ 关联交易透明

创业企业

- ✓ 股东结构复杂、存在不上股东名单的实际控制人
- ✓ 家族式架构
- ✓ 创业者对企业绝对控制
- ✓ 关联交易多，并且不透明



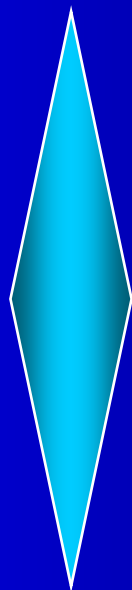
企业内部管理

创投机构

- ✓ 存在一个领导中心
- ✓ 团队协作
- ✓ 合理的管理制度
- ✓ 有效的内控机制

创业企业

- ✓ 创业者具有绝对权威
- ✓ 管理随意性大
- ✓ 内控机制没有建立



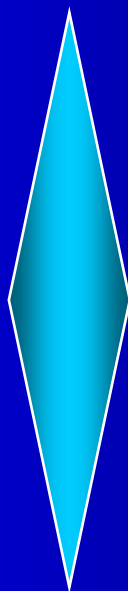
公司价值判断

创投机构

- ✓ 公司真实价值，不是帐面价值
- ✓ 客观评价无形资产
- ✓ 合理判断技术价值
- ✓ 挤干固定资产水分
- ✓ 融资在评估之前

创业企业

- ✓ 故意增大帐面价值
- ✓ 夸大无形资产
- ✓ 过分强调技术力量，
- ✓ 所有资产参加评估
- ✓ 融资在资产评估之后



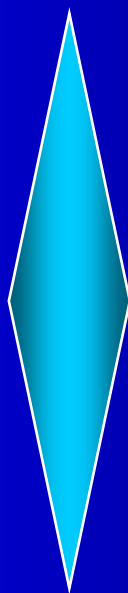
风险承担

创投机构

- ✓ 承担各自相应风险
- ✓ 创业者风险相应要大
- ✓ 谁管理，谁负责
- ✓ 管理层股东应承担更大责任

创业企业

- ✓ 创投出资不参与管理
- ✓ 实际经营中，风险向创投机构转移



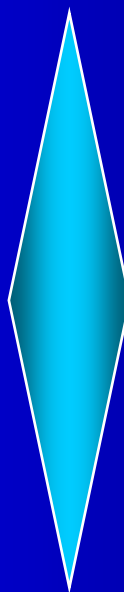
增值服务认同

创投机构

- ✓ 增值服务有其价值
- ✓ 希望提供增值服务
- ✓ 过分强调自身增值服务水平

创业企业

- ✓ 只承认资本价值
- ✓ 对增值服务不配合
- ✓ 增值服务水平不高，达不到要求



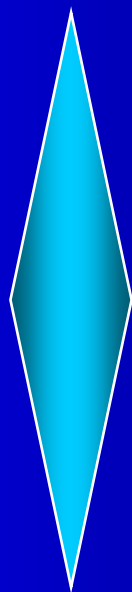
利益分配

创投机构

- ✓ 追求短期的、现阶段的利益
- ✓ 希望能有分红

创业企业

- ✓ 希望注重企业长期成长性
- ✓ 一般不分红



2、价值评判标准

以“三个代表”为核心的选择标准

- 技术先进，竞争力强——代表先进技术发展方向
- 市场前景广阔——代表广大市场的需求
- 管理团队诚信、综合素质高——代表最广大股东根本利益
- 股权结构简单、明晰；股东资源具有互补性
- 主营业务突出、成长性好
- 财务管理规范

最好的公司是最少时间就可收获的公司

3、如何看待管理团队

讲真话、办实事

- 管理团队是选择项目时最重要的决定因素
 - ✓ 综合素质高，懂经营、善管理、会沟通
 - ✓ 诚信度高，代表广大股东利益
 - ✓ 具有艰苦创业精神
 - ✓ 团队有共同的理念、相互信任与合作

我更倾向于一个一流的创业家团队有一个二流的想法，而不是一个二流的创业家团队有一流的想法。

——General Georges Doriot

4、如何看待技术

能卖出产品的技术才是好技术

技术不在于高精尖程度，而在于：

- 创新性，区别于传统技术
- 独占性，难以获取或复制
- 盈利性，带来成本下降或性能提高
- 持续性，技术储备和持续创新能力

不要拘泥于技术完美主义，在发展中改进完善

专利 = 技术

技术 = 市场

市场 = 利润

5、如何分析市场

利润是硬道理

- 防范不能规模化经营的市场风险
- 毛利率高
- 市场容量大、市场前景广
- 市场占有率高，比竞争者有优势
- 有合适的营销模式

6、VC如何进行财务分析

小心财务陷阱

- 创业企业在引进创业投资的时候，会虚增收入和资产，防范资产不实风险
- 财务数据是否真实合理
- 财务管理是否规范、财务报告是否清晰
- 遗留问题，包括税收、大股东借款、集资款等是否已得到妥善解决
- 是否有明确合理的资金使用计划

(1) 如何洞察财务报表粉饰

虚假报告总是会有痕迹

- 会计报表项目或财务指标异常或发生重大波动
- 主营业务不突出，或非经常性收益所占比重非常大
- 与同业相比，获利能力过高，增长速度过快
- 帐面利润增长，但经营活动净现金流为负
- 财务状况和盈利能力突然好转

(2) 常规财务分析方法

- 财务指标分析
 - ✓ 偿债能力分析
 - ✓ 营运能力分析
 - ✓ 盈利能力分析
- 财务综合分析
 - ✓ 杜邦分析法
 - ✓ 沃尔比重评分法



(3) 几种实用的分析方法

- 税项分析方法：欠税的余额和时间
- 盈利能力分析法：盈利能力过高或波动大
- 现金流量分析：经营净现金流与净利润相比反差强烈，持续时间长
- 资产结构分析：资产有一定的构成，如果长期资产过大，流动资产不足，价值也就有限

(4) 主要会计科目分析

主要分析方法：

- 结构分析法
- 趋势分析法



应收帐款

- 与销售收入对比分析：销售收入的增长伴随应收帐款的同期大幅增长，显示销售收入有虚构的可能性
- 帐龄分析：超过一年的应收帐款收回可能性小，虚增资产，应该剔除

其他应收款

- 关注无效的其他应收款，虚增资产
- 如果金额较大则存在以下情况：
 - ✓ 不存在或收不回来款项长期挂帐；
 - ✓ 费用长期挂帐
 - ✓ 关联方占用资金

预付帐款

- 如果余额较大，长期没有核销，则可疑
 - ✓ 可能是关联方占用资金
 - ✓ 可能是少结转成本，虚增利润
 - ✓ 案例：公司预付款3亿元购买固定资产，2年未收到设备，可能资金被关联方占用
- 往来款项结合起来分析
 - ✓ 案例：企业把资金汇给客户，挂其他应收款或预付帐款，客户把资金作为回款转回企业，虚增收入

存货

- 企业的存货有一个合适的量
- 如果存货余额相对销售成本较大：
 - ✓ 可能是产品销售不出去造成积压（则其实际价值远低于成本，企业价值高估）
 - ✓ 可能是企业少结转成本以虚增利润。

固定资产

- 总量分析：结合行业特点，如果相对于销售收入，固定资产规模过大，其真实性可疑
- 相关性分析：对于与主营业务不相关的、无效的、不再实用的资产应该剔除
- 虚增固定资产与虚增收入有时关联，通过虚增固定资产来消化虚增收入带来的应收帐款
- 关注企业通过折旧方法的变化来影响利润

无形资产

- 无形资产以专有技术和土地使用权最为普遍
- 关注无形资产的有效性，确实带来盈利能力提高
- 关注无形资产在资产结构中的比重，如果比重过高，影响盈利能力的实施
- 无形资产获得主要是外购、自行开发和投资者投入
- 要关注无形资产获得的合法性和入帐价值的真实性，注意无形资产评估增值行为
- 案例：研发费用资本化、土地增值、技术出资等

长期待摊费用

- 如果余额较大，通常是企业将费用支出资本化，如研发费、广告费等，虚增资产



银行借款

- 有银行借款是好事
- 关注银行借款的担保方式
- 关注银行借款的偿还情况



应付帐款、其他应付款、预收帐款

- 常用来隐藏利润，创业投资中少见
- 出现的情况是：与存货配合使用，进行年度间利润调节



专项应付款

- 一般用于对接受国家拨入的具有专门用途的拨款的核算，拨款项目完成后，经过验收，可以转为资本公积
- 注意为完成必要程序就转为资本公积，来虚增资产

实收资本

- 关注股权结构，股权结构复杂容易产生众多的关联交易
- 关注本期增资行为，通过现金流量表发现现金增资额，对于实物资产和无形资产，注意利用增资来虚增资产行为

资本公积

➤ 关注虚增资产现象

- ✓ 资本溢价：非现金资产溢价往往有水分
- ✓ 赠与：严格按法律规定确认赠与行为
- ✓ 评估增值：作为一个虚增资产的手段，被普遍使用

销售收入和成本

- 趋势分析方法，销售收入增长快，同时应收帐款大幅增加，可能是虚增收入
- 波动分析法，如果年度内销售收入异常波动，尤其是期末收入突然增加，收入虚假的可能性很大
- 结构分析法，非主营业务的销售收入比重很大，对创业投资而言，缺乏投资价值

期间费用

- 主要是趋势分析方法
- 一般来说，费用增长低于销售收入增长
- 如果费用相对增长比例过低，可能存在通过推迟确认本期费用，提高本期利润的情况

关联交易

- 关联交易有利有弊
- 关键是看交易价格，防止利益向大股东转移，损害小股东利益



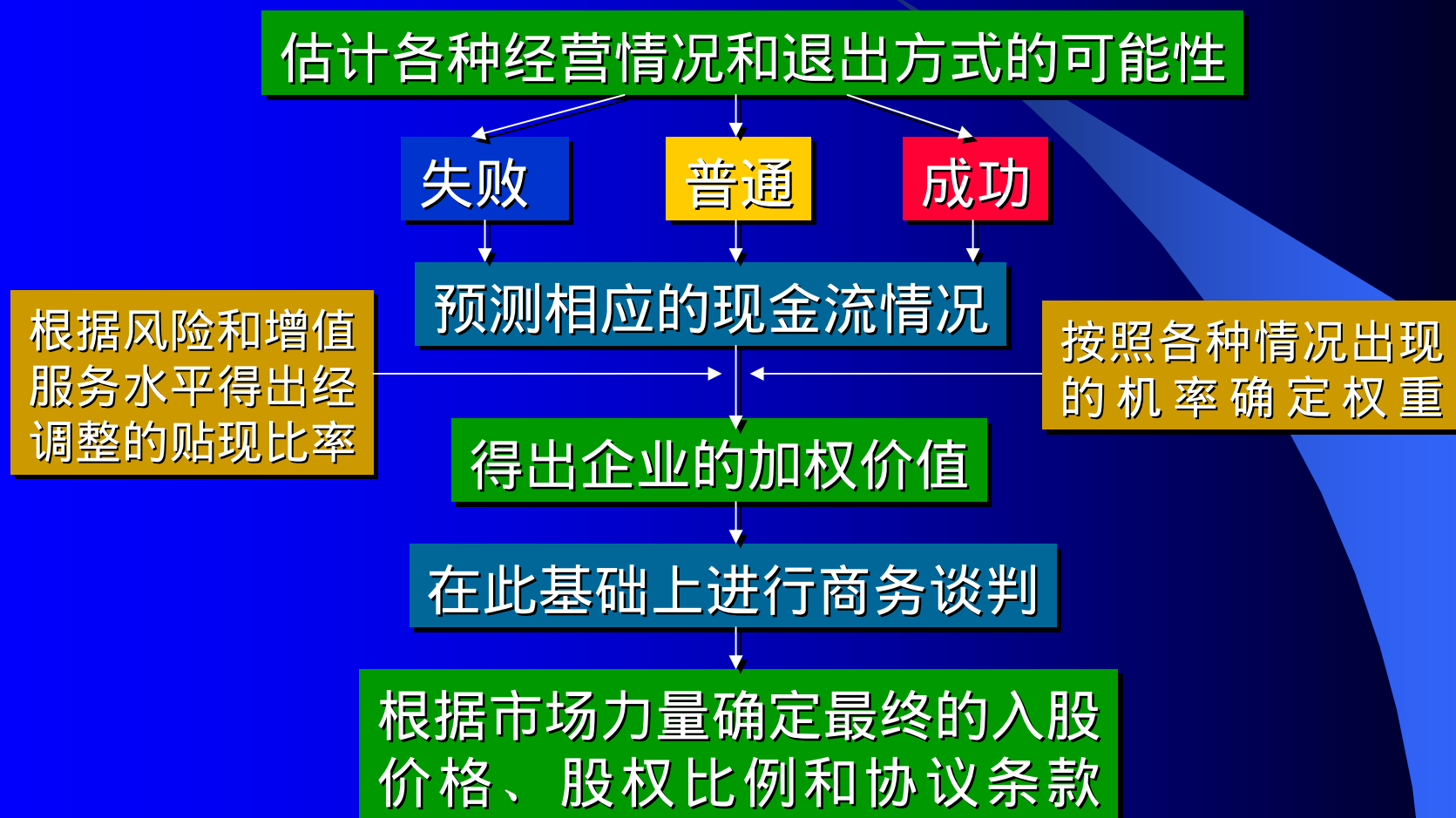
7、如何进行价值评估

拧干水分获得真实价值

要保证价值的真实

- 价值以现金流为基础
- 价值要包含风险因素
- 价值要考虑增值服务
- 市场力量是价值的最终决定因素

创业投资价值评估方法总结



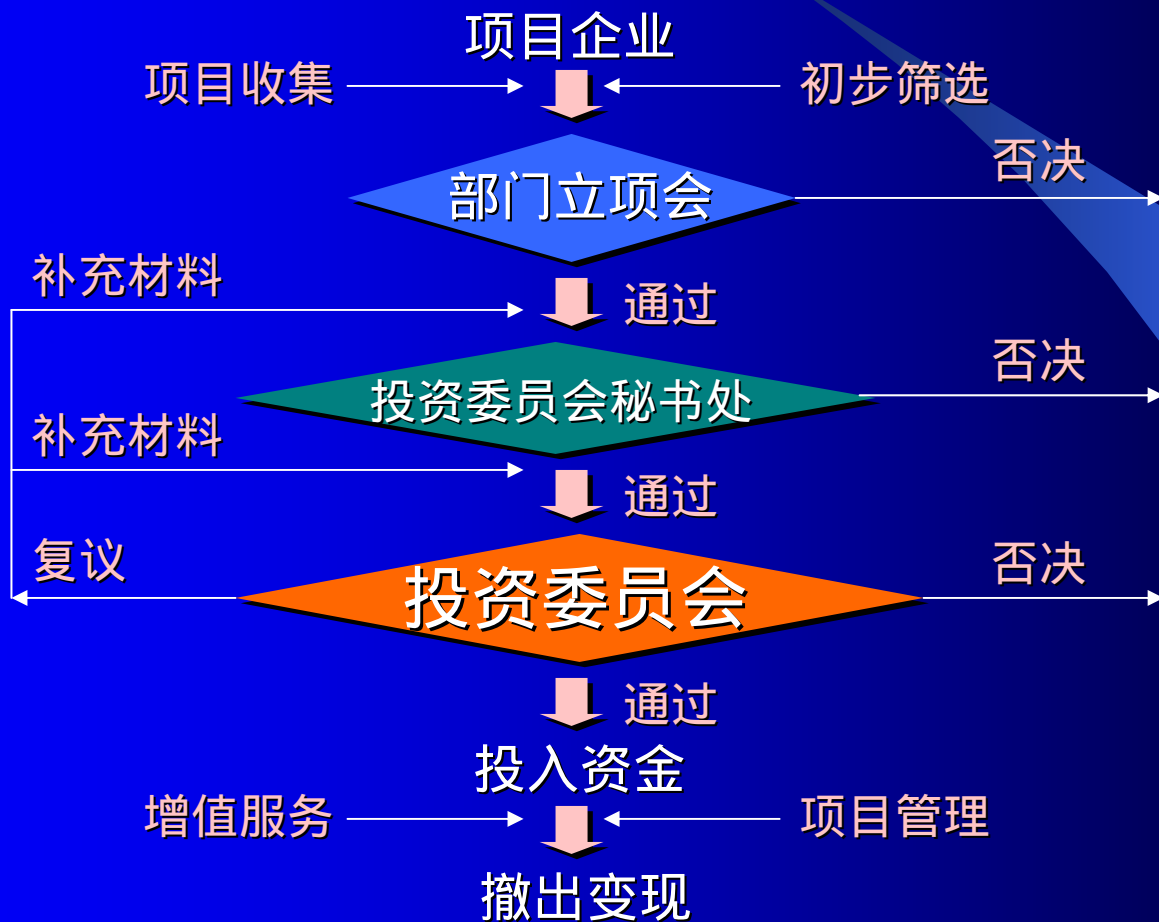
8、如何进行投资

- 投资方式：可单个投资、联合投资、分阶段投资
- 灵活投资：投资金额、投资比例、投资期限、投资阶段根据项目质量的不同采取不同的方式

投资机制



投资程序



9、如何提供增值服务

$VC^2 = VC$ 的价值增值服务



增值服务的方法

积极帮助企业成长

帮助企业组建



帮助企业扩张



退出
IPO/M&A

途径和方法

- 组建/加强董事会
- 强化管理团队、管理架构
- 确定战略方向
- 加强财务控制、法律架构
- 定期监控公司财务报告
- 定期参加董事会会议
- 帮助公司融资
- 帮助拓展业务
- 帮助寻找商业/技术伙伴
- 帮助公司达到IPO标准
- 决定IPO的时间地点和中介机构
- 寻找M&A伙伴

目标

- 组建/加强公司治理结构和管理架构
- 明晰战略方向
- 监控公司的经营和财务表现
- 保证公司实现增长
- 确保成功退出
- IPO、M&A

增值服务的理念

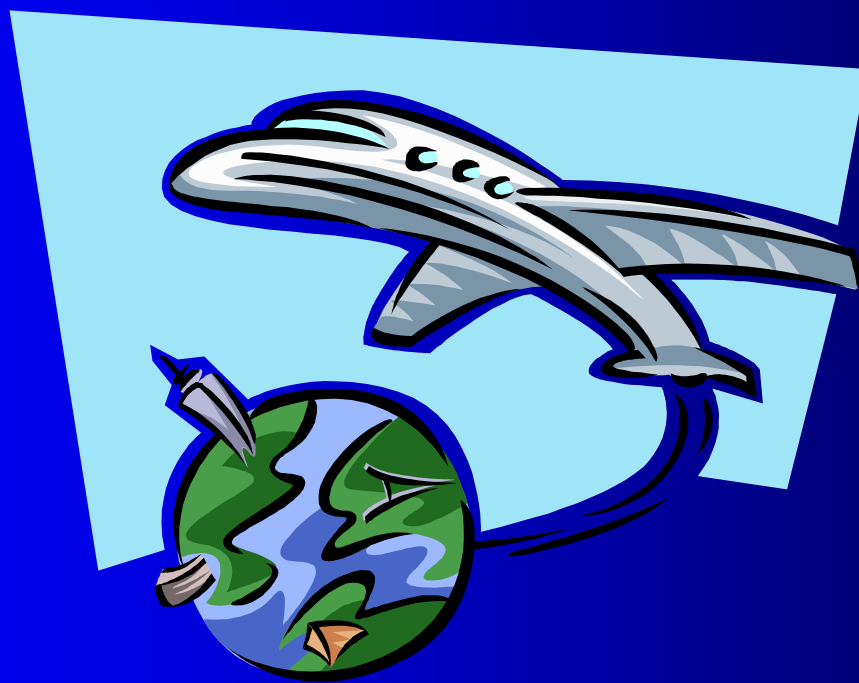
要

- ✓ 积极帮助公司发展
- ✓ 帮助公司建立治理结构和管理系统
- ✓ 帮助公司市场拓展、融资、寻找合作伙伴
- ✓ 给经营团队自由发挥的空间
- ✓ 定期召开董事会

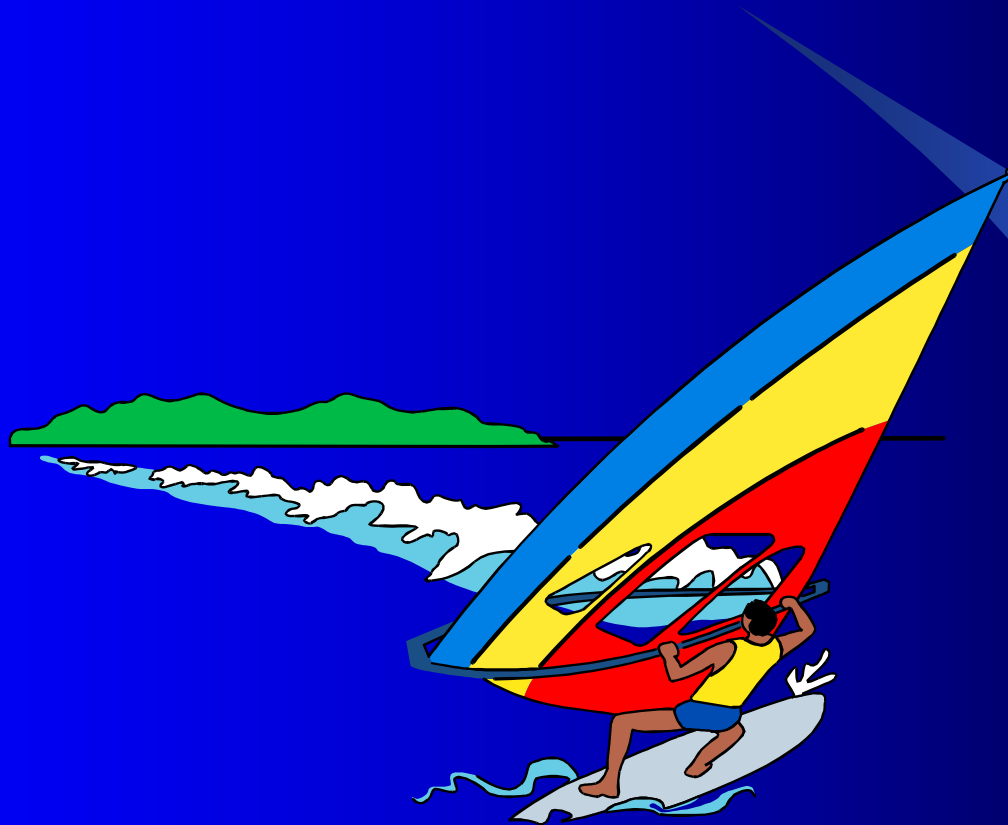
不要

- ✓ 不能投资后就坐等收获
- ✓ 不能仅仅依赖少数几个人
- ✓ 不能盲目帮助，帮助要有针对性
- ✓ 不能过渡限制经营者，使自己成为经营者
- ✓ 不能等问题发生了才想到要去解决

三、案例分析



附：深圳创新投资集团概况



公司沿革

1999年8月

深圳创新科技
投资有限公司

单一创业投资公司

三年发展

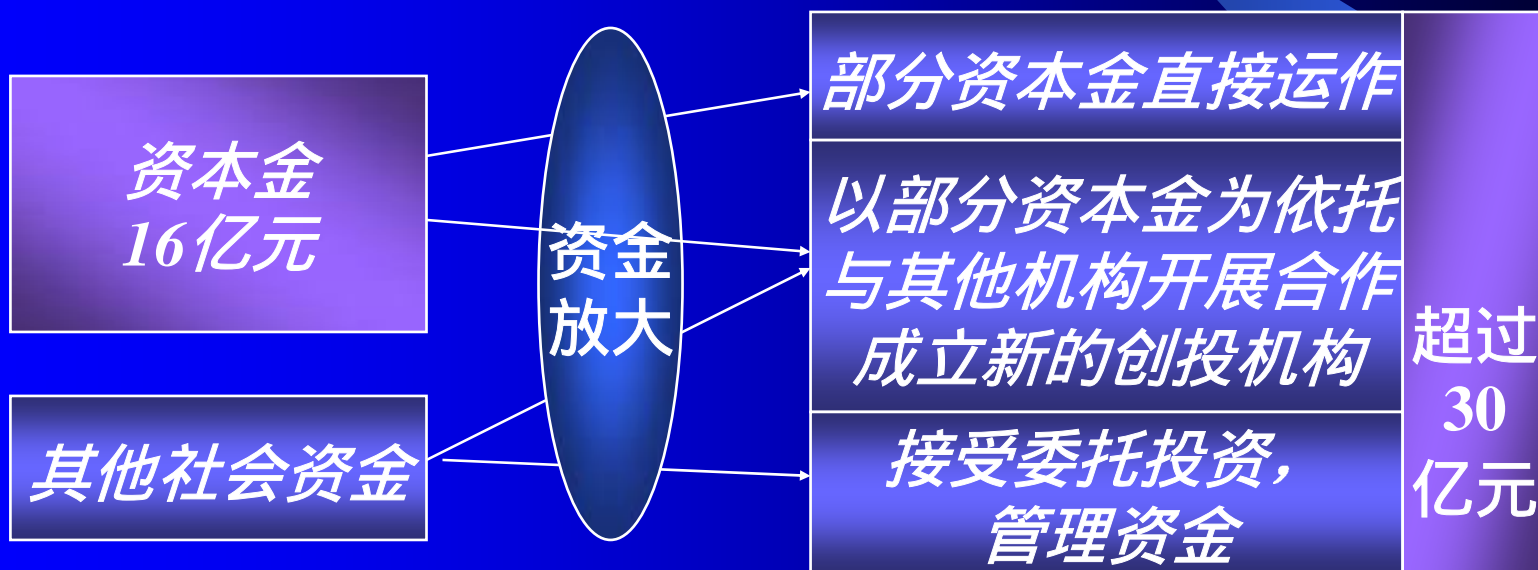
2002年10月

深圳创新投资
集团有限公司

以创业投资为核心的
综合性投资公司

资本规模

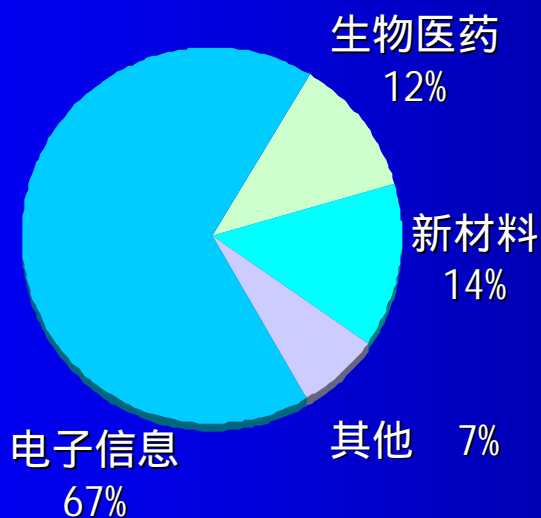
注册资本16亿元，可管理运作的资本超过30亿元



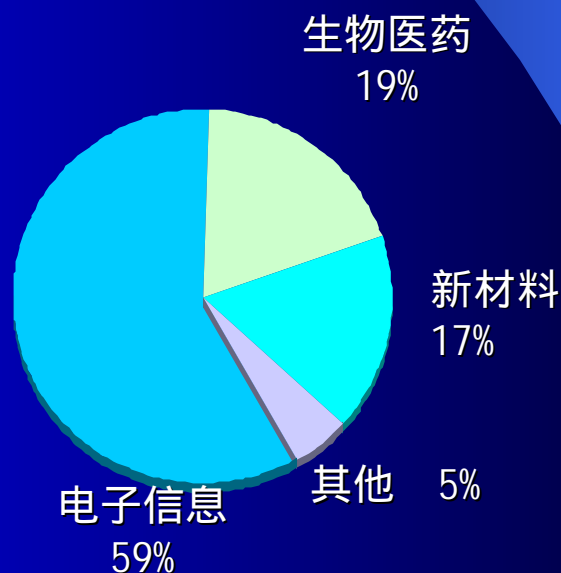
项目投资

共接洽项目4000余项，涉及投资金额超过300亿元人民币；已投资项目80项，总投资金额达8.7亿人民币；已投项目都是高新技术项目。

项目数量比例



项目金额比例

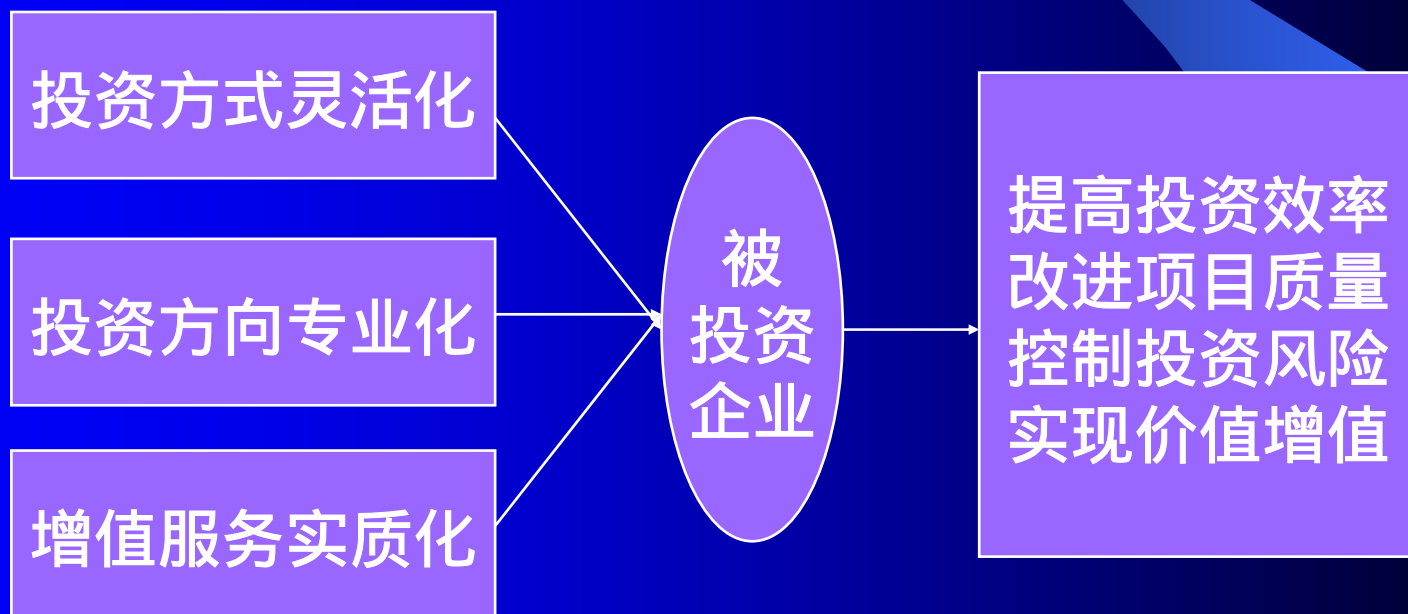


运作模式

- 集团化的控股经营模式
 - ✓ 集团公司实行控股式综合经营，
 - ✓ 在三统一的基础上，控股公司实行专业化运作，具体承担投资、筹资、管理功能。
- 委托型的基金管理模式
 - ✓ 集团部分资金委托给投资管理公司运作
 - ✓ 投资公司资金委托给投资管理公司运作

投资新思路

如何在当前困难的形势下开展创业投资



发展方向

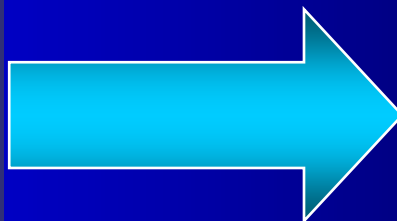
全方位、深层次、
具体、有效服务

以创业投资为核心

参股经营投资银行业务

与高科技产业集团合作

与银行等其他金融机构合作



综合性
创业投资公司

谢谢大家!

欢迎访问: www.szvc.com.cn

Tel: 0755-82912888

Fax: 0755-82912880