

第7章 风险投资项目价值评估

7.1 风险投资的概念和特点

1. 风险投资的概念

风险投资主要是指向初创企业提供资金支持并取得该公司股份的一种融资方式。它有广义和狭义之分。广义风险投资泛指把资金投入高风险领域以期获得高收益的行为。狭义风险投资又称创业投资。

2. 风险投资的特点

- （1）风险投资的投资对象主要是高新技术、高成长潜力的企业。
- （2）风险投资具有高风险和高预期回报
- （3）风险投资属于长期性、权益类资本
- （4）风险投资具有分段投资、组合投资的特点

7.2 风险投资项目估值程序

- 7.2.1 项目初选

- 1. 项目获取

通常，风险投资家会充分整合内外部资源，建立多元化的项目来源渠道。一般来说，投资项目主要来源于以下几种渠道：

- (1) 风险投资家寻找投资项目

风险资本家通过自身宣传吸引投资项目，参加相关行业交流会议等搜寻投资项目。

1. 项目获取

- (2) 创业企业自荐的投资项目

处于种子期与初创期的创业企业为了获得企业发展不可或缺的资金支持，通常制定比较详细的商业计划书，通过各种信息渠道主动接触并了解风险投资机构相关信息，提出投资申请。

- (3) 中介渠道获取或推荐的投资项目

风险投资家可以借助中介渠道，如银行、投资银行、管理顾问公司、会计师和律师事务所等中介机构、政府部门和大学或科研机构，以及其他风险投资机构等获取项目信息。

2. 项目筛选

- 在项目筛选阶段，风险投资家会根据投资策略与产业偏好，建立其适用的筛选准则，以快速过滤不适合的投资方案。这一阶段常见的**筛选原则**包括：
- （1）**投资项目的事业阶段**。基于投资组合的运用，风险投资家对于不同事业阶段投资项目有不同的偏好
- （2）**投资项目的金额规模**。为分散投资风险，一般风险投资家会设定每一投资项目金额可以接受的上下限，超出此范围的投资项目即会被排除于评估的考虑
- （3）**投资风险与预期报酬**。评估人员主要依据个人的主观经验对投资项目风险与预期报酬进行判断，风险投资家对投资项目的风险、投资回收期、预期报酬具有一定要求。

7.2.2 尽职调查

- 1. 尽职调查
- 尽职调查(due diligence, 简称DD), 又称**审慎调查**, 是指风险投资人在与目标企业达成初步合作意向后, 经协商一致, 由风险投资人或者委托专门的中介机构对目标企业进行现场调查、资料分析的一系列活动, 目的在于对创业企业做一个全面的评估, 了解企业的优势劣势, 判断企业的投资价值, 揭示投资风险, 为是否进行投资提供判断依据

• 2. 尽职调查的一般方法

- 在尽职调查中，投资者会对拟投资企业所在行业、企业所有者、企业的管理团队、客户、营销与销售、研究与开发、生产与服务、采购、法律与监管、财务与会计和税收等进行调查，以专业人士对相关问题做出的评析作为对拟投资项目进行取舍的依据。一般而言，尽职调查可以采用以下方法进行：
- （1）会谈关键人员
- 会谈被投资企业的關鍵人員是尽职调查中不可或缺的部分，投资者在与不同人员会谈中得到了企业各方面的信息，才能产生对目标企业的全面而客观的评价
- （2）抽取原始资料
- 在做尽职调查时应该到企业抽取原始资料，对企业的原始状况做详尽的了解。例如取得企业注册资本、企业法人、企业的性质、股权结构、股权变更、公司章程、合伙协议、企业创始的初衷、企业未来发展的总体目标、初始创始人与合伙人等重要资料。
- （3）实地考察
- 风险投资家需要到创业企业的生产经营场所进行实地调研，了解企业的具体状况，核实商业计划书内容的真实情况，考察管理团队的经营能力和管理水平，揭示创业企业或有的财务风险和法律风险，并进一步发掘企业的潜在价值。
- （4）函调
- 向银行/主要客户等发函也是尽职调查中的一项重要内容，投资者拿到企业的授权后可以向银行查证，也可以向客户以及其他相关单位发函询问。

• 7.2.3 项目终选

- 1. 项目终选审慎调查
- (1) 会见所有的管理层：了解管理者的素质、经验和专长，必要时对管理者的工作风格和心理素质作测试分析。并考察主要管理层成员的经验 and 个性是否相互配合，以形成强有力的管理结构。
- (2) 实地考察公司资产设施和经营业绩：对比商业计划书中的资产数据，核定拟投资公司的净资产和相关设备，对公司现阶段的管理状况作出评估。通过审核账目和财务报表了解公司的财务状况。
- (3) 调查公司的产品技术特性、销售前景和 market 价值：向产品专家咨询产品技术问题，并联络当前或潜在的客户和供应商，考察产品的市场以及原料问题。通过市场调查，确定拟投资公司在未来的价值和盈利前景，所投入资金可以在该公司占据的股份。
- (4) 进行广泛的相关调查：寻求联合投资的其他风险投资公司的意见；联络创业者的前业务伙伴和前投资者，向拟投资公司的竞争对手咨询；寻求其他风险企业管理层的意见；向银行、会计师事务所、律师事务所咨询。
- 在审慎调查中，除了充分收集有关拟投资公司的信息以外，还要结合公司提供的商业计划进行交叉检查，分析相关信息的有效性、准确性。

- **2. 项目终选的评估指标**

- 从风险投资项目终选的特征出发，设置6个一级指标，29个二级指标，构成风险投资项目终选评价指标体系。

- **(1) 人员素质**

- **①经营管理能力**：管理者对公司的运作能力、做出正确决策的能力；
- **②市场开拓能力**：风险企业在对现有市场的市场划分、竞争水平、目标客户群的了解的基础上，不断提高产品的市场占有率和市场竞争能力；
- **③融资能力**：风险企业为自身的发展需要，从金融机构吸纳资金的能力；
- **④技术实现能力**：拥有的技术和研发能力，使产品满足市场的需要，为产品的后续技术服务提供保障；
- **⑤经营管理团队**：风险企业拥有具有积极的团队精神、创新意识、丰富的管理经验、蓬勃向上的良好团队。

- (2) 市场前景

- ①进入市场的难易性：现有目标市场是否有较大技术壁垒、贸易壁垒，主要竞争对手的市场竞争实力，有否政策性的准入因素，与专利保护等使新的竞争者难以进入的因素；
- ②市场需求：市场目标客户群对目标产品的需求；
- ③市场规模：市场目标客户群对目标产品需要的总体容量；
- ④市场潜力：市场潜在客户群对目标产品需求在未来的潜在容量；
- ⑤对产品限制的条件及其自由度：在政策、质量、市场准入、与其他因素对产品要求上有否限制；
- ⑥对竞争者进入市场的防护：企业目标产品是否有足够的壁垒用以防范新的竞争者进入。

(3) 技术水平

- ①**产品的唯一性、新颖性和先进性**：拥有国际或国内领先的专门技术、版权、配方、品牌、专营权、特许权经营等；
- ②**产品的专利保护能力**：对现有的和正在申请的知识产权(专利、商标、版权等)的保护能力；
- ③**与供应商和客户的讨价还价能力**：考察供应商和客户的集中程度，替代品的替代程度以及成本的高低；
- ④**生产能力**：考察产品生产制造方式，生产设备状况，质量保证体系和产品成本控制措施等；
- ⑤**目标市场更新周期**：明确市场的更新周期，是否现有的技术能对目标市场的更新周期适应，并能提前对产品进行技术革新；
- ⑥**竞争优势**：现有的技术在同类竞争者中有否绝对或相对优势，能否在以后的工程中继续保持；
- ⑦**售后服务和用户支持**：对客户的服务质量、水平的高低是否足以巩固现有客户群，并为潜在客户群的发展提供良好基础。

(4) 财务状况

- ①**资本结构**：指标有资产负债率、资本化比率、固定资产净值率等；
- ②**偿债能力**：
 - 短期偿债能力：指标有流动比率、速动比率、现金比率等；
 - 长期偿债能力：指标有权益乘数、利息支付倍数等
- ③**资金经营能力**：指标有应收账款周转率、存货周转率、流动资产周转率等；
- ④**获利能力**：指标有资产净利率、销售净利率、股东权益报酬率、市盈率等；
- ⑤**现金流量状况**：指标有现金流量比率、偿债保障比率、每股现金流量等。

(5) 退出机制

- ①**公司未来的上市能力**：若公司发展迅速，业绩良好，预期能在较短时间内达到上市公司的要求，则具备了未来上市的能力；
- ②**公司未来的转售、购并能力**：寻找到能够充分利用购并公司的资源并具有与本公司战略目标一致的战略投资者的能力；
- ③**公司未来的管理层收购能力**：管理层的创新能力、经营能力和以往的业绩决定了未来的收购能力。

(6) 社会环境

- ①**经济周期对产品市场的影响**：指国民生产总值、就业、通货膨胀、利率以及其他经济变量或多或少地、定期地发生偏离增长趋势水平的各种动荡的汇集，即总体经济活动扩张和收缩交替反复出现的过程对产品市场的影响；
- ②**税收优惠政策**：享受的政府提供的优惠政策及未来可能的情况，特别是市场准入、减免税等方面的优惠政策；
- ③**与其他投资形式相比的收益率**：即与银行储蓄、债券、股票、货币市场工具、基金、房地产等投资的收益率相比。

7.2.4 合同谈判

- 经过与创业企业的多轮次谈判，双方最终就交易细节达成一致并签订协议。这个阶段讨论的重点是：
- **（1）股权形式、价格、数量。**股权形式影响风险投资机构日后的投资风险，而价格与数量也与日后的报酬风险相关。
- **（2）股权保障方式。**风险投资机构为降低风险、保障股权，通常会在协议书上明确股权保障方式，主要内容包括：董监事席位分配、董事会的权利义务与财务责任（如背书、保证）、重大资本预算的决策方式。风险投资公司对于技术入股价值认定，以及技术入股所具有权力的限制与应承担责任也会有所要求。还有为防止股权稀释或资本结构变动，风险投资机构有时还会要求对于新增投资方式具有认可或否决的权力。
- **（3）资金退出时机与方式。**协议中会有关于风险投资机构回收年限、出售持股的时机与规范、被投资公司股票上市时机与方式，或是被投资公司无法达成预期财务目标时所应承担的责任等事宜。
- **（4）参与经营管理的方式。**对于风险投资机构参与决策以及协助经营管理的范围与程度加以确认，高层管理团队的任命也是协议的重要事项。

7.3 风险投资项目估值方法

- 1.市盈率（P/E）模型
- 市盈率（Price Earnings Ratio，简称PE比率），是指普通股每股市价与每股收益之间的比率。

2.市净率（P/B）模型

- 市净率（**Price-to-Book Ratio**，简称**PB**比率），是指普通股每股市价与每股净资产之间的比率。

3.企业价值倍数（EV/EBITDA倍数）

市盈率是在估值实践中广泛应用的方法，而企业价值倍数却鲜为人知。事实上，企业价值倍数能有效弥补市盈率的缺陷，甚至在国外的运用程度比PE更为普遍。

企业价值倍数（EV/EBITDA），是企业价值（EV）与息税折旧前利润（EBITDA）的比值。其中，企业价值等于公司股票的总市值加公司的净债务值，即公司的股权价值与债权价值之和。

4 .现金流折现模型

- 现金流折现模型（**Discounted Cash Flows, DCF**）,也就是折现现金流，是一种常用的风险投资项目估值方法，其估值原理就是把风险投资项目未来特定期间的预期现金流量还原为当前现值。