

风险投资

——国际经验与欠发达地区的战略

丁文丽◎著

人民出版社

风险投资

——国际经验与欠发达地区的战略

丁文丽◎著

人民出版社

策划编辑:郑海燕

责任编辑:郑海燕

装帧设计:肖 辉

图书在版编目(CIP)数据

风险投资——国际经验与欠发达地区的战略/丁文丽著.

-北京:人民出版社,2004.7

ISBN 7-01-004435-X

I. 风… II. 丁… III. 风险投资-研究-世界 IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 060909 号

风险投资——国际经验与欠发达地区的战略

FENGXIAN TOUZI——GUOJI JINGYAN YU

QIANFADA DIQU DE ZHANLUE

丁文丽 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京通县电子外文印刷厂印刷 新华书店经销

2004 年 7 月第 1 版 2004 年 7 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:7

字数:154 千字 印数:0,001-3,000 册

ISBN 7-01-004435-X 定价:14.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

前 言

风险投资是对风险企业尤其是高新技术风险企业提供资金支持，并通过资本经营服务对所投企业进行培育和辅导，在企业发育成长到相对成熟后即退出投资的、以实现自身资本增值为目的的一种特定形态的金融资本。它是适应高新技术产业发展特点，在技术创新和金融创新相互作用过程中逐步形成的一种资本市场制度安排。它具有以下特点：1. 投资对象主要是新创企业，尤其是中小型高科技企业；2. 投资项目具有“四高”特征：高风险、高成长、高收益和高投入；3. 风险资本属于长期、低流动性资本，平均投资期限为5~7年；4. 风险投资的性质是股权投资而非债权投资，并参与企业的经营管理。

风险投资是高新技术产业化的“助推器”和“催化剂”。各国的经济实践表明，风险投资对于促进科技成果的转化，培育高技术产业和加速知识经济体系的形成具有举足轻重的作用。风险投资对高新技术产业发展的推动作用表现在：解决企业高风险的特征所造成的筹资困难；风险投资的管理优势和高技术企业的技术优势相结合、分阶段投资和股权投资相结合的特点有助于完善企业治理结构，从而极大地提高企业技术创新决策效率、企业的运行效率和管理水平。

从世界范围来看，风险投资的发展以美国、日本、欧洲、

以色列、韩国等国最具代表性，了解这些国家风险投资发展历程及其特点不但有利于提高我们对风险投资的认识，而且能够为我国风险投资事业的发展提供必要的经验借鉴。

风险投资的发展需要特定的社会经济环境，欠发达地区社会经济发展水平普遍较差的事实决定了这些地区风险投资发展中的劣势，基于这一考虑，人们通常认为，欠发达地区不可能也不应该发展风险投资。然而，在笔者的研究中发现，欠发达地区实现经济赶超需要技术赶超，而技术赶超离不开风险投资的推动作用，这说明发展风险投资对于欠发达地区的经济发展来讲，具有重要的战略意义。与此同时，欠发达地区的资源禀赋优势为这些地区发展风险投资创造了特有的优势，使这些地区具备了发展特定产业风险投资的现实可能。

2

本书在分析了风险投资的基本原理与国际发展经验的基础上，重点就我国的欠发达地区发展风险投资的战略意义、可能性及发展模式选择进行了研究。其中，以云南为研究范例所提出的风险投资发展模式、政府在风险投资中的功能定位等实施对策，具有一定的代表性，反映了欠发达地区发展风险投资的某些共性问题，对欠发达地区风险投资业的进一步推进具有重要的理论借鉴意义和政策参考价值。

由于作者水平所限，书中难免有不妥与错误之处，敬请读者批评指正。

丁文丽

2004年3月于昆明

目 录

前言	1
1 风险投资制度与原理	1
1.1 风险投资的内涵与特征	1
1.2 风险投资与技术创新效率	9
1.3 风险投资与企业技术创新效率关系的实证分析 ..	12
1.4 风险投资发展的系统环境	17
1.5 风险投资的治理结构	27
2 风险投资的国际比较与经验借鉴	45
2.1 美国——风险投资发祥地的经验	45
2.1.1 美国风险投资的发展历程	45
2.1.2 美国风险投资的特点	49
2.2 日本——另一种发展模式	54
2.3 韩国——亚洲风险投资发展的范例	59
2.4 以色列——政府扶持风险投资发展的 成功模式	63
2.5 小结	68
3 中国风险投资发展的现状与改革	70
3.1 中国风险投资发展现状分析	70
3.2 中国风险投资的特征	74

3.3	当前我国加快发展风险投资的重要意义	80
3.4	中国风险投资发展中存在的主要问题及其原因	83
3.5	经济一体化对中国风险投资的影响	86
3.6	我国风险投资业进一步发展的思路与对策	92
4	欠发达地区发展风险投资的可能性及其战略意义	105
4.1	可能性论证	105
4.1.1	实施基于资源禀赋优势的反梯度发展战略的可能性	105
4.1.2	后发优势——潜在资源禀赋优势向现实竞争优势转变的关键	107
4.1.3	风险投资——后发地区制度学习与技术创新的必要内容	109
4.2	战略意义	110
5	云南省发展风险投资业的系统环境优劣势分析	113
5.1	优势	113
5.1.1	“西部大开发”的国家政策倾斜优势	113
5.1.2	云南省社会经济发展战略调整的政策环境优势	114
5.1.3	云南省社会经济发展面临着一系列历史性机遇	117
5.1.4	云南省特有的资源禀赋优势与区位优势	120
5.2	劣势	123
5.2.1	社会文化环境不佳与市场经济发育滞后	124
5.2.2	政府在风险投资中的功能发挥不充分	129
5.2.3	中介机构服务严重短缺	143

6 云南省风险投资业发展的总体思路及

主要实施对策	158
6.1 总体思路	158
6.1.1 战略选择	158
6.1.2 战略目标	158
6.1.3 战略手段	159
6.2 主要实施对策	160
6.2.1 政府功能的再定位及政策环境的完善	160
6.2.2 以生物资源产业开发为重点的云南省风险 投资发展模式	180
6.2.3 政府在强化风险投资中介机构服务中的 功能定位	205
主要参考文献	209
后记	216

1

风险投资制度与原理

风险投资在运作机制和治理结构上的独创性已使其成为现代金融体系中极为重要的组成部分。风险投资作为一种创新型的投资方式，具有明确的内涵界定，它的运行遵循其本身的特殊规律。它对国家及企业的技术创新和企业治理结构的改善具有不可否认的特殊作用。



1.1 风险投资的内涵与特征

风险投资 (Venture Capital), 又称创业投资。关于其定义, 学术界没有标准的界定。根据美国风险投资协会 (NVCA) 的定义, 风险投资是指由职业金融家投入到成长性好、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。美国研究与发展公司 (American Research & Development, 简称 ARD) 则从创业投资的过程, 界定创业投资包括以下几点要素: (1) 新技术、新市场和新产品应用的可能性; (2) 显著的但不是必须的控制, 特别是投资者对公司管理的控制; (3) 投资于有着杰出能力的多种人才组成的创业企业; (4) 产品和工艺已度过早期的试验阶段, 并获得专利、版权、商业秘密协议的充分保护; (5) 投资于有希望在近几年内能够首次公开上市

(Initial Public Offering, 简称 IPO) 或整个公司出售 (即退出战略, Exit Strategy); (6) 有机会能使创业投资家创造超过投资的资本的价值 (即增值战略, Value-added Strategy)。^①

欧洲风险投资协会 (EVCA) 将风险投资定义为: 风险投资是一种专门的投资公司向具有巨大发展潜力的成长型、扩张型或重组型的未上市企业提供资金支持并辅之以管理参与的投资行为。在国外学者对风险投资所下的定义中, 具有代表性的是美国学者 Amrer 的观点: 对资金所有者而言, 风险投资是将其资金投注于具有高风险的企业, 所以此项投资可能一去不复返, 也可能成百倍地回收。投资期间是长期的, 并以股权参与的方式投资。所投资的对象除了具有高风险外, 往往是新的快速成长的事业, 风险投资家期望能从中获得巨

2 额利润。^②

国内对风险投资的定义也有多种, 举其要者, 如成思危先生的定义: 风险投资是把资金投向蕴藏着失败风险的高技术及其产品的研究开发领域, 旨在促使高技术成果尽快商品化, 以取得高资本收益的一种投资行为 (成思危, 1998)。刘曼红认为, 风险投资是一种特殊的金融运作方式。作为金融中的投资范畴, 风险投资不属于实物投资, 因为它以货币资本购买企业未发行的金融证券; 另一方面, 风险投资又在一定程度上属于实物投资, 因为它直接用货币购买企业 (刘曼红, 2002)。由科技部、国家计委等七部门联合制定的《关于建立风险投资机制的若干意见》中将风险投资定义为: 风险投资 (又称创业投资) 是指向主要属于科技型的高成长性创业企业提供股权资

① 约翰·巴特利特:《创业投资基础》, 东北财经大学出版社 2001 年版。

② 范柏乃:《现代风险投资运行与管理》, 同济大学出版社 2002 年版。

本，并为其提供经营管理和咨询服务，以期在被投资企业发展成熟后，通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为。这一定义高度概括了风险投资的基本内涵，在国内具有一定的权威性。还有人从广义金融市场的角度，将风险投资纳入金融市场的范畴。认为风险资本市场是一个与一般资本市场相对应的概念，是处于发育成长期的新生高新技术企业进行股份融资的市场。这一市场包含三个子市场：非正式的私人风险投资市场（Informal Business Angel）、风险资本（Venture Capital）和专门为中小高成长性企业设立的证券市场（Small Stock Market），如图 1.1 所示。^①

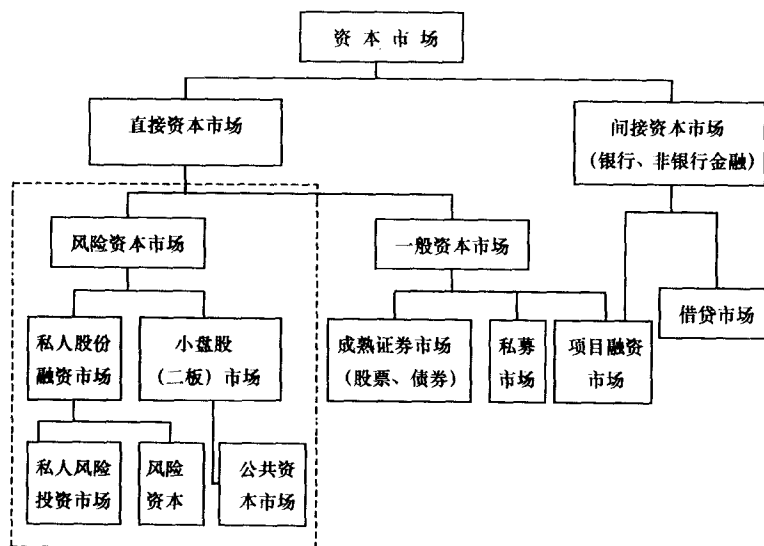


图 1.1 风险资本市场与资本市场

① 王益、许小松：《风险资本市场理论与实践》，中国经济出版社 2000 年版。

非正式的私人风险投资市场是一个没有中介的市场，它是富裕的家庭和个人直接向企业进行股份投资的市场；风险资本是一种有组织、有中介的资本形式，风险资本家是资本供给者和资本使用者之间的中介机构；专门为中小高成长性企业设立的证券市场是高新技术企业走向市场、成为公众公司的第一步，它为企业的扩张提供了更为广阔的融资渠道。

概括起来说，风险投资是对风险企业尤其是高新技术企业提供资金支持，并通过资本经营服务对所投企业进行培育和辅导，在企业发育成长到相对成熟后即退出投资的、以实现自身资本增值为目的的一种特定形态的金融资本。它是适应高新技术产业发展特点，在技术创新和金融创新相互作用过程中逐步形成的一种资本市场制度安排。

4 根据风险投资的定义，一个完整的风险投资运作过程包括以下几个环节：风险资本的筹集；风险企业考察；项目风险分析；选择项目；评估、谈判；参与风险企业管理；资本推出。下面的风险投资运作程序图（图 1.2）可以让我们对风险投资有一个更加直观的理解。

与其他投资方式相比，风险投资具有以下几个主要的特征：

1. 投资对象是新建企业尤其是高新技术风险企业，投资领域主要集中于高科技、新产品领域

在美国有 75% 的风险资本投入到与高新技术相关的企业和项目中。

2. 高风险与高回报

由于风险投资主要支持初创的技术与产品，没有固定资本作为抵押和担保，因此，在技术、经济及市场等方面的风险都相当大。从美国风险投资的实践经验来看，风险投资参

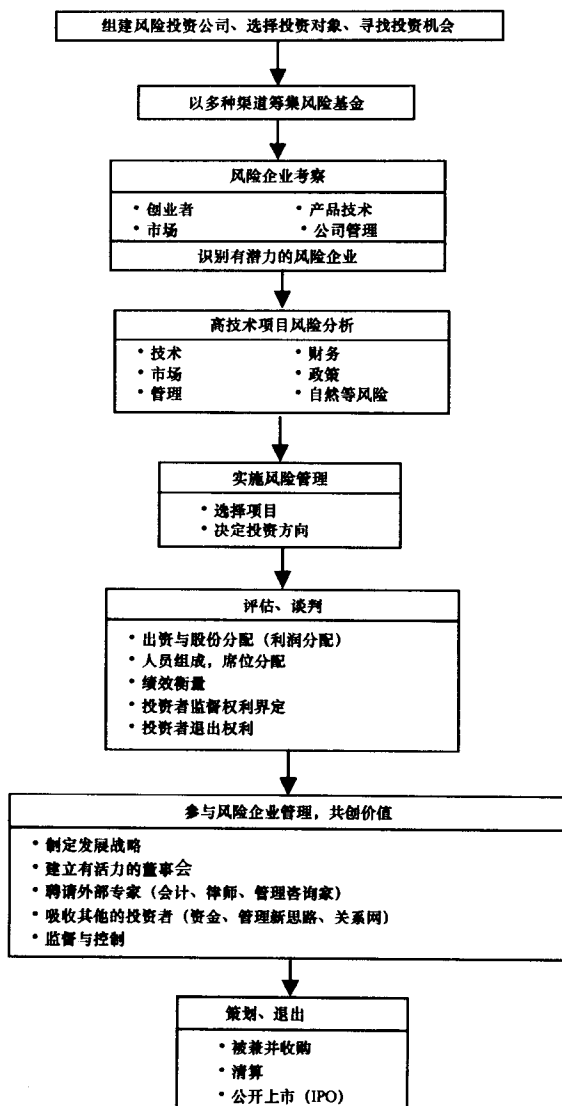


图 1.2 风险投资运作程序图

与创办的企业中，最终要破产的占 60%，有 30% 的企业将被购并，只有不足 10% 的企业能公开上市并获得高达几倍、几十倍甚至更高的回报。

风险投资的高风险性主要表现在：

(1) 技术风险。新技术在产生之初尚未完善，因而在形成产品的全过程中会遇到工艺设计、设备选择、材料准备和环境干扰等种种新情况和新问题。

(2) 市场风险。作为企业外部风险，市场风险要比企业内部风险高得多。市场风险主要源于以下几种不确定性：市场的接受程度和接受时间、市场的推广费用、竞争对手的竞争实力及合适的市场价格等。

6 (3) 组织管理风险。管理是影响风险企业成败的重要因素。管理风险既可能是由于管理者的经营理念、管理知识和决策能力难以适应高技术企业快速发展要求，也可能是因为企业组织结构难以适应高技术企业快速发展的要求。

对于风险，风险投资机构不再像传统投资者那样，去回避风险。关于这一点，可以用下式来说明：

$$B = I(R) \times Q - C - R \times Q \quad (1)$$

式中， B 代表风险投资者的收益； $I(R)$ 表示投资回报率，它随风险 R 的增加而增加； Q 为投资额； C 为经营成本（不含呆账损失）； R 为风险。

(1) 式表明，风险 R 增大，可能的投资损失 $R \times Q$ 增大，但只要投资回报率 $I(R)$ 也因此增加到足够高的水平， B 仍会增加。

尽管风险投资的成功率很低，但“高风险”总与“高回报”相伴而生。高回报是风险投资的魅力所在。高新技术企业

业一旦取得成功，由于其对市场的暂时垄断，可以获得超额的垄断利润，获得可观的经济效益，如图 1.3 所示。

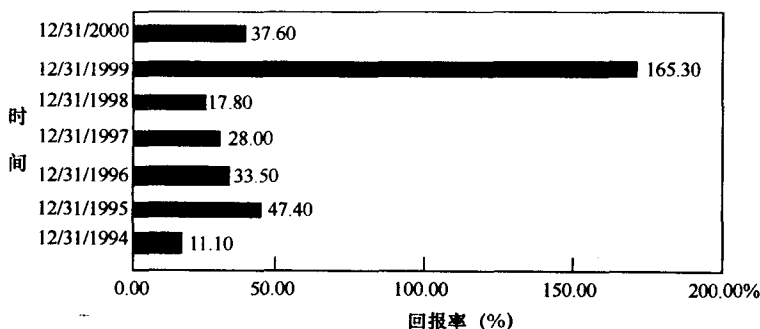


图 1.3 风险投资的高收益

3. 投资的中长期性

风险投资从最初设想产生到最后实现规模生产并达到一定的市场占有率，往往需要 5~10 年的时间，正是风险投资的这种长期性加大了投资的风险。当风险企业创业成功，股票上市后，风险投资家便抛出持有的股份，以实现投资利益。风险投资的长期投资具有明显的阶段性。风险投资总是伴随着一项新产品或一个新企业的产生和发展而运动的，它依次经历投入、回收和撤出三个阶段。

4. 组合投资，专家管理

为了分散投资风险，风险投资家通常把资金分散投向多个项目和企业，以利用成功项目所取得的高回报来抵偿失败项目的损失并取得收益。根据有关资料介绍，同时投资于 10 个以上的项目可使总体投资收益最高。此外，联合投资和匹配投资也能有效地降低风险。联合投资是对投资额较高、风险较大的项目或企业联合其他机构投资者共同投资。匹配投

资则要求项目的经营管理者或风险企业也要投入相应的资金。风险投资还是一种专业投资方式。在风险投资过程中，风险投资不仅向创业者提供资金，其管理者——风险投资家还用其长期积累的经验、知识和信息网络主动参与企业管理，辅导企业经营，促进被投资企业的成长。

5. 权益性投资

与借贷资本投资不同，风险投资是风险投资公司将筹集的风险资本用来购买风险企业的权益性证券，并参与经营管理，从而与风险企业共担风险、共享收益。其投资的着眼点并不在于投资对象当前的盈亏，而在于它们的发展前景和资产的增值潜力。

风险投资与一般金融投资的区别如表 1.1 所示。^①

表 1.1 风险投资与一般金融投资的区别

	风险投资	一般金融投资
投资对象	用于高新技术创业及其新产品开发，主要以中小型企业为主	用于传统企业扩展传统技术新产品的开发，主要以大中型企业为主
投资审查	以技术实现的可能性为审查重点，技术创新与市场前景的研究是关键	以财务分析与物质担保为审查重点，有无偿还能力是关键
投资方式	通常采用股权式投资，其关心的是企业的发展前景	主要采用贷款方式，需要按时偿还本息，其关心的是安全性
投资管理	参与企业的经营管理与决策，投资管理较严密，是合作开发的关系	对企业经营管理有参考咨询作用，一般不介入企业决策系统，是借贷关系
投资回收	风险共担、利润共享，企业若获得巨大发展，进入市场运作，可转让股权，收回投资，再投向新企业	按贷款和合同期限收回本息

① 俞自由：《风险投资理论与实践》，上海财经大学出版社 2001 年版。

1.2 风险投资与技术创新效率

风险投资是高新技术产业化的“助推剂”和“催化剂”。对于促进科技成果的转化，培育高技术产业和加速知识经济体系的形成具有举足轻重的作用。如美国斯坦福国际研究所所长 W·F·米勒所说，“由于在科学研究和技术产业化早期有风险投资的参与，使科学研究成果转化为商品的周期已由 20 年缩短至 10 年以下。”据统计，美国 90% 的高科技企业是按照风险投资模式发展起来的，如信息技术领域的 Amgen、Apple、Microsoft、Netscape、Oracle、Sun、Intel、Yahoo、DEC、Dell、Compaq、Lotus，生物技术领域的 Genentech，Inc. 等国际知名大公司，在其创业期无一例外地都得到了风险资本家的光顾和支持。这些企业是 20 世纪 90 年代美国经济持续增长的重要源泉，已经成为美国高技术产业发展和知识经济形成不可或缺的推动力。

风险投资在提高企业技术创新效率方面所起的作用体现在三个方面：

1. 风险投资有助于风险企业技术创新决策效率的提高

与技术创新有关的决策包括研究开发决策、设计与试制决策、生产决策和销售决策。技术创新效率直接取决于这一系列决策的结果。而由于技术创新决策的非程序化、高风险性以及不确定性等特点，使得决策对知识的依赖性越来越强。因此，提高技术创新效率的关键在于知识与决策权的有效结合，即将决策权赋予具有决策知识的人。

对于技术创新型企业来说，创业者的经营管理能力和创