



FENGXIAN TOUZI GUANLI

风险投资管理

黄用良 商亚玲 / 著

FENGXIAN TOUZI
GUANLI



经济科学出版社
Economic Science Press

风险投资管理

黄用良 商亚玲 著

经济科学出版社

责任编辑：解 丹
责任校对：董蔚挺
版式设计：代小卫
技术编辑：王世伟

风险投资管理

黄用良 商亚玲 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京天宇星印刷厂印刷

河北三河永明装订厂装订

850 × 1168 32 开 9.75 印张 240000 字

2004 年 4 月第一版 2004 年 4 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7 - 5058 - 4068 - 1/F · 3359 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

作者简介

黄用良，1965年4月出生于黑龙江省大庆市，毕业于哈尔滨工业大学，法学学士。现任大庆开发区高科技风险投资有限公司董事长兼总经理，高级会计师。曾长期在大庆石油管理局、大庆高新区等国有企业从事财务管理工作，多次参与大庆高新区和大庆石油管理局国有企业的股份制改造工作。1999年9月，负责组建黑龙江省第一家风险投资公司，在风险投资的实际运作中积累了较为丰富的实践经验，总结形成了自己独特的风险投资运营模式。

商亚玲，1964年6月出生于黑龙江省大庆市，毕业于哈尔滨工业大学，获法学学士。现任职于大庆开发区高科技风险投资有限公司。曾长期在大庆石油管理局、大庆高新区等国有企业、事业单位从事经济管理工作。1999年开始，长期从事风险投资理论与实践的研究，本书是其参与出版的第一部风险投资专著。

主要内容简介

本书通过详尽的资料选取和扎实的理论分析，介绍了风险投资的本质、分类、组织形式及其运作机制，并对从事风险投资管理所必不可少的价值评估、投资策略、操作方法等方面进行了全面的剖析，在风险投资的理论与实践上都涉猎了广阔的领域，希望对风险投资家及寻找风险投资的创业企业能提供有益的帮助。

目 录

第一部分 风险投资导论

第一章 风险投资的本质	3
第一节 风险投资的理论基础	3
第二节 进一步认识风险投资	17
第三节 风险投资与科技创新	29
第二章 风险投资中的政府角色定位	38
第一节 政府在发展风险投资中的作用	38
第二节 各国政府对风险投资的扶持	51
第三节 中国政府应扮演的角色	56

第二部分 风险投资的发展现状

第三章 国外风险投资的发展	65
第一节 美国的风险投资	65
第二节 印度的风险投资	76
第四章 中国风险投资的发展	87
第一节 中国风险投资的历史与现状	87
第二节 我国风险投资当前的问题与困境	96

第三部分 风险投资机构的组织形式

第五章 有限合伙制风险投资	107
第一节 有限合伙制的相关概念	107
第二节 有限合伙制的运作特点	112
第三节 有限合伙协议的内容	124
第四节 有限合伙公司作为投资中介的合理性	126
第五节 有限合伙制在我国的运用	131
第六章 公司风险投资	136
第一节 公司风险投资简介	136
第二节 公司风险投资的运作	140
第三节 公司风险投资的优势与缺点	146
第七章 一种特殊的风险投资：天使投资	149
第一节 从天使的发源地谈起——美国的天使	149
第二节 天使投资的存在价值与特质	152
第三节 我国的天使	154

第四部分 风险投资项目评估

第八章 项目的收集与初选	159
第一节 项目的收集	159
第二节 项目的初选	160
第九章 项目的立项评估	167
第一节 对选定项目进行立项评估的指标	167
第二节 美国与我国台湾地区进行项目评估的做法	169

第三节 评估方法	171
第十章 审慎调查	174
第一节 与企业家会面	174
第二节 审慎调查涉及的九个方面	177

第五部分 创业企业价值评估

第十一章 企业价值评估	195
第一节 企业价值评估的重要性	195
第二节 资产评估法	197
第三节 现金流量评估法	199
第四节 直接市场数据法	202
第五节 收益评估法	207
第六节 风险投资评估法	210
第七节 增长期权思想及其在企业价值评估 中的应用	215

第六部分 投资条款及投资协议

第十二章 投资条款与投资协议	221
第一节 投资条款	221
第二节 投资协议	228

第七部分 投资后管理

第十三章 投资后管理	235
第一节 风险管理	235

第二节	投资后的约束机制	242
第三节	投资后的激励机制	245
第四节	投资后的管理服务	252

第八部分 风险资本的退出

第十四章	风险资本的退出	259
第一节	公开上市	259
第二节	股权回购	274
第三节	兼并与收购	280
第四节	公司清算	294

第一部分

风险投资导论

第一章 风险投资的本质

第一节 风险投资的理论基础

一、从“风险投资”说起

“风险投资”的概念最早起源于15世纪的欧洲，当时西欧国家的一些商人投资于远洋运输和探险，从而出现了“风险投资（Venture Capital）”这个词汇。19世纪随着美国一些富人投资于油田开发、军工企业技术的转化等项目，“风险投资”一词在美国也开始广泛流传。“风险投资”在英语语法上是个多义词。它首先被用作名词，表明个人、家族或公司提供的某种资本类别。这种资本类别虽然也以资金的形式注入被投资企业，但是却与其他资金形式，如银行贷款、证券融资、贸易融资等形式有很大不同。这种资金形式比其他资金形式要昂贵，因为它包含了深层的人力因素和知识因素。其次，“风险投资”还代表一种活动，即对这种资本的投资与管理以及资本的回收这样一个循环往复的过程。在这个过程中，人是关键的因素，特别是投资管理者以及企业家。这样的投资管理者基本上是经验丰富的专业人士，在融资、经商和企业管理方面都有不同寻常的能力和意志。他们积极介入被投资企业的经营活动中，努力发掘企业的内在潜力，同时也分享企业的成功价值。

最通常的情况下,“风险投资”是指一种资本以及这种资本的投资过程。但各个不同国家,由于历史起源和文化语境的不同,没有一个对于“风险投资”的统一定义。在欧洲大陆地区,“风险投资”是指对未上市私人公司的股权投资,其类型涵盖范围从小规模的创业性投资到大规模的管理收购或杠杆收购,而且面向发展型企业的融资或并购活动的风险投资占据绝大多数份额。但是在美国,“风险投资”的含义则有很大不同。美国可以说是现代意义上“风险投资”的发源地,也是“风险投资”最兴旺、最成功的国家。在几十年的历程中,“风险投资”的含义也一直在变化。其最初的含义与现在的实践也有了偏差。美国人多里奥特(General Doriot)一度被认为是“风险投资”的创始人,他创办了第一家现代意义上的“风险投资”公司——美国研究与发展公司(American Research & Development)。他所认为的“风险投资”应该具备下列条件:(1)涉及新技术、新营销概念、新产品应用的可能性;(2)投资者或投资中介机构在被投资企业中占据很大份额的股权;(3)企业领导者必须有超常的才干和凝聚力;(4)企业的产品或流程至少需经过早期的萌芽阶段,并且受到专利权、著作权、贸易秘密协定的保护;(5)被投资企业能在几年之后上市或者被整体收购;(6)风险投资家除了投入资金,还能在企业里起更大的作用。现今,“风险投资”的内涵已经有了许多改变,但是多里奥特的分析仍然不失为一种极其精辟的定义。所以,现在业内人士一般把符合多里奥特六点标准的“风险投资”称为传统“风险投资”。

哈佛商学院教授乔希·勒纳(Josh Lerner)对“风险投资”的定义则是专门面向私人持有、有高增长潜力企业的股权或半股权投资的资本群体。他所认为的“风险投资”的要件是:(1)股权或与股权有关的投资;(2)面向私人企业的投资;(3)面向有增长潜力,能给投资者带来高回报的企业的投资。根据投资理

论，伴随着未来高回报的是高于一般投资的风险，因此第三点同时也暗示了风险投资往往面临较高的风险。

不难看出，勒纳的定义不仅包括了人们所熟悉的投向高科技成长型企业的传统风险投资，也包括面向发展型企业和企业收购（包括杠杆收购和管理收购）的投资。当今美国风险投资的方向有偏向发展型企业和企业收购的趋势。因此，我们有理由认为，现代的风险投资更趋近“商业性投资”，而不是传统意义上的风险投资。

这里还有几个权威机构对风险投资的定义：

美国全美风险投资协会（NVCA）：风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。

欧洲风险投资协会：风险投资是一种由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。

经济合作与发展组织（OECD）24个工业发达国家在1983年召开的第二次投资方式研讨会上认为，凡是以高科技知识为基础，向生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资，都可视为风险投资。

世界经济合作组织科技政策委员会于1996年发表了一份题为《风险投资与创新》的研究报告中对风险投资的定义为：风险投资是一种向极具发展潜力的新建企业或中小企业提供股权资本的投资行为。

结合这些权威机构的说法，我们可以说，所谓风险投资，是指把资金投向蕴藏着较大失败危险的高新技术开发领域，以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为。风险投资是在市场经济体制下支持科技成果转化的一种重要手段，其实质是通过投资于一个高风险、高回报的项目群，将其中成功的项目进行出售或上市，实现所有者权益的变现，从而不仅能弥补失败项目的损

失，而且还可使投资者获得相对于其他投资方式而言的高额回报。不管对风险投资有怎样的定义，说它是一种权益资本也好，投资行为也好，或是一种金融运作制度也好，它都是集高风险、高回报于一身的，具有一般投融资机制所没有的特性。

如果一种商业行为能够被称作风险投资的话，那么它应该具备以下几个条件：（1）私人股权投资或与股权有关的私人投资；（2）投资风险较高，投资期限较长，流动性较低，与此相对应的投资回报或股东权益比较高；（3）被投资企业的产品和服务必须有潜在的市场竞争优势；（4）投资的回报一般是资本的收益，而不是通过利息或分红来得到；（5）投资者或投资中介利用自己的才能和关系，增加了企业的价值，为了介入企业的经营，他们往往在企业董事会中享有关键的地位。

二、风险投资的基本特质

从上面的分析可以看出，风险投资是确定多数或不确定多数投资者以集合投资的方式设立专业投资机构，委托专业性的风险投资管理机构为新兴的、迅速发展的，尤其是科技型、具有巨大潜力的企业提供权益性资本，并通过资本经营服务直接参与企业创业，当企业成长到一定阶段，以上市、并购等方式退出企业，并获得资本增值，从而继续进行新一轮企业创业活动的投资形式。作为一种权益资本，风险投资具有下列的基本特质。

（一）属于无担保、高风险、高收益的投资

一项科研成果从最初的构想到形成产业化，一般要经过实验室、中试、产业化三个阶段。其首先需要解决的就是资金问题。这一类刚刚起步或尚未起步的高技术企业及高技术产品，特别是一些刚刚起步的中小型企业甚至还没有形成企业的项目设计，其

资金或资产往往十分有限，因而没有固定资产或资金作为贷款的抵押和担保。因为没有良好的信用记录，获得银行贷款的可能性很小；同时由于刚刚起步，业务处于初创期，其未来的经营、技术发展和市场前景都存在很大的变数，想通过发行股票、债券或其他证券工具融资也是不可能的。所以对于这些公司来讲，它们无法从传统融资渠道获取资金，只能开辟新的融资渠道，因而惟一的途径只能是引进风险投资。风险投资重点支持开发和试点这两个阶段。通常研究与开发所需资金的比例是1:10，开发与试点所需资金的比例也是1:10。但是这些阶段的项目具有很高的不确定性即风险系数很高，而且并不是所有高风险投资都能够最终实现投资利益，毕竟风险投资的对象具有高风险性。这主要有三个原因：第一，风险投资选择的主要投资对象是处于发展早期阶段的中小型高科技企业（包括企业的种子期、导入期和成长期），这些企业存在较多风险因素。像处于种子期的企业，从技术酝酿到实验室产品，再到粗糙的样品完成，需要进一步的投资以形成产品，但此时技术上还存在许多不确定因素，产品还没有推向市场，企业也刚刚创建，因而投资的技术风险、市场风险、管理体制风险都很突出。第二，风险投资是长期投资。投资的回收期一般是4~6年，而且资金的流动性也很差。第三，风险投资的资金需求量可能很大，而且在投资初期很难准确估计。传统投资的对象往往具有成熟的产品，具有较高的社会地位和信誉，有一定的良好业绩记录，因而风险较小；而风险投资的对象则是高技术中小企业的技术创新活动，风险投资家看重的是投资对象潜在的技术能力和市场潜力。所以这种投资具有很大的不确定性。一家资深的风险投资公司每月都会收到很多投资建议书，其中只有20%可能引起风险投资家的兴趣，通过进一步的评估，最后一般只剩下5%的项目。虽然每个进入实际操作的风险投资项目都要经过严格的评估过程，但据统计，在美国风险投资基金

的投资项目中有 50% 左右是完全失败的, 40% 是不赔不赚, 只有 10% 能脱颖而出, 大获成功。而且, 在创业企业发展的不同阶段, 风险投资公司都必须不断地注入资金, 而且投入的资金在逐渐加大, 因而风险投资的失败率很高。

但是, 一旦获得成功, 风险投资可以得到高额的投资回报。据统计资料显示, 美国风险投资的长期平均年回报率高达 20%, 而股票长期平均年回报率为 9% ~ 15%, 国债则为 5% ~ 6%, 从投资效益来看, 成功的风险投资可以获得几十倍甚至上百倍的利润, 完全可以弥补在其他项目上的投资损失。这是因为, 第一, 风险投资公司的投资项目是由非常专业的风险投资家经过严格的程序选择而获得的。选择的投资对象是一些潜在市场规模大、高风险、高成长、高收益的新创事业或投资计划。第二, 由于处于发展初期的小企业很难从银行等传统金融机构获得资金, 风险投资家对它们投的资金是“雪中送炭”, 因而, 风险投资家也能获得较多的股份。第三, 风险投资家丰富的管理经验弥补了一些创业家管理经验的不足, 从而保证企业能够迅速地取得成功。第四, 风险投资会通过企业上市的方式, 从成功的投资中退出, 从而获得高额资本收益。风险投资的收益不是来自创业企业本身的分红, 而是来自创业企业成熟壮大以后的股权转让。风险资本家在风险投资中项目选择的主要标准就是该项目能否带来高投资回报, 而不是它对科技发展有无推动, 它追求的是资本的高回报目标。据美国 1982 年对 218 家创业企业的调查, 投资完全损失的占 14.7%, 部分损失的占 24.8%, 但在成功的项目中有 60% 的项目收益率超过 100%; 英国的风险资本协会 (BVCA) 1997 年的研究报告表明, 英国 1996 年风险投资的回报率为 42.9%, 近三年平均为 26.6%, 近五年平均为 25.7%, 近十年平均为 15.7%。这样高的投资回报率对一般的商业投资来说是可望而不可及的, 因此即使失败的可能性远远大于成功的可能性, 风险投资公司也会