



北京工商大学经济学博士文库

# 日本风险投资体系 运作研究

梁 鹏◎著

R

IBEN FENGXIAN TOUZI TIXI  
YUNZUO YANJIU



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

013047641

F833.134.8

01

本书由北京市哲学社会科学首都流通业研究基地资助（编号：JD-2012-Y-12）

# 日本风险投资体系 运作研究

梁 鹏◎著



F833.134.8  
01



北航

C1654736



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

## 内容提要

作为亚洲风险投资的先驱,经过40多年的发展,日本的风险投资业在政府的推动下得到了迅速的发展,形成了其特有的发展模式。本书在系统地梳理风险投资的基本理论和国内外研究进展的基础上,从风险投资的规模、风险资金的来源、风险机构的组织形式、风险资本的投资领域和地域的分布等方面对日本风险投资业的发展模式进行剖析,对目前日本风险投资的主要退出方式及日本多层次资本市场的建设进行了系统研究。并以1987年~2006年间的日本风险投资业的收益率状况为基础,对其和美欧等国的内部收益率进行比较,此外,本书还以日本风险投资业成立最早的公司之一的集富集团(JAFCO)为实例,对JAFCO的组织结构特点以及投资回收情况进行深入分析,以助于我们从微观的层面进一步了解日本风险投资业的发展。

责任编辑:兰涛

## 图书在版编目(CIP)数据

日本风险投资体系运作研究/梁鹏著. —北京:知识产权出版社,2013.4

ISBN 978-7-5130-1968-2

I. ①日… II. ①梁… III. ①风险投资—投资体系—研究—日本 IV. ①F833.134.8

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第056476号

## 日本风险投资体系运作研究

梁鹏 著

---

出版发行: 知识产权出版社

社址: 北京市海淀区马甸南村1号

网址: <http://www.ipph.cn>

发行电话: 010-82000860 转 8101/8102

责编电话: 010-82000860 转 8325

印刷: 知识产权出版社电子制印中心

开本: 787mm × 1092mm 1/16

版次: 2013年5月第1版

字数: 207千字

ISBN 978-7-5130-1968-2/F·599(4811)

邮 编: 100088

邮 箱: [bjb@cnipr.com](mailto:bjb@cnipr.com)

传 真: 010-82000860 转 8240

责编邮箱: [lantao@cnipr.com](mailto:lantao@cnipr.com)

经 销: 新华书店及相关销售网点

印 张: 13.5

印 次: 2013年5月第1次印刷

定 价: 39.00元

---

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

## 作者简介

梁鹏，女，湖南人，北京工商大学经济学院讲师，经济学博士，中国人民大学应用经济学博士后。主要从事区域经济、产业经济、风险投资等方面的研究。近年先后在《科技进步与对策》、《财经理论与实践》、《管理现代化》等核心期刊上发表论文 20 余篇，所有论文均被 CSSCI 和 EI 收录。参加国家社会科学基金及教育部等省部级课题 4 项，主持教育部等省部级课题 2 项。所主持课题《风险投资的资金筹集机制研究》获中国博士后科学基金会二等奖。

本书由北京市哲学社会科学首都流通业研究基地资助（编号：JD-2012-Y-10）

## 摘 要

风险投资的最大特点就是高风险和高收益，投资者对风险投资公司投资的最终意愿取决于其投资项目的最终回报，即投资是否可以获得同风险水平相称的回报。它是机构投资者衡量风险投资经理人能力和风险投资项目赢利的基准，同时也可以帮助风险投资经理人在风险投资业树立良好的声誉，使投资者可以将退出时获得的赢利资金转移到这些具有良好声誉的风险投资经理人那里，为投资经理人今后进行项目的融资提供一个可衡量的标准。在为数不多的对风险投资回报的研究中，大部分都集中在了对欧美等国的风险投资基金运作的研究上，对于亚洲市场的研究比较欠缺。本书在系统的梳理风险投资的基本理论和国内外研究进展的基础上，分析了日本风险投资产业的发展历史、现状及其特点。对日本风险投资的主要退出渠道进行了深入研究，分析了首次公开发行的主要退出场所以及进行首次公开发行的利弊，并进一步分析首次公开发行和收益率的关系，对目前日本风险投资的主要退出方式及日本多层次资本市场的建设进行系统研究，分析了日本为高科技中小企业资金退出而设立的创业板市场的发展历程、市场运行的特点等，剖析了创业板市场的建设对日本高新技术中小企业进行 IPO 的意义和作用。并对 1987 ~ 2006 年间的日本风险投资业的收益率状况进行分析，运用比较研究的方法对日本同美国、欧洲等国的内部收益率进行比较研究。本书还以日本风险投资业成立最早的公司之一的集富集团（JAFCO）为实例，通过剖析 JAFCO 的发展、组织结构特点以及投资的回收和表现，从微观的层面进一步了解日本风险投资业的发展。最后本书对中国目前风险投资的运行模式、特点进行了简单分析，并对中国风险投资市场近年来退出方式的选择进行首次公开发行的市场及其风险投资回报进行了分析和研究。

当前如何积极稳妥地发展我国的风险投资事业，构建与之相适应的创业投资体系是国内的一个研究热点。我国当前风险投资发展中存在的问题与 20



世纪 90 年代日本风险投资存在的问题有许多相似之处，通过对日本风险投资业进行系统的研究可以为中国的风险投资机构和学术界进一步分析其风险基金的投资运行状况提供真实的依据，也可以为各个投资机构如何借鉴日本市场的经验教训，分析影响其投资基金收益的主要因素，为实现其投资回报率的最大化提供一些有意义的借鉴。

# Abstract

The major characteristic of venture capital is high risk and high income. Invest desirability of investor depends on the ultimate return of invests, namely invests whether can obtain the same risk level repayment. It is a reference for the organization investor weighs fund manager's ability and project profit, simultaneously also may help the fund manager in the venture capital industry setting up good prestige, so as to help investor transfers profits when exiting to fund manager who has a good reputation and it hence to provide a measurable standard for fund manager for future financing. Of the few studies on the return of venture capital, mostly are concentrated on European and American markets, it lacks of research on Asian market. This book describes history, current situation and characteristics of Japanese venture capital industry, using funds during 1987 to 2006 as the objects of study, and then takes cash flow of 355 venture capital funds to calculate internal rate of return. Then by referring to the prestudy model of European and American scholars, this book proposes a new model that meets the characteristics of the Japanese venture capital market. This book also conducts a case study, through the case study of organizational structure, operation and the internal return of rate of JAFCO to analysis its success secrets, and make the further understanding to the current development of Japanese venture capital. Finally, The book makes a simple analysis on Chinese venture capital operation mode and features, and also studies the exit way, the IPO market and return in Chinese market.

Now it is popular to study how to develop the venture capital industry in china. The problems of Chinese current venture capital development have some similarities with those that exist in the 1990's of Japanese. Through the empirical analysis on internal rate of return and its influential factors of Japanese venture capital, it can pro-



vide a basis for Chinese investment institutions to analyze the operation status of venture funds, help to learn some experiences from Japanese, and at the same time to analyze the influencing factors so as to provide some meaningful references to realize the maximum return of investment.



# 目 录

<b>1 导论</b> .....	(1)
1.1 选题的意义 .....	(1)
1.2 研究的目的 .....	(2)
1.3 研究的主要内容和方法 .....	(3)
1.3.1 研究的主要内容 .....	(3)
1.3.2 研究的主要方法 .....	(4)
1.4 风险投资相关研究成果综述 .....	(5)
1.4.1 国外相关研究成果综述 .....	(5)
1.4.2 国内相关研究成果综述 .....	(15)
1.4.3 国内外研究综述评价 .....	(18)
1.5 研究的创新点 .....	(18)
<b>2 风险投资的概述与基本理论</b> .....	(20)
2.1 风险投资的内涵及其基本特点 .....	(20)
2.1.1 风险投资的内涵 .....	(20)
2.1.2 风险投资与其他投资方式的区别 .....	(23)
2.1.3 风险投资的特点 .....	(26)
2.2 风险投资的三要素及其运行机制 .....	(28)
2.2.1 投资者 (Investors) .....	(28)
2.2.2 风险投资机构 .....	(29)
2.2.3 风险企业 .....	(29)
2.2.4 风险投资的运行机制 .....	(30)
2.3 风险投资研究的理论基础 .....	(32)
2.3.1 信息不对称理论 .....	(32)
2.3.2 高风险高收益理论 .....	(34)



2.4	研究中相关概念界定	(35)
2.4.1	风险投资的风险与回报	(35)
2.4.2	回报方式和回报率	(36)
2.4.3	风险投资的回报状况计算——内部收益率	(36)
3	风险投资主要退出机制——首次公开发行 (Initial Public Offering)	(39)
3.1	首次公开发行概述	(40)
3.1.1	首次公开发行的主要退出市场	(40)
3.1.2	首次公开发行的利弊	(42)
3.1.3	首次公开发行与投资回报分析	(43)
3.2	企业并购	(45)
3.3	回购 (Buy - back)	(47)
3.4	清算退出 (Write - off)	(48)
3.5	退出方式的设计与选择	(49)
3.6	日本首次公开发行的市场概述——多层次资本市场的发展	(50)
3.6.1	日本证券交易所第一部市场与第二部市场	(52)
3.6.2	日本的新兴市场	(54)
3.6.3	各新兴市场定位深层次分析	(67)
3.6.4	重振新兴市场活力措施	(69)
3.6.5	日本交易所集团成立	(72)
3.6.6	日本创业板市场的发展对我国的启示	(76)
3.6.7	日本目前风险投资退出途径	(79)
4	基于首次公开发行企业的内部收益率研究	(81)
4.1	日本风险投资发展现状	(81)
4.1.1	日本风险资本发展的历史和规模	(82)
4.1.2	日本风险投资的组织模式和投资规模	(88)
4.1.3	日本风险投资的资本来源	(90)
4.1.4	日本风险投资领域和地域	(91)
4.1.5	日本风险的投资阶段	(95)
4.2	日本风险投资内部收益率研究	(98)

4.2.1	数据来源	(98)
4.2.2	研究方法	(98)
4.2.3	IRR 计算方法	(98)
4.2.4	样本统计性描述	(100)
4.2.5	计算结果分析	(100)
4.2.6	日本风险投资的整体评价研究	(106)
4.3	日美欧的内部收益率比较分析	(111)
4.4	影响日本风险投资发展的主要因素	(112)
4.4.1	相对保守的观念	(113)
4.4.2	资金来源受限	(114)
4.4.3	金融机构附属投资公司所占的比例过高	(115)
4.4.4	缺乏相应的报酬激励	(116)
4.4.5	政府介入	(117)
<b>5</b>	<b>日本风险投资案例研究——以 JAFCO 为例</b>	<b>(119)</b>
5.1	JAFCO 的发展概况	(119)
5.2	JAFCO 的组织结构	(120)
5.3	JAFCO 的管理运作和投资现状	(121)
5.3.1	投资金额及领域	(122)
5.3.2	投资阶段和退出战略	(123)
5.4	JAFCO 的投资收益分析	(124)
5.4.1	JAFCO 投资企业的首次公开发行	(124)
5.4.2	JAFCO 投资基金的内部收益率 (IRR)	(125)
<b>6</b>	<b>中国风险投资的发展现状分析</b>	<b>(127)</b>
6.1	中国风险投资发展历程	(127)
6.1.1	酝酿期 (1985 ~ 1996 年)	(127)
6.1.2	兴起期 (1997 ~ 2001 年)	(129)
6.1.3	调整期 (2002 ~ 2005 年)	(130)
6.1.4	发展期 (2006 年至今)	(131)
6.2	中国风险投资发展总体概况	(131)



6.2.1	投资规模	(131)
6.2.2	资本来源	(132)
6.2.3	投资领域	(134)
6.2.4	投资阶段	(135)
6.2.5	影响投资决策的因素	(136)
6.2.6	外资风险投资项目退出周期	(136)
6.3	中国风险投资的首次公开发行市场	(137)
6.3.1	中国风险投资退出现状	(137)
6.3.2	中国首次公开发行现状	(140)
6.3.3	首次公开发行退出方式的主要问题	(154)
6.4	中国风险投资收益率分析	(158)
6.5	日本风险投资市场对我国风险投资发展的借鉴	(162)
6.5.1	打破单一的资金来源模式, 拓宽融资渠道	(162)
6.5.2	构建一个发达的资本市场体系	(165)
6.5.3	正确定义政府在风险投资中的角色	(166)
6.5.4	培养风险投资专门人才为风险投资提供人才保障	(167)
6.5.5	为风险投资发展创造良好的法律制度环境	(168)
6.5.6	建立风险投资的国家信贷担保机制	(170)
附录	各年度风险投资运行基金状况统计	(172)
参考文献		(193)

# 1 导 论

## 1.1 选题的意义

1971年日本京都同友会为调查美国风险企业和风险资本的情况访问了波士顿。当时美国正在兴起对年轻的、具有成长力的企业持续进行投融资的美国新产业——风险投资，对追求知识集约化经济的日本金融界、证券界、产业界产生了很大的影响。1972年11月日本设立了第一家民间风险资本“京都企业发展股份有限公司（KED）”。KED的目的是发掘新兴的、创造型的企业，对这些企业直接提供资金援助，或进行经营指导。因为高科技企业在创业初期，一般都需要进行巨额的研发投资，并且技术研发风险和市场开拓风险非常大。传统的融资渠道很难为这类企业提供必要的资金支持。只有风险投资可以通过科学的投资组合和制度设计，有效控制投资风险，并获得较高的投资回报。美国许多世界一流的巨型高科技企业，如“思科”、“微软”、“英特尔”、“惠普”、“苹果”、“雅虎”、“网景”等，在创业初期都曾接受过风险投资的资金支持。正是由于看到美国风险投资对其高科技产业发展的强大推动作用，世界各国纷纷采取措施发展自己的风险投资。

风险投资的最大特点就是高风险和高收益，投资者对风险投资公司投资的最终意愿取决于其投资项目的最终回报，即投资是否可以获得同风险水平相称的回报。根据以往学者的研究，风险投资的回报主要取决于投资期限、退出方式和退出时公司的价值（Hay, Abbott, 1993），因此对于风险投资回报的评估就要求对退出程序进行考察。Gompers和其他一些学者近期的研究证明简单可行的退出程序是风险投资基金获得资金的基础。美国风险投资的有关数据也表明，通过风险投资基金投资的公司首次公开发行的可行性和最终投资者将资金进行风险投资的意愿之间有着很强的相关性。风险投资经理人



对于风险投资者的最主要的义务就是使投资者的资本获得最大的收益，所以回报率在风险投资中显得格外重要。它是机构投资者衡量风险投资经理人能力和风险投资项目赢利的基准，同时也可以帮助风险投资经理人在风险投资业树立良好的声誉，使投资者可以将退出时获得的赢利资金转移到这些具有良好声誉的风险投资经理人那里，为他们今后进行项目融资提供一个可衡量的标准。遗憾的是，对风险投资回报及其影响因素的相关研究则比较缺乏，这有很大一部分的原因是由于风险投资的时间跨度比较大，很难获得相关的数据，加之大多数投资基金的管理费用、未退出项目的市值以及失败项目的退出价值都很难准确估计，在调查的时候还有相当一部分的基金尚未走完基金周期，等等，这一切都使得对风险投资回报率的研究显得更加困难。

当前如何积极稳妥地发展我国的风险投资事业，构建与之相适应的创业投资体系是国内的一个研究热点。随着中国经济持续稳定地保持高速增长，高科技行业的强劲复苏，一批由风险投资支持的企业成功上市或被并购，一系列有利于风险投资行业发展的法律、法规的出台，中国风险投资迎来了新的发展契机，大量的投资人尤其是海外投资人将目光聚焦于中国的风险市场，期望加大对中国的投资。但是中国市场风险投资退出的合法渠道和回报水平的模糊不清，使他们犹豫不前。对于风险投资机构者，其风险投资在哪些行业回报较高，以何种方式退出比较适合国情，关系到其能否顺利筹措所需资金和能否创业成功。本书通过对日本风险投资的回报状况及其影响因素进行分析，以期为中国风险投资机构和学术界进一步分析其风险基金的投资运行状况提供真实的依据，也为各个投资机构如何借鉴日本市场的得失经验，分析影响其投资基金收益的主要因素，为实现其投资回报率的最大化提供一些有意义的借鉴。

## 1.2 研究的目的

风险投资是全球经济理论、金融理论研究中的一个热点问题，由于其在促进技术创新、加速科技成果转化、增强国际竞争力等方面的特殊作用，日益受到人们的重视。同时，“风险投资—新经济”作为一个综合的当代经济学



面对的重大课题，新经济在完成工业化后的西方已经呈现出无限生机，发展新兴产业也已成为日本产业政策的一个重要组成部分。日本自从其企业的竞争力被美国赶超以来，政府开始仿效美国，推出了一系列有益于其风险投资发展的政策和具体措施，伴随着新兴产业创业的三次热潮，日本的风险投资产业也得到了极大的发展，特别是日本创业板的推出，其风险投资也受到了全世界投资者的关注。

目前在为数不多的对风险投资回报的研究中，大部分都集中在对欧美等国家的风险投资基金运作的研究上，对于亚洲市场的研究比较缺乏，现存的研究关注的焦点主要放在了机构之间的关系，风险资本在首次公开发行（IPO）中的作用，IPO 前后的所有者结构以及 JASDAQ 上市企业的经营情况上。

由于风险投资行业已经成为保证中国经济健康持续高速增长的重要力量，中国政府非常关心风险投资行业的发展，而风险投资行业退出回报水平数据的缺乏，阻碍了政府制定相关的法律、法规来规范、扶持风险投资行业。因此，本书首次以亚洲风险投资最发达的日本为例，分析和研究日本市场风险投资体系的运作情况，以期对我国风险投资基金运行提供有意义的借鉴。

## 1.3 研究的主要内容和方法

### 1.3.1 研究的主要内容

本书共分为六个部分，主要内容如下：

第一章为导论，主要阐述了研究的目的是和意义、研究的主要内容、方法以及国内外相关研究的现状和主要创新之处，它起着纲领性的作用。

第二章为风险投资的概述与基本理论。发展风险投资，必须了解风险投资体系的基本原理和运作。因此本章对风险投资内涵和特点进行综述，并通过和其他投资方式比较的基础上，较为全面地评价了风险投资中的信息不对称理论和高风险高收益理论，并对内部收益率分析法进行了详细的阐述和分析。



第三章为风险投资退出渠道的相关研究。由于退出方式的选择不同，风险投资的收益将会有很大的差别。本书详细地分析了首次公开发行的主要退出场所以及进行首次公开发行的利弊，并分析了首次公开发行和收益率的关系。另外，本书对日本风险投资的主要退出方式及日本多层次资本市场的建设进行了系统研究，分析了日本为高科技中小企业资金退出而设立的创业板市场的发展历程、市场运行的特点等，剖析了创业板市场的建设对日本高新技术中小企业进行 IPO 的意义和作用。

第四章主要从风险投资的规模、风险资金的来源、风险机构的组织形式、风险资本的投资领域和地域的分布等方面对日本风险投资业的发展模式进行叙述，并对 1987 ~ 2006 年间的日本风险投资业的收益率状况进行分析，并运用比较研究的方法对日本同美国、欧洲等国的内部收益率进行比较研究，分析其收益率较欧美等国偏低的因素。

第五章采用案例研究的方法，以日本最大的风险投资公司之一的 JAFSCO 公司为例，通过对 JAFSCO 公司的发展、组织结构特点以及投资的回收和表现分析，从微观的层面进一步了解日本风险投资业的发展。

第六章对中国目前风险投资的运行模式、特点进行了简单分析，并对中国风险投资市场近年来退出方式的选择、首次公开发行的市场以及其风险投资回报进行了分析和研究。

### 1.3.2 研究的主要方法

#### 1. 历史分析方法

研究采用了历史分析的方法，全面分析了日本风险投资发展的历史阶段，以及各历史阶段相对应的制度变革。历史的分析为有效地预见未来起到了有力的论证作用。

#### 2. 比较研究的分析方法

研究运用全面比较的方法，分析和研究了日本与美国、欧洲在风险投资内部收益率上的业绩表现。比较研究了日本和中国的创业板市场的发展历史和特点，提出中国创业板市场的发展要充分借鉴风险投资发达国家的成功经验。





### 3. 系统分析方法

本书构建了日本风险投资回报研究的系统框架，分析了系统要素构成，按各要素的功能分析，从其风险投资的历史回顾、运行、收益及影响因素等方面全面展开，运用一手的数据资料并借鉴欧美等国学者的先行研究，从多角度、全方位分析其内部收益的现状及其影响因素，从而使本项研究较之已有研究更加系统和深入。

### 4. 规范分析与实证分析方法

本书运用内部收益率的计算方法对日本风险投资的回报状况进行分析和研究。同时规范性的理论研究方法将信息不对称理论及高风险、高收益理论运用到风险投资的研究中，探讨其内部收益率较欧美等风险投资发达国家偏低的原因。

### 5. 宏观分析与微观分析相结合

本书从宏观角度对影响日本风险投资的发展的外部环境进行探讨，从微观层次上通过案例研究对日本风险投资的发展进行深层次的剖析。

## 1.4 风险投资相关研究成果综述

### 1.4.1 国外相关研究成果综述

#### 1.4.1.1 关于风险投资的研究

国外对风险投资的研究兴起于 20 世纪 60 年代，早期关于风险投资的研究主要集中在微观领域，围绕风险投资筹资、投资和退资过程中的各个方面而展开，研究内容主要包括风险投资筹资研究、风险投资契约安排研究、风险投资组织形式研究、风险投资评估与决策行为研究、风险投资的退出途径及风险企业首次公开发行的研究、风险投资家作用的研究等方面。对于风险投资机构组织形式的研究，在过去的十多年中也有了很大的发展，大部分的文献主要是对美国 and 英国的组织结构进行研究。在风险投资的先行研究中，著名学者 Sahlman (1990)，Lerner (1994, 1995)，Gompers (1995)，Gompers and Lerner (1996)，Reid (1999)，Lockett and Wright (1999)，Triantis