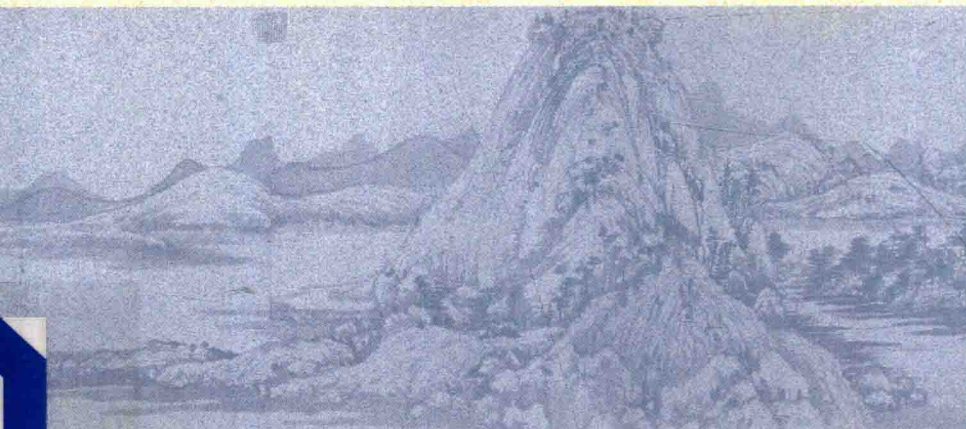


21世纪创业教育系列精品教材

创业投资学



阎 敏 ◎ 主 编
黄 藤 ◎ 主 审

王文良 岳福琴
朱连周 王景红 ◎ 参 编
杨曼利

非外借



清华大学出版社

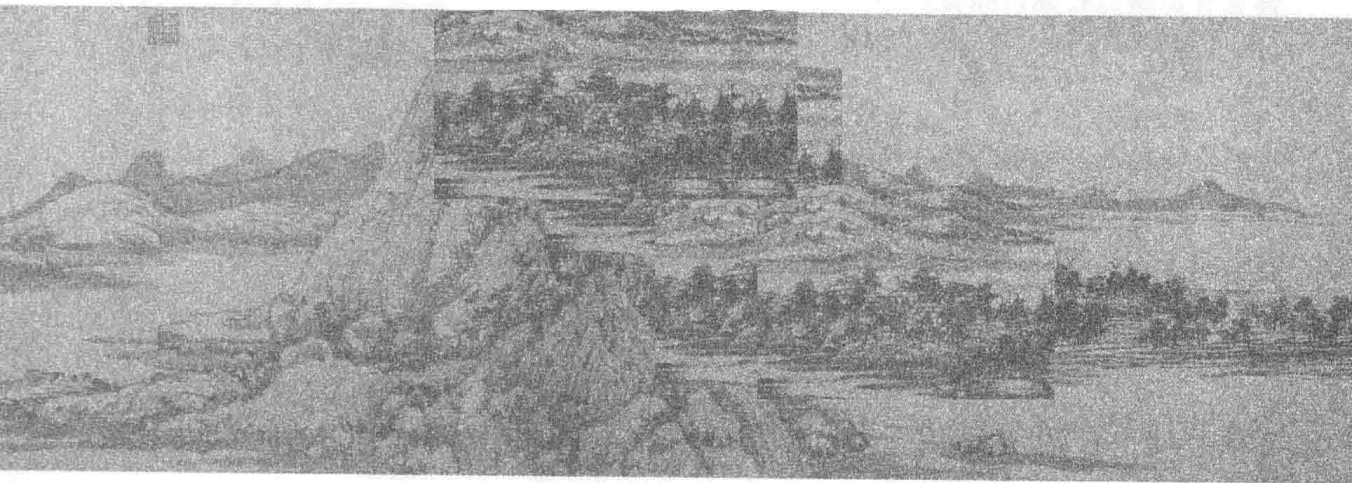
21世纪创业教育系列精品教材



创业投资学

阎 敏 ◎ 主 编

王文良 岳福琴
朱连周 王景红 ◎ 参 编
杨曼利



清华大学出版社
北 京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

创业投资学/阎敏主编. — 北京:清华大学出版社, 2019

(21世纪创业教育系列精品教材)

ISBN 978-7-302-51494-7

I. ①创… II. ①阎… III. ①创业投资—教材 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第244224号

责任编辑:吴雷

封面设计:汉风唐韵

版式设计:方加青

责任校对:王荣静

责任印制:沈露

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦A座

邮 编:100084

社总机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印装者:北京国马印刷厂

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm

印 张:16.75

字 数:373千字

版 次:2019年1月第1版

印 次:2019年1月第1次印刷

定 价:49.00元

产品编号:077603-01

序 言

《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020年）》明确提出，要大力推进高等学校创业教育工作。随着国内各高校纷纷成立创业学院并开设创业教学课程，为推进应用型人才的培养创造了条件。然而，迄今为止多数高校在创业教育教学的课程设置及教材建设方面的进展相对滞后。据调研了解，目前全国高校创业投资教育和教学所使用的统编性教材并不多，2017年以前仅发现了2014—2016年出版的两个版本：一是东华大学管理学院田增瑞的《创业投资学》；二是山东政治大学于春明的《创业投资理论与实务》，这两本教材的内容大同小异。

西安外事学院是一所以创业教育见长的民办高校。该校2009年创立了创业学院，并设立了相关专业课程；2010年该校首次统编了《创新创业基础教程》，以供全校学生开设创业通识课教学使用。从2016年开始，西安外事学院进一步完善创业教育课程设置及教材体系建设，计划增设相关创业专业课，以供创业精英班及将要招收的研究生班开课使用。此本《创业投资学》教材因此应运而生。

本教材全面系统地介绍了创业投资的理论和实务，其内容包括创业投资的基本原理和方法、委托代理理论、组合投资理论及创业相关政策和法规；创业前期的市场调研、项目评估、企业筛选、交易谈判及投资对象的确定与投资准备；创业投资基金的设立、集资及其投资管理的相关实务；创业企业的资本融资及创业投资的资本运营与业务管理实务；创业投资市场退出和收益获取的渠道、方式、手段等具体实操规程，特别是创业投资全过程的风险防范及监控等管理技术、方法。学习和掌握上述专业理论和实务操作技巧，对于准备创业的高校毕业生提升创业信心和创业成功率无疑会有非常重要的帮助。

相比于其他同类教材，本教材具有以下特色：

（1）时效性极强。随着我国2015年“大众创业、万众创新”经济发展战略的实施，各高校的创业教育及应用型人才培养需求倍增。在这种时代背景下编写这本创业专业课教材，其市场需求潜力巨大，时效性极强。

（2）实务性极强。与教材的内容相对应，全书除三章理论知识外，其余大部分章节均为创业投融资及其风险管理的实务可操作性内容。因此，学习和掌握本书知识，对于高校毕业生和广大创业者提高创业技能具有重要作用。

（3）应用性极强。对教师而言，本教材内容精练，共十章三十五节，便于教学课时

的安排；同时，实务性章节之后均有与本章内容相对应的案例分析，以教代练，学用结合，有利于提高应用型人才培养的效果。

本教材由阎敏提出编写大纲，由王景红、王文良、杨曼利、朱连周、岳福琴五位老师参与撰写，最后由阎敏总审定稿。本教材中的具体章节分工分别为：第1、6章，王景红；第2、7章，王文良；第3、9章，杨曼利；第4、10章，朱连周；第5、8章，岳福琴。另外，在本教材编写过程中，西安理工大学在读研究生袁想希参与了本教材相关章节的案例搜集和文稿校对工作；同时，西安外事学院董事长黄藤教授担任本教材主审，在本教材的编写和出版过程中也倾注了大量心血，在此一并表示衷心的感谢！

由于编者的水平有限，书中难免存在疏漏与不足。诚恳希望专家和读者不吝指教，以便于其后不断完善。

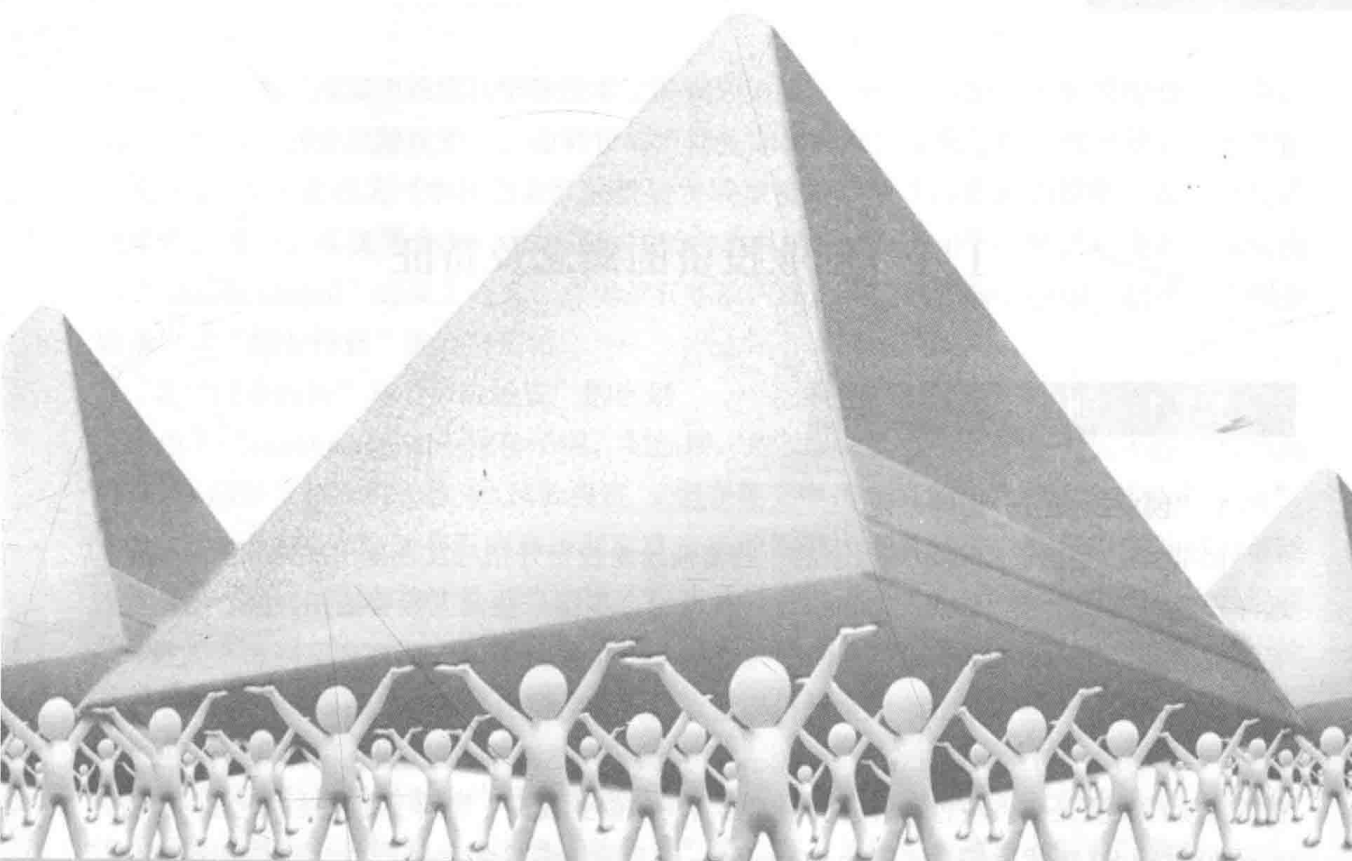
阎 敏

2018年8月30日

目 录

第 1 章	创业投资概述	1
1.1	创业投资的概念及特征	2
1.2	创业投资的产生与发展	12
1.3	创业投资的要素构成	27
第 2 章	创业投资理论	35
2.1	创业投资原理	36
2.2	创业投资效应理论	40
2.3	创业投资管理理论	46
2.4	创业投资委托代理理论	52
2.5	创业投资的组合投资理论	59
第 3 章	创业投资环境	65
3.1	创业投资市场环境	66
3.2	创业投资政策环境	73
3.3	创业投资法规环境	88
	案例分析	96
第 4 章	创业投资决策	97
4.1	创业投资市场调查和预测	98
4.2	创业投资价值及风险评估	106
4.3	创业投资对象筛选与确定	114
	案例分析	119
第 5 章	创业投资基金	121
5.1	创业投资基金概述	122
5.2	创业投资基金设立	126
5.3	创业投资基金募集	133

5.4	创业投资基金管理	136
5.5	创业投资引导基金	138
	案例分析	143
第 6 章	创业融资	145
6.1	创业融资概述	146
6.2	创业融资方式	148
6.3	创业融资效率	168
	案例分析	174
第 7 章	创业投资运营	175
7.1	创业投资运营资本	176
7.2	创业投资运营业务	180
7.3	创业投资运营转型	187
7.4	创业投资运营管理	193
	案例分析	198
第 8 章	创业投资退出	199
8.1	创业投资退出时机选择	200
8.2	创业投资退出方式	209
8.3	创业投资退出实操	212
	案例分析	222
第 9 章	创业投资财务核算及收益评价	223
9.1	创业投资的融资成本核算	224
9.2	创业投资的经营成本核算	227
9.3	创业投资的经营收益评价	231
	案例分析	238
第 10 章	创业投资风险管理	239
10.1	创业投资风险管理概述	240
10.2	创业投资风险管理理论	246
10.3	创业投资风险管理实务	251
	案例分析	259
	参考文献	260



第1章

创业投资概述

1.1 创业投资的概念及特征

1.1.1 创业投资的概念

1. “创业投资”一词的来源

15 世纪, 英国、葡萄牙等国家的一些富商纷纷投资开拓与发现新殖民地和商业机会的远洋探险, 首次出现“venture capital”; 19 世纪, 美国一些商人投资油田开发、铁路建设等创业企业, “venture capital”一词广为流传; 20 世纪, 美国一些富有家庭和个人投资者注资新创企业, 一些大企业、大金融机构重点投资高新技术企业的产品研发, 特别是 20 世纪 70 年代以来, 创业投资在全球迅速发展, 美国等发达国家通过创业投资促进高新技术产业的成功经验更是引人注目, 许多机构和学者将“创业投资”等同于高新技术企业的投资。

20 世纪 80 年代后期, “venture capital”在我国逐渐受到重视, “中国风险投资之父”成思危(1999)认为对高新技术企业的投资是风险投资, 这种观点对学术界和政府部门产生了深刻影响, 2000 年以前“venture capital”大多被译为“风险投资”, 特指风险投资公司对高新技术产业的投资。

2003 年, 刘健钧等学者认为“venture”的含义有“冒险、冒险事业(行动)、(商业)投机、投机物品(商船, 船货等)、代销货物、创立新企业、委托品、赌注”等, “venture”在商业领域通常被解释为“承担风险以开创一个新的商业事业”。“venture capital”指人们对较有意义的冒险创新活动或冒险创新事业予以资本支持, 故“venture capital”应译成“创业投资”。因为, 支持创业是创业投资的本质属性, 若将“venture”称为“风险”, 容易使人们片面地强调创业投资的“风险”, 而不是从“支持创业的投资制度创新”的角度理解其“与创业相适应的资本经营过程”这一本质。

于是, 在一些文献、政府文件中采用了“风险投资”和“创业投资”两种说法, 如国务院出台的文件用“风险投资”, 国家发改委、科技部、商务部等发布的文件则用“创业投资”。但不久后这两种表述竟然演变到水火不相容的地步, 甚至由此考虑的政策着眼点也大相径庭: “风险投资”论者强调投资者的风险意识和投资冲动, “创业投资”论者强调被投资对象的创业特性。后经过多方查考, 两种理解是站在不同角度和立场进行的表述, 如房汉廷(2005)认为, “venture capital”一词从投资人角度可以视为“风险投资”, 但站在被投资对象立场看, 由于这些资本主要投资于种子期、初创期的企业, 为创业者提供了迫切需要的权益资本融资, 自然也可以视为“创业投资”。因此, “venture capital”应该包括“创业”和“风险”两层意思, 似乎更应该翻译为“创业风险投资”。基于此, 在

国务院发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）》及配套政策中，第一次采用“创业风险投资”，由科技部、商务部和国家开发银行联合推出的大型调查报告也从2006年更名为《中国创业风险投资发展报告》。至此，官方的解释和表述口径才逐渐走向统一。而我国台湾、香港等地区的学者认为，“capital”的含义是资本，因而根据“venture capital”的英文语义、意境及其本质内涵，将“venture capital”翻译为“创业资本”或“创业投资”则较为妥帖。

2. “创业投资”与“风险投资”的区别

由于“venture capital”在种子期、初创期、成长期、扩张期、成熟期无不涉及相当高的风险，所以一些人将其称为“风险投资”。但在英文中指一般意义上的风险时多用“risk”，而且“risk capital”是随着股票市场和期货市场的发展，在各种投资工具层出不穷的基础上发展起来的，“risk”没有主动承担风险的意思，而“venture”表示行为人主动承担高风险。因此，从“venture capital”的英文语义与实践操作情况来看，“风险投资”并不能真实反映“创业投资”的实质内涵。

首先，创业投资以“创业”为基点，即不论是资金投入者还是知识投入者都以开发某种高新技术产品为开创事业的起点和事业发展的基本立足点；而风险投资强调“风险”，由于任何投资都存在风险，所以“风险投资”概念容易使投资者偏离“创业”的基点。

其次，创业投资强调股权性投资，即“不能拿他人的资金进行冒险”，对投资者是一个严格的财产约束；但风险投资的投资者可以利用借贷资金进行“投资”（例如，我国一些企业利用银行借款进行项目扩张），极易发生投资活动中的财产约束软化。

再次，创业投资强调投资回报主要靠股权转让（交易）来实现，因此，一方面要求投资者注意所创“事业”的质量和成熟度；另一方面，创业投资要求资本市场为股权转让（交易）提供必要的支持；但风险投资则仅强调承受“高风险”、获取“高收益”，容易使投资者忽视“事业”而注重“炒作”。

最后，“高风险—高收益”的关系在创业投资中是一种建立于“创业”基点上的客观联系，并非主观追求；但我国一些机构为获取高收益，假借风险投资的“名义”，利用他人资金进行运作，一旦发生亏损就用“高风险”来解释。因此，“高风险—高收益”在这类场合实质是由主观追求形成的。

至此，从理论上讲，在我国使用“创业投资”概念，有利于避免“风险投资”概念可能带来的上述种种误解。由于国外学术界认为“创业投资”（venture capital）特指投资于新创企业的资本形态，与“非创业投资”（non-venture capital，特指投资于相对成熟企业的资本形态）相对应；而“风险投资”（risk capital）则泛指所有未做留置或抵押担保的投资形态，与“安全投资”（security capital，特指已做留置或抵押担保的资本形态）相对应，从而有助于与国外学术界的交流与合作。

3. 创业投资的含义

起源于欧美国家的创业投资（venture capital，VC）是指投资极有可能血本无归的新

创事业或高新技术行业，并希望新创事业成功或高新技术企业成长之后获得超额资本回报的投资行为。目前，虽然学术界并没有形成一个统一的、官方的精确含义，但国内外权威机构及学者所给出的定义仍然值得借鉴。

美国全美创业投资协会指出：创业投资是由职业投资家投入新兴的、迅速发展的和有着巨大市场竞争力的企业中，并通过参与被投资企业经营管理的权益性资本。美国《企业管理百科全书》认为：创业投资是对不能从股票市场、银行或银行相似的传统融资渠道获得资本的工商企业的投资行为。

欧洲投资银行认为：创业投资是为形成和建立专门从事某种新思想或新技术生产的小型公司而进行的股份形式承诺的投资；英国创业投资协会也认为凡是对未上市公司注入的权益资本，就可以称作创业资本。欧洲创业投资协会给出的定义是：创业投资是一种由专业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的投资行为。

世界经合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，该报告指出创业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，其基本特征是：投资周期长，一般为3~7年；除资金投入之外，投资者还向投资对象提供企业管理等方面的咨询和帮助；投资者通过投资结束时的股权转让活动获取投资回报。

我国国家发改委等十部委2015年11月15日联合发布的《创业投资企业管理暂行办法》第二条中明确指出：创业投资“系指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式”，其中“创业企业指的是在中华人民共和国境内注册设立的处于创建或重建过程中的成长性企业，但不含已经在公开市场上市的企业”。

除了国际上有代表性的上述创业投资含义界定之外，我国国内的一些专家学者对创业投资的含义也做了较为详细的深层理解。从学术研究的层面仔细考量，均有其可借鉴之处。其中，万志勇认为：创业投资是指投资于创业企业，并通过资本经营服务，培育和辅导创业企业成长，以期分享其高成长带来的长期资本增值。它包含三层含义：投资对象是创业企业，以区别于对非创业企业的投资；不仅提供资本金支持，而且提供特有的资本经营等增值服务，以区别于单纯的投资行为；在企业完成创业使命后即退出投资，以实现自身的资本增值，进行新一轮的创业投资，以区别于那种长期持有所投资企业股权，以获取股息红利为主要收益来源的普通资本形态。

综上，创业投资是指向具有巨大发展潜力的成长型、扩张型或重组型的未上市高新技术创业企业提供资金，参与经营管理为其提供增值服务，数年后再通过上市、兼并或其他股权转让方式撤出投资，取得高额投资回报的一种投资方式。要精确理解其深度内涵，必须把握其三个基本点：一是创业投资的意义在于促进创业，在西方国家“venture capital”常常与创业（entreneurship）相联系；二是创业投资的对象是高新技术创业企业（如美国商务部统计，第二次世界大战以来95%的科技发明与创新都来自小型的新兴企业）；三

是能增加就业的创业投资更有意义,创业投资作为企业成长和发展的催化剂,是劳动力的蓄水池,为整个社会提供了巨大的就业机会和空间。总之,当前“创业投资”在我国是推动“大众创业、万众创新”的重要资本力量,是技术、资本、人才、管理等创新要素与创业企业实现有效结合的投融资方式。

1.1.2 创业投资的类型

由于“capital”蕴含“融资”与“投资”两层意思,加之世界各地如火如荼的创业投资实践,尤其是我国国内几乎所有国际风险投资公司掌门人的骄人业绩和百度、新浪、搜狐、携程、如家等为代表的一批留学人员回国创业的融资经历,都表明创业投资是活跃在金融市场上的一种灵活的、全新的投融资方式。正如人的一只手有手心与手背之分,创业投资也可划分为两大类型。

1. 投资视角的创业投资类型

从投资角度看,创业投资是支持创新创业的一种“集合投资制度”,虽然创业投资界在实践中有投资赛道和投资手的分类,但从理论上讲,一般根据创业企业发展的五个时期:种子期、初创期、成长期、扩张期、成熟(获利)期,相应地把创业投资划分为五种类型,其中前三个阶段的投资称为早期投资,后两个阶段的投资称为晚期投资。

一是种子期投资。种子期(seed stage)又称为筹建期,企业尚未真正建立,基本处于技术、产品的研究与开发(research and development, R&D)阶段,只是实验室成果、样品和专利,这一阶段的投资通常是所谓的种子基金,投资方主要是政府、创业孵化园区或富有且敢于冒险的个人投资者(天使投资者, angel),种子基金主要用于帮助企业研究其创意、编写商业经营计划、组建创业管理团队、进行创业市场调研等。

二是初创期投资。初创期又称为起步期或者导入期(star-up stage),创业企业已经注册设立并开始运营,拥有了一份初步的经营计划,管理团队逐步完善。投资方开始参与企业筹建或提供资金,以制订出新产品或劳务的正式设计书及经营计划。本阶段是最冒险和最困难的阶段,但已经能够对详细的技术和商业计划书进行评估,因此,创业投资机构通常在此阶段开始投资新创企业。

三是成长期或发展期(development stage)投资。成长期产品进入开发阶段,技术风险大大降低,并有数量有限的顾客试用,但仍没有销售收入。至此阶段末期,企业完成产品定型,着手开始其市场开拓计划。此时的企业资金需求增加,内源融资已远远不能适应,迫切需要外部股权性融资,创业资本一般在这一阶段大批进入新创企业。

四是产品销售或扩张期(shipping stage)投资。扩张期企业开始出售商品或者劳务,并拥有一定的销售量和利润,资产规模逐步扩大。但企业需要进一步提高生产能力、开拓产品市场,此时仍需大量资金,一般需要通过几个创业投资机构来共同投资。此时,原先已进入的创业投资机构会继续跟投,同时会有新的创业投资机构加入进来。

五是成熟期投资。成熟期又称为获利期（profitable stage），企业在本行业逐渐站稳了脚跟，开始由新创企业转变为成熟企业，此时私募股权投资机构也积极加入，企业如果接近或达到公开上市水平，创业投资机构和私募股权投资机构会帮助企业实现这一飞跃，以便获利退出；企业如果处于困境，或处于破产边缘，或资金周转不灵，私募股权投资机构还会通过并购和重组使其重获新生，然后在适当时候撤出，因而称之为重建期投资（re-build stage），通常以企业合并（consolidation）或杠杆收购（leverage buyout）两种方式进行，此时的创业资本称为重组基金（turn-around fund）。

2. 融资视角的创业投资类型

从融资角度看，一个刚起步的创业公司或创业团队的融资轮次分为种子轮、天使轮、preA轮、A轮、A+轮、B轮、C轮、BAT轮、preIPO、IPO等。这里的A、B、C轮指的是创业公司过了种子期，从发展早期开始的第一次、第二次、第三次融资，可能还会有D、E、F、G轮，但也可能只有A轮就上市了。其核心就是投资人的投资金额，越往后融到的钱也越多。

一是种子轮（融资）。此轮通常处于只有“idea”和团队，但没有具体产品的初始状态。投资人一般多是家人、亲朋好友，或创业者自掏腰包，也有政府或种子期投资人。一般项目融资金额都在100万元左右，根据不同赛道可能从几十万元到200万元不等。

二是天使轮（融资）。天使投资（angel investment, AI）是指发生在公司初创期，公司融资项目已经开始起步，产品初具模样，有种子数据或能显示出数据增长趋势的增长率、留存、复购等证明；同时创业团队也积累了一些核心用户，商业模式处于待验证的阶段。投资来源一般是天使投资人、天使投资机构，投资量级一般是300万元到500万元。

PreA轮（融资）。倘若项目前期整体数据或公司已经具有一定规模，只是还未占据市场前列，PreA轮是一个夹层轮，融资人可以根据自身项目的成熟度决定是否需要进行PreA轮融资。

三是A轮（融资）。此轮公司产品有了成熟模样，开始正常运作一段时间并有完整详细的商业及盈利模式，在行业内拥有一定地位和口碑，可能依旧处于亏损状态。资金来源一般是专业的创业投资机构（venture capital, VC），投资量级1000万元到1亿元。

四是B轮（融资）。此轮公司商业模式与盈利模式均已得到很好验证，有的已开始盈利，此时需要推出新业务、拓展新领域。资金来源大多是上一轮的创业投资机构跟投、新的创投机构加入、私募股权投资机构（private equity, PE）加入，投资量级在2亿元以上。

五是C轮（融资）。此轮公司已开始盈利，居于行业前三。除了拓展新业务，这轮还要补全商业闭环、为上市做准备。资金来源主要是PE，还有一些VC也会选择跟投，投资量级10亿元以上。

D轮（融资）、E轮（融资）、F轮（融资）是C轮（融资）的升级版。一般C轮（融资）后就是上市了，开始向社会公众公开招股，即首次公开募股（Initial Public Offerings, IPO）。而“A+轮”是在A轮之后的融资，BAT轮即资金来源于“百度”（Baidu）、“阿里巴巴”（Alibaba）和“腾讯”（Tencent），preIPO即首次公开募股前的融资。

3. 我国和美国创业投资分类的区别

美国知名私募股权投资数据库及数据分析服务提供商“Pitchbook”将美国的创业投资（venture capital, VC）行业划分为天使和种子、早期 VC、晚期 VC 三个阶段，并按以下标准定义。

天使与种子投资：要求公司没有 VC 或私募股权投资（PE）参与，或公司尚未对外宣布正在进行与 VC 或 PE 的合作。对于种子投资，除上述标准，还包括融资金额在 50 万美元以下，且首次披露融资信息。

早期投资：融资轮次在 A、B 轮的企业，如果融资信息无法获取，则通过公司成立时间、之前的融资历史、参与的投资者情况等信息进行判断。后期投资，是指 C、D 及以后轮次的企业。

中美两国对投资阶段的划分和统计范畴不同，特将中美投资业名词对照阐释如下：美国的“天使与种子投资”，对应到我国等同于种子投资、天使投资（个人行为）和早期投资（机构行为）；美国的“早期投资”（指 A 轮和 B 轮）及后期投资（指 C 轮、D 轮及以后），对应到我国则合并为 VC 投资；我国的“中后期投资”，一般指 PE 阶段。

1.1.3 私募股权投资与投资银行

1. 创业投资与私募股权投资

与创业投资密切相关的一个概念是私募股权投资（PE），我国通常将创业投资（VC）和私募股权投资统称为产业投资基金。总体而言，创业投资与私募股权投资既有联系，又有差别。

（1）广义和狭义的创业投资。狭义的创业投资指专门投资高新技术创业企业处于初创期、成长期和扩展期等早期发展阶段的投资活动。在狭义框架下，种子阶段的投资称为天使投资，获利期和重建期的投资则称为私募股权投资。广义的创业投资是指对处于种子期到重建期所有阶段的创业企业的投资活动，包括了天使投资、狭义 VC 和国内通常所说的 PE（狭义的 PE）。

（2）广义和狭义的私募股权投资。中国风险投资研究院认为：“PE 是指通过定向私募的方式从机构投资者或富裕个人投资者手中筹集资本，将其主要用于对非上市企业进行的权益投资，并在整个交易的实施过程中，充分考虑到未来资本的退出方式，即可以通过公开上市、企业间并购或管理层回购等方式，出售所持有资产或股份以获取利润的行为。”从总体讲，私募股权投资具有如下特点：

一是 PE 资金募集和投资方式都以私募形式进行，即主要通过非公开方式向少数机构投资者或个人募集资金，其销售和赎回都是通过基金管理人私下与投资者协商，持币待投的投资者和需要投资的企业必须依靠个人关系、行业协会或中介机构来寻找对方；

二是 PE 多采取权益型投资方式，绝少涉及债权投资，和一般的证券类私募投资（基金）

相比, PE 机构积极参与所投企业的重大战略决策和日常管理与经营, 投资工具多采用普通股或可转让优先股、可转债;

三是 PE 一般投资于非上市公司, 投资期限长达 3 至 5 年, 投资回报高于公开市场的股票和债券的收益;

四是 PE 资金来源广泛, 如富有的个人、风险基金、杠杆并购基金、养老基金、保险公司和战略投资者等;

五是 PE 投资退出渠道多样化, 有首次公开发行股票 (IPO)、兼并与收购 (mergers and acquisitions, M&A) 或管理层回购 (management buy-outs, MBO) 等。

可见, 私募股权 (PE) 的融资模式不同于公司债券和股票, 不能在证券市场自由交易, 但与贷款 (loan) 相似; 从法律角度讲, 它不是债 (debt) 而是一种股权或权益 (Equity), 既能发挥融资功能, 又能代表投资权益; 既是一种金融工具, 也是一种投融资后的权益表现形式。

广义的私募股权投资涵盖了企业首次公开发行前各阶段的权益投资, 即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和 Pre-IPO 各个时期企业所进行的投资, 可分为创业投资 (狭义的 VC)、发展资本、并购基金、夹层资本、重振资本、Pre-IPO 资本 (如搭桥融资, bridge finance) 以及其他上市后的私人投资、不良债权和不动产投资等。

狭义的 PE 通常是指投资于获利期和重建期已具备一定规模、产生稳定现金流的成熟企业, 以并购基金和夹层资本为主。在我国, 狭义 PE 以成长基金 (growth capital) 类别为主, 并购基金 (buyout fund) 类很少, 而夹层资金在资金规模上最大, 我国的 PE 多指后者, 所以我国媒体很自然地将 PE 局限在成长基金 (growth capital) 类别中。

(3) 狭义 PE 与狭义 VC 的区别。狭义 PE 与狭义 VC 虽然都是投资未上市企业, 但狭义 VC 投资于企业初创期, 企业还不成熟, 投 10 个可能成功 1~2 个; VC 投资规模较小, 一般需要 5~8 年才能完成退出, 一般为股权投资, 以参股为主; 而狭义 PE 投资于企业成熟期, 盈利模式较稳定, 可以较快退出, 只需 2~3 年, 投资规模较大, Pre-IPO 业务最多, 不仅可以参股还可以控股, 一般进行战略性投资或产业整合。

(4) 广义 PE 与广义 VC 的联系。从总体上看, PE 与 VC 都是通过私募形式对非上市企业进行的权益性投资, 然后通过上市、并购或管理层回购等方式, 出售持股获利。一般情况下, PE 对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和 Pre-IPO 各个时期的企业进行投资, 故广义上的 PE 包含狭义的 VC。

目前, 我国资本市场很多传统的 VC 机构也介入 PE 业务, 而许多传统上被认为专做 PE 业务的机构也参与 VC 项目, 比如著名的 PE 机构凯雷投资集团也涉及 VC 业务, 如其投资的携程网、聚众传媒等。因此, 从两者的投资方式——私募形式、投资对象——非上市企业、投资目的——套现退出、投资收益——资本利得等方面看, 两者在实际业务中的界限越来越模糊。

在我国的一般机构调研报告中, 都将这两个概念统一为风险投资的通用表述, 简称则为 PE、VC。PE、VC 很多情况下只是概念上的一个区分, 国内的一些研究机构与金融机

构对两者并不做特别区分。本书所指的创业投资既是广义的 PE 又是广义的 VC，即广义的 PE、VC。

2. 创业投资与投资银行

与创业投资密切相关的另一个概念是投资银行，简称投行，如高盛、摩根大通等。投资银行的概念 20 世纪四五十年代出自美国，而在我国和日本普遍称之为券商。投行的本源业务一般分为项目承揽和项目承做两类，其中项目承揽是资本市场部，负责寻找项目和资金以及与项目方、资金方的沟通；项目承做有并购部门、首次公开上市（IPO）部门、研究部门等，主要负责把资本市场部拉来的项目完成。但现代美国的投行所经营的业务已经完全综合化了，大的投行其业务几乎无所不包，涵盖商业银行、保险公司、信托租赁及所有的金融机构业务领域，成为真正意义上的金融百货公司了。

但投行的实质是为企业、私募股权投资及创业投资服务的一种中介机构，PE 和 VC 都是投资者，而不是中介，这是与投行最大的分别。国际上一些大投行也设有自己的 PE 或者 VC，所以也可以把 PE 和 VC 看作广义的投行业务。

1.1.4 创业投资的特征

创业投资是以支持新创事业，并为未上市企业提供股权资本以获取股利与资本利得为目的投融资活动。作为一种投融资机制，它不同于一般的银行融资和证券市场的融资，也不同于一般的实体投资和股权投资，一般说来具有以下特征。

1. 投资对象偏好高新科技型企业

从企业生命周期角度看，处于种子期、初创期、成长期的创业企业往往由于成立时间短，收入、利润等指标难以达到上市标准等原因无法进行公开的直接融资。但创业企业的风险与其收益成正比，早期的不确定性使得创业企业在早期的估值很低，投资成本也最低，而所带来的投资回报率则最高，一大批投资者、专业的投资机构和创业投资基金正是看中了其超额投资回报。

作为逐利性强的创投机构，由于其商业嗅觉更为灵敏，以及高风险高收益的资本特性，一般传统行业创业企业很难满足它的收益需求，而一些拥有萌芽阶段的技术和前沿科技的高新科技型企业具有发展潜力大、增长速度快以及高额收益等特点，因而创业投资的投资对象主要是中小型高新技术企业或项目，这类企业或项目通常具有很大不确定性但成长性好，创投机构主要在该类企业成长的全过程进行投资。

2. 投入资金并提供增值服务

一般的银行贷款和股票等传统金融信贷只提供资金而不参与企业的管理，但创业投资由于没有任何抵押为担保，同时创业企业管理运作也并未达到制度化，在提供资金支持的同时，具备丰富的行业和管理经验的创投家们就会主动参与到所投企业的运作与管理中，在初创期会指导日常管理、团队组建、市场战略等，在成长期更加强调业务拓展，到扩张

期提供更多的资金支持、进一步打开销售渠道为上市做准备，到后期提供国际战略合作、联合发展等相关的服务和指导。

对于创业企业来说，创业投资家不仅投入资金，还协助创业企业组建管理团队，进行项目筛选、尽职调查，提供财务和融资服务、信息支持服务、法律咨询服务和战略资源等，特别是创业投资家通过财务监管、高层内参、资源对接等形式提供投后管理，协助企业家制定发展规划、改善管理，甚至直接参与管理，起到了副驾驶的作用。

国内外著名创投机构在投资后的管理中发挥着不可替代的作用，其提供的多样化增值服务使所投企业快速发展和壮大，为创业投资成功地增值撤出创造条件。例如，IDG 资本对投资组合中的每一家公司提供资金、经验、商务关系等强有力的支持；创新工场通过针对早期创业者需求的资金、商业、技术、市场、人力、法律、培训等提供一揽子服务，帮助早期阶段的创业公司顺利启动和快速成长，同时帮助创业者开创出一批最有市场价值和商业潜力的产品。

3. 投资方式为渐进式中长期股权投资

创业投资以“创业”为出发点，开发某高新技术产品或创新事业。一般来说，一项高新技术产品的产业化和市场化需要 3～7 年，高新技术中小企业成长的生命周期通常经历种子、初创、成长、扩张和成熟 5 个阶段。为避免大额债务融资，股权融资就成为首选，这包括上市前的天使投资、创业投资、私募投资和上市后的市场融资等。加之“创业”所需的资金应属资本性资金，只能通过投资关系确立。创业投资资金来自政府部门、国有企业、社会居民、非国有企业等投资者。

那些长期持有被投资企业股权以获取股息的一般股权投资往往是一次性支付或时间确定的分期支付，而创业投资事先无法确定投资的总额和期限，大多采取股权认购持有的形式，持股期一般 3～5 年居多。通常创业投资者不要求掌握控股权，一般占比 30% 左右，这种股权也是创业投资者影响企业行为的重要手段和工具，而且创业资本最初投资额较少，随着创业企业逐步走上正轨不断地跟进投入，一旦发现问题就立即中止投资，而已经投入的资金只有在项目成熟后或被投资企业发育成长到相对成熟后才可能退出投资。

4. 投融资过程呈现出鲜明的阶段性与循环性

一项科技创新或项目成功是阶段性成功累积而成的，因此，从最初的创业者投资，再到天使投资、创业投资，直到首次公开上市（IPO）成功后的市场融资，高科技创业企业的融资是一个阶段性的融资过程。

而创业投资家根据项目（企业）的发展情况将资金分段投入，天使投资关注早期阶段，创业投资在发展阶段推进其继续运转，PE 在晚期阶段，即在企业上市前 6 个月到 1 年的时间里注资解决股权重组、债务偿还等问题，从而使得创业企业的资本结构更加清晰透明，为顺利上市做准备。

不仅如此，一个成功的创业者常常是一个连续创业者，当一个项目的融资完成获得创业成功后，再选择新的项目开始新一轮的创业融资；创投家们也总是采取“投入—增值—