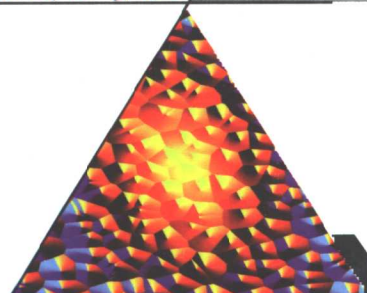


京华顾问话管理



企业管理视野中的风险投资： 模式与案例

孙继伟 著

所有权与经营权为何合久必分，分久必合？

管理人员和技术人员道德风险谁更难防？

投资者和被投资者如何斗智斗勇？

投资者与创业者监督与反监督如何有利有节？

上市包装如何兼顾旗帜与支柱？

老师对学生的资助也算风险投资？

QIYE GUANLI SHIYE ZHONG DE FENGXIAN TOUZI : MOSHI YU ANLI

 上海财经大学出版社

京华顾问话管理

企业管理视野中的风险投资： 模式与案例

孙继伟 著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

企业管理视野中的风险投资:模式与案例/孙继伟著. —上海:上海财经大学出版社, 2001. 12

ISBN 7-81049-678-6/F · 574

I. 企… II. 孙… III. 企业管理-风险投资-研究 IV. F272.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 085379 号



QIYE GUANLI SHIYE ZHONG DE FENGXIAN TOUZI; MOSHI YU ANLI

企业管理视野中的风险投资:模式与案例

孙继伟 著

责任编辑 江 玉 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版发行

(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮件: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海市印刷七厂一分厂装订

2002 年 2 月第 1 版 2002 年 2 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 7.5 印张 188 千字

印数: 0 001—3 000 定价: 17.00 元

荐词

穷博士 富博士

小时候，太行山把我和孙继伟分在了两边，我在东边放羊，他在西边割草。

成年后，黄浦江把我们连在了一起，我在浦东搞创业投资，他在浦西攻企业管理博士。

穷人的孩子早当家。十几岁的孙继伟从中专毕业后早早地参加了工作。但是，环境的艰苦和生活的挫折并没有拴住他奋飞的翅膀。

没有读过高中和正规大学的他再次走进课堂时已经是浙江省委党校的硕士研究生了。

我在主持京华顾问公司的工作时有缘和复旦大学管理学院的英才们进行合作，得以结识年轻有为的孙继伟先生。

彼时，他没有嫌弃京华顾问的简陋，我们常在一起以茶代酒指点江山。

博士毕业时，继伟说：“我要去留学呢。”

我本以为若干年后才能和他跨海相见了。谁知他说的留学是去企业、去下海、去实践。

短短几年内，他先后为证券公司出谋划策、为网站融资冲锋陷阵、为宽带网发展摇旗呐喊、为音像连锁经营寻医问药，还有幸在李嘉诚旗下的公司担任总裁助理。

可喜的是，他没有完全沉浸在商海里，没有在追逐浪花的过程中迷失了自己。他从未放弃自己的理论思考，当然这些思考是基于国情、基于现实的。

有时我想以孙博士之才华人品,他要是有个好的创业项目,我和同事们一定不要错过买原始股的机会哟。

说不定他会给我们一个微软或者软银。或者像同样苦大志更大的李嘉诚一样带给我们一个长江实业呢。

本书是他的博士毕业论文之通俗版。我高兴地以公司的名义推荐给创业投资界的同行。

上海京华创业投资有限公司

董事长 赵增川

2001年12月

目 录

一、莫让浮云遮望眼——风险投资的理论精髓	(1)
风险投资的本质	(1)
风险投资的特征	(5)
风险投资的虚拟企业性质	(8)
二、科技与金融的纽带,运气与成功的摇篮	
——风险投资的框架	(14)
有风险的投资就是风险投资吗	(14)
投资方的运作程序	(15)
从被投资方来看的运作程序	(21)
风险投资的要素与参与者	(23)
风险投资的类型	(32)
三、千江有水千江月	
——风险投资项目与商业计划书	(36)
什么项目最有价值 什么环节最重要	(36)
风险投资最青睐高科技吗	(41)

商业计划书通用模式	(43)
商业计划书实例:地平线租赁网商业计划书(摘要)	(69)
四、正人先正己——风险投资公司管理	(83)
风险投资公司管理的特殊性	(83)
风险投资公司的结构	(86)
风险投资公司的制度效率	(93)
风险投资公司制度结构的地域差异	(101)
风险投资的风险管理	(104)
五、同志都需努力	
——创业企业(被投资企业)管理	(113)
创业企业管理和创新管理的架构	(113)
CMO:创业企业规范化管理的一种模式	(121)
创业企业如何再上新台阶	(126)
企业重组后的管理整合	(135)
六、天才之火与利益之油	
——风险投资中的斗争和冲突	(141)
道德风险:投资方与被投资方斗争的根源	(141)
投资方识别被投资方过度包装的策略	(147)
创业者获得风险投资的策略	(149)
监管与反监管斗争	(152)
风险投资和创业企业的内部冲突	(158)

七、华实兼求 三方得利

- 创业企业如何包装上市 (172)
- 要不要上市 (172)
- 二板上市也不容易 (174)
- 各地二板选择谁 主板、二板选择谁 (179)
- 旗帜与支柱兼顾:常用的包装策略 (196)

八、潮起潮又落 春去春又来

- 中国风险投资的成长、障碍和机遇 (202)
- 中国古代最著名的风险投资者:吕不韦 (202)
- 中国早期典型的风险投资:老师资助学生 (203)
- 中国最早的风险投资公司:中国新技术创业投资
公司 (204)
- 第一轮风险投资热失败 (205)
- 卷土重来 (207)
- 风险投资问题多多 (208)
- 中国风险投资发展障碍的化解策略 (222)

后 记 (229)

一、莫让浮云遮望眼

——风险投资的理论精髓

风险投资的本质

1. 风险投资和风险投资基金的定义

用于表示风险投资的中文词汇有创业投资、风险基金、创业基金、风险资本、创业资本等。这些术语对应的英文词汇有两个,即: venture capital 和 venture capital fund。其中 venture capital 是核心的、更为常用的词语。为了整合这众多的用法,笔者曾经提出一个“创业风险投资基金”的全称,上述几种提法都可以看作是这一全称的简称。

很难给风险投资下一个准确的定义。一般地说,风险投资是指风险投资家(或者风险投资公司)将资金投向那些发展潜力大、风险高的项目创意及其产品的研究开发、生产推广上,通过参与管理来提高项目成功的可能性,并在项目成功增值(或失败)后退出投资行为。或者通俗地理解为向高风险、高收益、高增长潜力、高科技项目的投资。在专业和学术方面,风险投资有一些不同的定义:

美国全美风险投资协会的定义是这样的:风险投资是由金融家投入到新兴的、迅速发展的有巨大竞争力的企业中的一种权益资本。

经济合作和发展组织(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:凡是以高科技与知识为基础,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。这一定义显然更为宽泛。

经济合作和发展组织 1996 年第 168 号研究报告《风险投资与创新》认为,风险投资是由企业提供的投资于未上市新兴公司并参与管理,旨在获得高额回报的资本。其价值是由新兴公司发起人和风险投资家的资金和职业技能共同创造的。^①

刘健钧博士认为,风险投资是对创业企业尤其是高科技创业企业提供资本支持,并通过资本经营服务对所投资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以实现自身资本增值的一种特定的金融资本。^②

风险投资基金与风险投资并无明确的界限,中国台湾风险投资资深专家徐大麟把 Venture Capital 直接翻译为风险投资基金,并指出:“以公司制等形式实现创业资本运作的专业化和机构化管理的集合都称为风险投资基金。可以说风险投资基金是创业资本存在的形式,是产业投资基金家庭中较新的成员。”^③

风险投资通常以基金方式运作,也就是说,风险投资基金是风险投资的载体和组织机构。一个风险投资公司可以募集几个基金,典型的基金形成有限合伙制契约关系,同一公司的不同基金中主要的普通合伙人保持不变,而有限合伙人可随投资方的变动而变化。“基金”一词也指某类专门用途资金的集合,所以,广义的风险投资基金也可以指所有用于风险投资的资金,包括来自专门机构、大企业和个人投资者资金。可见,狭义的风险投资基金是指专门机构,广义的风险投资基金是指所有的用于风险投资的资金。

2. 风险投资的相关概念

全面理解风险投资需要区别下列几个不同的概念:

① http://www.oecd.org/dsti/sti/s_t/inte/prod/.

② 刘健钧:《创业资本≠风险资本》,载《中国科技信息》1999 年第 1 期。

③ 徐大麟、尹丽媛:《创业投资及其在中国的发展前景》,载《中国科技产业》1999 年第 12 期。

风险资本(Venture Capital):是风险投资的价值形态的实体,通常以现金或现金等价物的形式流入或流出。

风险投资(Venture Capital Activity):是寻找投资项目,并分析论证,加以实施的行为和过程。风险投资也可作为创业风险投资基金的简称。

风险投资基金(Venture Capital Fund):是专门从事创业投资活动的基金型机构,也指风险投资的集合。

风险投资产业(Venture Capital Industry):是指包括风险投资公司、创业企业,以及有关机构在内的整个行业及其运行体系。本文中也可简称为 VC 产业。

风险投资公司(Venture Capital Firm):是专门从事创业投资活动的公司型机构。有时与 Venture Capital Fund 含义相同。

创业企业(Entrepreneurial/Innovative Firm):是接受风险投资的企业。通常是科技型企业(Technology Based Firm, TBF)或其他中小企业(Small & Medium Enterprise, SME)。

公司型风险投资(corporate venturing):是不经过专门的风险投资机构,而由大公司直接进行的风险投资活动。

风险投资家(venture capitalist):从事风险投资活动的职业专家,也可称为风险资本家。

天使投资人(business angel / angel investor):不通过专门风险投资机构和大公司,独立从事风险投资活动的个人。

3. 风险投资的本质

(1) 风险投资是一种金融创新

风险投资是一种介于直接投资与间接投资之间的新型金融体制,它不仅是一种投资,同时也是一种融资,而且投资和融资的工具都是以权益形式存在的。风险投资公司或风险投资基金作为金融中介,首先从投资人那里筹集一笔以权益形式存在的资金,然后又以掌握部分股权的形式对一些具有成长潜力的企业进行投资。

当创业企业经营成功后,风险投资家再安排其股份从创业企业中退出。不仅风险投资本身是一种创新,而且风险投资运行过程中常用的可转换优先股、有限合伙制也是融资方式和企业制度创新的经典应用。

(2) 风险投资是金融资本和人力资本(包括管理资本)的融合

风险投资一方面要吸收闲置资金形成风险投资公司,另一方面还要评估、筛选目标企业或项目,并参与企业的战略规划和经营管理。风险投资一手抓融资,一手抓投资。在这个意义上,风险投资是一种金融资本。同时,风险投资在进行最初投资和持续投资时都有人力资本的投入。因为风险投资不仅要对投资项目进行评估,而且要帮助创始人开拓市场、优化管理。这些人力资本和管理资本对创业企业来说是非常稀缺和昂贵的,但是对于风险投资公司来说,由于知识的复制具有低成本性和可再生性,因而是丰富的、边际成本很低的。双方在风险投资纽带联系下,可以发挥互补效应。

(3) 风险投资是技术、资本和人才三要素的整合

在风险投资活动中,创业者或创意提供者提供技术或创意;风险投资公司或风险投资基金提供资本。双方最直接的结合是技术和资本的结合。但是,实际是技术和资本的结合中融入了人才的结合。创业者或创意提供者是技术人才,风险投资公司或风险投资基金提供的是管理人才。所以,风险投资项目都是技术、资本和人才三要素的整合。

(4) 风险投资有许多变异形态

随着金融市场和金融工具的创新,传统的风险投资又产生了许多新的衍生形式。例如:第一,在投资人需要短期回报时,风险投资家不得不部分提供债权投资,这就出现了股权和债权联合投资的形式。第二,风险投资除了用于对新兴的和富有成长性的企业投资外,还广泛用于破产企业的重建、成熟企业的股权转让

以及并购融资等。第三,风险投资除了投资高科技产业外,还大量投向以服务性业为代表的第三产业。

风险投资的特征

美国风险投资的先驱人物——劳端尔特对风险投资从三个方面作了描述:

- 风险投资往往投资于非流动性证券的股本投资。
- 风险投资比常规投资有更大的风险性,同时也伴随着高收益。
- 风险投资者参与被投资企业的管理工作,并对创业企业的成功有所贡献。

这些特点是风险投资最根本的特征,下面对这些根本特征和延伸特征进行分析:

1. 权益性投资与管理的投入

一方面,创业企业的最初投资和持续投资承诺大都以股份形式投入,风险投资属于长期的权益性融资方式,追求的是长期的资本增值收益,而不指望利息收入或股息收入。这与银行借贷融资有明显的区别。

另一方面,风险投资家在投入资金后,与企业的经营管理仍有着联系。事实上,这并没有超越一般的常规,因为股东肯定要关心自己所投企业的经营管理状况。对于持股份额较大的股东来说,所谓的所有权与经营权分离并不意味着股东不管自己投资项目的经营管理,而是指重大决策与日常决策的分离。风险投资家管理着创业企业的较大份额股份,所以必然要参与重大经营决策。这也是权益资本的一般要求。

2. 高风险与高收益

风险投资存在高风险是因为:

- 风险投资选择的主要投资对象是处于种子期、导入期、成长期的中小型企业,这些企业技术尚不成熟、产品还没有推向市场、

管理也没有走上正规化,所以存在技术风险、市场风险、管理风险等许多不确定因素。

- 风险投资是长期投资,投资的回收期一般在 3~7 年,而且资金的流动性也很差。

- 风险投资是连续的投资,资金需求量可能很大,而且在投资初期很难准确估计后来的资金需求。

据统计,风险投资支持的企业大约有 20% 的能够成功地发行股票上市;40% 被其他公司兼并;20% 失败了;剩下的 20% 虽继续存在但未能达到投资者的期望目标。而前期融资业务中失败率更高达 40%。正是由于很高的投资风险的存在,所以每项投资期间的资本收益的预期目标也很高,通常为每年 30%~40%。

风险投资能获得高收益是因为:

- 风险投资公司的投资项目是由非常专业化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、增长快的项目。其中,大多数风险投资对象是 IT 产业、生物工程等高增长领域的企业,这些企业一旦成功,就会为投资者带来少则几倍,多则几百倍甚至上千倍的投资收益。

- 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入的资金非常重要,因而风险投资家也能获得较多的股份。

- 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,保证了企业能够迅速的取得成功。

- 风险投资通过企业上市的方式从成功的投资中退出,从而把预期收益以贴现的形式获得。

如果风险投资资助的企业取得成功,那么就形成一种典型的“投资者发财、企业发展”的双赢格局,当然投资失败的案例也很多。创业企业的高风险特征使得上市后股价变动剧烈。正因如此,风险投资也具有“帮助投资者投机,帮助创新者创业”的双重作用。

案例：鼎鼎大名的 KleinerPerking 风险投资公司在 1990～1997 年推上市的 79 家信息产业和生物产业公司中有 55 家公司的股价低于开盘价。但该公司投资的 Netscape 公司的股票上市交易第一天就从 28 美元涨到 58 美元。^①

3. 稳定性与流动性结合的阶段性持股

风险投资总是希望在项目成功或公司发展壮大后获得资本收益,但是项目成功或公司发展壮大并非一朝一夕可以实现,必须经过漫长的等待期。即使等待的结果是失败,等待期也是漫长的。据统计平均周期为 3~7 年。在等待期内,风险投资家投入的股份是不愿意转让的,事实上也很难转让出去。这相当于风险投资一旦投资,就被“套牢”。只有在 3~7 年后,才能退出。因此,在等待期内,风险投资具有很强的稳定性,而流动性很差。这表面上看起来是一种缺陷,但正是这种非流动性避免了像已上市股票短期投机炒作一样的破坏性。

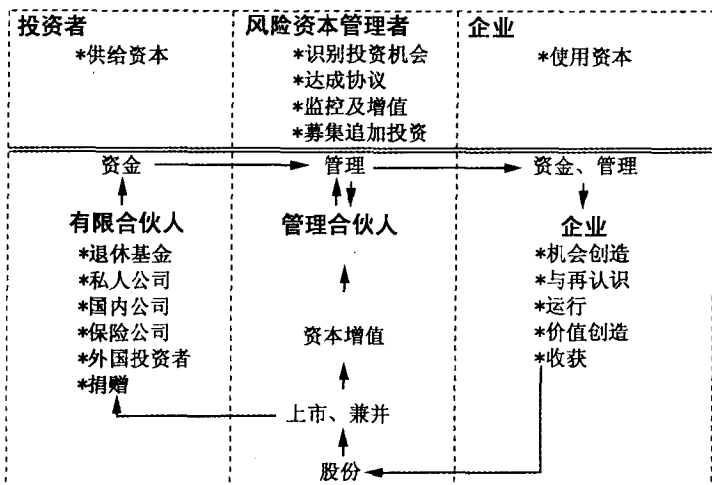
虽然风险投资在成功或失败的等待期内流动性差,但是一旦项目成熟后,风险投资就会“全身而退”,从这一点来看,它的流动性又是很强的。可以说是“不流则已,一流则退”。这种稳定性与流动性结合的阶段性持股方式有利于风险投资家与创业者的合作。

4. 周期性循环

作为一种长期的、流动性低的权益资本,风险投资平均投资时间一般都达到 3~7 年。1994 年美国初次公开发行的风险投资企业平均营运期为 7.1 年,1995 年则为 9.5 年。但不论营运期有多长,风险投资只有成为一个完整的循环过程,才能成为真正意义上的风险投资。任何一个环节的堵塞,都会使整个风险投资系统丧失其应有的效率和功能。

有关风险投资周期性循环的详细描述参见图 1-1。

^① 《中国高新技术产业导报》,2000 年 2 月 21 日。



资料来源:OECD/GD(96)168“Venture Capital and Innovation”.

图 1-1 风险投资周期循环

风险投资的虚拟企业性质

1. 企业的性质

对于企业性质的认识,主要有三种不同的看法:

古典经济学理论中把企业当作追求利润最大化的生产函数。马克思认为,企业的本质在于协作产生新的生产力,从而能生产剩余价值,这也可看作是追求利润最大化的生产函数。国内流行的教科书把企业定义为以盈利为目的的法人主体和市场竞争实体,这是利润最大化生产函数的通俗解释。

新制度经济学基本观点认为,企业是通过代替市场机制来节约交易费用的组织。在企业之外,市场机制(价格机制)调节着生产,但利用市场机制是要付出交易费用的;在企业中,企业家的行政指挥调节着生产,而这又要付出组织成本。在一定规模范围内,企业组织成本

小于市场交易成本,所以,市场中存在许多企业是经济的。^①

后来的研究者又提出了企业并不是行政机制代替市场机制的产物,而是一种契约代替另一种契约的形式。张五常认为,企业出现并不意味着企业制度取代了价格制度,而是工资和租赁合约代替了产品买卖合同。^② 周其仁却认为,企业是“人力资本与非人力资本的特别合约”。^③

2. 投资基金的虚拟企业性质

虚拟企业是对传统的“大而全”、“小而全”的企业模式的变革,在这种组织形式中,企业只保留承担最关键功能的组织部门,而把其他的组织功能、组织机构和人力资源外部化、虚拟化。所以虚拟(Virtual)并非虚假或虚幻,而是把传统企业组织的功能和机构进行分解,把一部分功能、机构和人力资源放在企业之外的市场中,这些资源虽然在市场中,但是由于业务关系和管理网络的存在,又可以发挥类似企业内部资源的作用。

威廉·戴维陶等人对“虚拟”一词的含义作出了简洁的解释:“虚拟指某物所拥有的能力来自他物”。^④ 因此,“虚拟”其实是有虚有实、虚实结合。这也正是英文中用的 Virtual 一词表示虚拟组织或虚拟企业的奥妙所在。Virtual 一词既有“虚拟的”含义,又有“实在的、真实的”含义,从字面上似乎令人费解,但结合虚拟企业来理解就再合适不过了。

一般的企业是通过投入与产出之间的转换为客户提供某种产品或服务,从而取得收益,并给投资者(股东或合伙人)以增值回报的一种组织。那么投资基金是不是属于企业呢? 如果是,那么它

① 参见 R. 科斯《企业、市场和法律制度》,上海三联书店 1990 年版。

② 张五常:《企业的契约性质》,载《法和经济学杂志》1983 年 4 月号。

③ 周其仁:《市场经济里的企业:一个人力资本与非人力资本的特别合约》,载《经济研究》1996 年第 6 期。

④ 威廉·戴维陶等:《虚拟公司》中译本,(台湾)长河出版社 1997 年版。