

风 · 险 · 投 · 资 · 译 · 丛

风险投资周期

〔美〕 保罗·A·冈珀斯 / 著
乔希·勒纳

〔中〕 宋晓东·刘 晔·张 剑 / 译



 经济科学出版社
Economic Science Press

风险投资周期

〔美〕 保罗·A·冈珀斯 / 著
乔希·勒纳
宋晓东 刘 晔 张 剑 / 译

风险投资译丛



图书在版编目 (CIP) 数据

风险投资周期 / [美] 冈珀斯 (Gompers, P.A.),
[美] 勒纳 (Lerner, J.) 著; 宋晓东, 刘晔, 张剑译.
北京: 经济科学出版社, 2002.7

(风险投资译丛)

书名原文: The Venture Capital Cycle

ISBN 7-5058-2808-8

I . 风… II . ①冈…②勒…③宋…④刘…⑤张…
III . 风险投资 - 美国 IV . F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 000507 号

风险投资周期

[美] 保罗·A·冈珀斯 乔希·勒纳 / 著

宋晓东 刘晔 张剑 / 译

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

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京华联印刷有限公司印装

690×990 16 开 23.75 印张 400000 字

2002 年 7 月第一版 2002 年 7 月第一次印刷

印数: 00001—10000 册

ISBN 7-5058-2808-8/F·2185 定价: 51.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

风险投资译丛
翻译编辑委员会



主 编 刘晓光

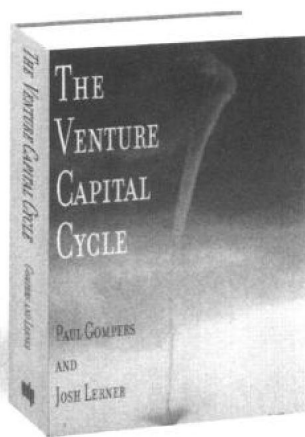
副主编 阚治东

王晓龙

刘曼红

汪 洪

张建同



THE VENTURE CAPITAL CYCLE

**Paul A. Gompers
Josh Lerner**

风险投资译丛

策划人：王书燕

Selected Works of Venture Capital
Investment



风险投资译丛

策划人语

在网络经济将整个神州大地烧得火热的时候,venture capital 无疑是 dot com 们使用频率最高的一个词,记得当时的人们还颇为“风险投资”还是“创业资本”的翻译方法争论过一番。

作为出版业的从业者,在网络经济已经大幅降温的今天,策划推出这样一套《风险投资译丛》,许多人是不能理解的。venture capital 在国内演绎成“风险投资”的约定俗成,本身就是很有意思的——整个事情的解释是“甘愿冒着风险投资”,投机的念头是那样毫不掩饰,难怪众人梦想的伟大事业最后就剩了 dot com 纷纷在烧了。梦想伟大事业,然后去创业,这是没有错的,值得商榷的地方在把 venture capital 理解成可以烧的 money,把创业之路理解成资本市场的纯粹投机。

既然是约定俗成,我们无意把 venture capital 重新译回“创业资本”,但此时此地的这样一套丛书,却确实在老老实实在地讲述创业者、投资者和中介组织的故事,相信面前这种共同学习的经历,有助于我们学会如何将自己的伟大事业梦想,演绎成苹果、微软、莲花、雅虎、英特尔们的创业传奇和远大前程。

作为丛书的策划人,我在这里祝福那些即将起程和正在路上的年轻人们一路走好。

王书燕

2002年6月16日



丛书序言

早在 20 世纪 80 年代初，美国著名学者和预言家阿尔文·托夫勒先生就在《第三次浪潮》这本著作中对全球经济发展趋势进行了大胆的展望。时光如梭，20 年过去了，当今世界各国，包括中国这个世界上最大的发展中国家，无不对以信息技术和生物技术为代表的后工业化社会的时代内涵产生了比以往任何时候都更加深刻的理解。

无数事实证明，在以技术为先导的经济变革和社会更新的现代社会中，风险投资产业以及与之相关联的其他金融工具、方法和手段是技术进步一刻也不可离开的催生剂和助产士。

引领知识和技术经济发展的美国，在 1985～1994 年近 10 年的时间里，其资本的 66% 作为权益资本进行投资，只有 31% 作为银行储蓄，而这 66% 的权益投资中的 36% 的资本投向了高技术领域的中小企业。美国的风险投资从 20 世纪 70 年代初不到 1 亿美元的规模，发展到 1997 年一年内风险投资规模就为 90 亿美元，而仅一年之后，就攀升为 172 亿美元。

当今美国在通讯、计算机、软件等领域各领风骚的 Intel、Lotus、Microsoft、Sun 等一大批高技术公司在创业之初，均程度不同地受到了风险资本的扶持。

美国对高技术企业全力支持的各种政策、法规、运行方式、投融资通道均引起世界各发达国家纷纷起而仿效。同样，我国的风险投资业在 20 世纪的 90 年代，特别是中后期也掀起了一阵阵热潮。从中央到地方，政府、大企业、民间的资本积聚组建了形式多样的风险投资公司。在 20 世纪 80 年代末，中国的风险资本几乎为零，到了 90 年代中期，全国已达



80 亿元人民币，90 年代末，全国已达 100 多亿人民币。有资料显示，在新世纪之初的第一年，全国约有 6000 多家风险投资公司，我国风险投资的规模已达上千亿元人民币，其中，由政府出资、政府管理的风险投资占很大部分，也有一些风险投资基金，实际上是短期获利的私募基金。

与此同时，以北京中关村高新技术产业区为代表的中国的一批风险创新企业的成功吸引了无数海外的莘莘学子和国内一大批新技术创业者加入到创业者的大军之中，他们急于获得这些现存的风险资本的支持，以开创自身的事业。

然而，风险投资的发展并非一帆风顺，根据有关方面的资料显示，北京中关村的创新企业能获得风险资本支持的比例只占到需求资本总量的 5% 左右。

本人长期从事风险投资、资本市场的运营、管理和企业投融资战略顾问方面的工作，在实践中感到在资本市场，尤其是风险投资领域中资本供需双方对资本的观念存在着巨大的“资本鸿沟”和一些“客观存在的问题”。

常常可以碰到那些创业者的抱怨：“我有这么好的技术，甚至有独立的知识产权，可在产业化过程中，银行不肯贷款，风险资本也不愿投资，创业板上市更难，风险投资家也难找，从哪获得资金呢！”

同时，那些风险投资家们又有另一番牢骚：“我掌握着这么一把资金，找不到绩优的高收益项目，重视产品技术创新、重视管理营销的优秀创业企业家难找，资金投不出去，如何向投资者交代！”

一句话，许多有项目的创业者找不到资金，而握有风险投资资金的人又苦于找不着好项目。

为什么在风险投资的资本市场上，这样的现象相当普遍呢？简单地说，在资本市场上，对资本供需双方而言，缺乏对同一个问题的一个共同认识，或者说，缺乏风险资本市场上的统一准则。这个极为普通的道理却往往被人们所忽略。简单分析有 11 个原因：（1）中国还缺乏高水平的风险投资家；（2）风险投资中真正属于“风险”投资的太少；（3）中国的创业企业家们有独立知识产权的少，有的重视产品技术，但管理等要素比较差，又不愿意放弃管理权；（4）国内的风险投资制度还未真正建立起来；（5）风险投资还未真正市场化，多数还是政府出资管理的风险投资；（6）绩优项目难以寻找；（7）中国资本市场机制还不利于风险投资的发展；（8）许多风险投资公司不是真正做风险投资，而是去做低风险的传统



项目或债券、股票投资；(9) 风险投资产业领域太寡，只有信息、IT 产业和生物制药产业，思路还未打开；(10) 风险投资家缺乏对新企业成长判断的经验，社会上也没有中介机构公正、高质地给予判断；(11) 近两年来，投资者受科技泡沫打击大，信心受损。由于以上原因的存在，资本供求双方在同一市场中往往与对方总是失之交臂。

要想化解“资本鸿沟”，解决“客观存在的问题”，提高资本供求双方的投融资成功率，首要的问题应该使大家在同一座市场中找出统一的规范化语言，建立一个有效的风险投资机制，在创业者、资本市场机制、风险投资人才等几大风险投资要素上下大气力，使项目投资者和被投资者在相互理解的基础上建起一座有效的桥梁，共同树立信心，发展壮大中国的风险投资事业。

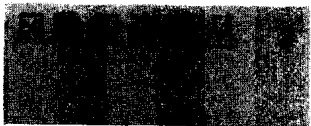
经济科学出版社在这方面做出了大胆而可喜的努力，力求为在资本市场供求双方的资本鸿沟上架起一座桥梁，因而组织翻译出版了这套《风险投资译丛》。

这套译丛正是想从借鉴引领世界高技术和风险资本发展的、处在前沿位置的美国的相关经验入手，探求一套符合中国的风险投资市场准则。

这套丛书集合了当前美国在风险投资市场中的最新研究成果。译丛的作者既有在大学和研究机构中多年从事风险投资、资本市场工作的学者专家，更有多年从事创业企业的成功实践者，他们均经历了美国风险投资发展的艰难初创和繁荣鼎盛的时期，可以说，他们提出的各种理论、思想、方法和案例实证研究是令人信服的，对我国所有关心发展高新技术产业和风险资本市场的各阶层人士能产生极大的启迪。

这套译丛共五本，大致可以从两个角度进行分类：一方面，作者从介绍风险投资的角度入手，告诉创业者应该如何认识在过去乃至未来风险投资方向的发展；另一方面，作者又推介了以风险、电子商务为代表的一些风险创业型企业的价值判断的新变化和新特点，向那些风险投资家阐明创新风险企业的本质及内涵，读后能使风险投资家和创业者能彼此相互认识、相互了解，而这种选材本身恰恰显示了这套译丛策划者在选材分类方面的匠心独运。

译丛中《天使融资——如何筹集和投资于私人权益资本》、《风险投资和私人权益资本案例》和《风险投资周期》三本书，作者从不同的侧面介绍了风险资本中权益资本这个独特领域的起源和发展，权益资本的特性变化和投资经营需求。无论是创业者，还是普通读者，读后定将茅塞顿开，



并学会在自己的创业过程中吸纳和运用风险资本。

而《科技风险企业——硅谷的商业模式》和《开创事业——创立、管理新企业的企业家指南》两本书，如果是作为风险投资家的读者阅读它，会对创新技术和中小企业的创业发展规律及其变化趋势能有一个概括的了解，在实际工作中把握投资更能胸中有数。

这套译丛的推出生逢其时，当前中国的风险投资与高新技术企业的发展在中国加入 WTO 的大好时机的促进下，必将产生新的增长点。

在高潮到来之时，推出的译丛将对人们进一步把握全球风险资本市场如何促进创新企业的走向，提供思想上和理论上的认识准备，由此将对建立、形成中国自己的风险资本市场的统一准则产生积极的效应。

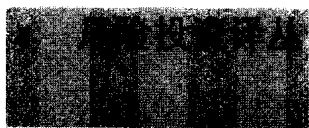
本译丛的译者文笔流畅，文字清新，使人感觉他们既有扎实的经济学基础，又擅长文学，与目前已面世的同类书籍相比，更具实用性和可操作性，是近年来不可多得的一套关于风险资本的精品译丛。

当然，原文的作者是在美国这样一个经济发达、风险资本市场较为成熟、相应理论和实践问题较成体系的背景下进行创作的，内容上与中国现实状况、现存的体制、市场、经营模式必然存有一定的差异，希望读者能自辨良莠，取伪存真。

最后，对本书成功出版所做大量工作的编辑、出版、发行的人员一并致以衷心感谢，他们在适当的时机，以适当的方式向读者奉献的这套精品读物实在为消除中国资本市场的“资本鸿沟”做了一件大好事。

刘晓光

2001 年 12 月



中文版序言

高科技和经营概念的创新是新经济的核心内容。过去几年中，新经济的概念席卷全球。尽管由于宏观经济的波动，新经济概念、企业、市场也都陷入低谷，但人类经济发展到今天，在物质需求得到充分满足、资源压力越来越大的情况下，知识和创新无疑是未来经济的发动机。新经济的力量是不容置疑的。

我们在感叹新经济的力量的同时，发现了新经济后面一个重要的支持因素，即风险投资。

风险投资对新经济的促进作用和自身运作的成功是众所公认的。我们在对风险投资充满热情，对风险投资的效果和收益充满憧憬的同时，应该仔细研究一下，风险投资背后还有什么？

过去几年的实践表明，风险投资取得成功的因素，恰恰是我们现有经济机制、企业结构、社会文化中所缺乏的。公有经济中这些因素的缺乏更明显。

在原有的土壤和背景下，我们很难培育出风险投资取得成功所需要的机制和规则。这意味着风险投资在中国要走很长的路。

我不想否认风险投资所能带来的积极作用。风险投资这种组织结构和运作方式标志着，我们以前所未有的热情将社会资本和注意力投入到知识和创新中来。从宏观上说，这种投入的效果将是明显的；但从微观上看，我们还需要创造出能促使风险投资发挥作用的诸多因素，否则我们将为达到同样的效果付出更大的成本。

本书讲述了风险投资整个运行周期的各个阶段，我们可以对“风险投



资背后还有什么”这个命题有一个概括的了解。

对于希望争取风险投资的企业家来说，风险投资有以下一些基本的特点：

- (1) 风险投资要求创新的科技和商业概念；
- (2) 风险投资要求具有实证性的商业模型；
- (3) 风险投资有严格的内部运行规则；
- (4) 风险投资要求对股东利益的忠诚；
- (5) 风险投资很注重经营团队；
- (6) 风险投资认同创业者主导企业，但对风险和利益反应强烈；
- (7) 风险投资一般是几家组合进行投资；
- (8) 风险投资从一开始就着眼于退出。

风险投资与创业企业的轨迹，构成了一个“人”字。两者分别从金融领域和实业领域出发，在一定时期结合。“人”字的顶点是风险投资的退出，而不是创业者的退出。

在风险投资出现以前，传统企业对知识和创新的投入也从未间断。而风险投资借助于资本市场的力量，作为一种新的金融工具和管理方式，在某些领域的投资取得了巨大的成功。以至于 20 世纪 80 年代以后，世界 500 强企业纷纷将自己的投资功能以风险投资的形式分离出来或让其相对独立。在风险投资成功的原因中，最重要的一点在于，传统企业立足于投资对象的长期收益，而风险投资着眼于投资对象的上市变现。风险投资最大的贡献在于对那些难以从传统银行和企业中融资，然而却最具盈利前景和竞争力的公司给予了金融支持。而退出则是风险投资作为资本追逐利润的基本手段，对此，资本市场应予以承认。

张建同

2001 年 12 月于北京



作者中文版序言□

中国的风险投资产业目前正处于一个十字路口，既面临着非凡的机遇，也面临着现实的挑战。

一方面，我们有充分的理由相信，中国的风险投资者在未来的数年中会获得显著的回报。中国经济增长潜力巨大，形成了一种潮涨之势，企业无论大小，必将水涨船高，从强劲的经济增长之中获益。中国人民的创新精神、技术水平以及创造力为风险投资产业的发展创造了良好的环境。而且，信息技术的最新发展使得中国能够采取一种“跳跃式（Leapfrog）”的发展战略：企业可以借鉴别处经验，直接采用最为先进的技术。

另一方面，我们应看到，在过去的 20 年中，中国的风险投资者也遇到了许多困难。首先，风险投资者——无论是国内还是国外——对于中国的技术传播速度都过于乐观。其次，有关产权问题的模糊不清导致了种种误解和投资失败。此外，缺乏有经验的管理人才也是中国所面临的挑战之一。

因此，建立风险投资产业并不是一件轻而易举的事，必须依靠艰苦的工作和良好的决策才行。这一点从以色列风险投资业的发展经验可以看出。以色列在 1991 年只有一只风险投资基金，但是，到 20 世纪 90 年代末，以色列已经成为全球最大的风险投资产业国之一。

我希望本书能够为中国风险投资产业的发展起到一定指导作用。本书对美国风险投资产业做了系统的研究，重点分析了风险投资产业如何成功地投资者创造了巨额财富并推动美国高科技产业部门的发展。本书还深入阐述了风险投资产业在发展过程中所遇到的问题以及解决这些问题的方



► 风险投资周期

法。

希望您喜欢《风险投资周期》!

乔希·勒纳

2002 年 5 月



Foreword to *The Venture Capital Cycle*

The Chinese venture capital industry is today at a crossroads. Today is characterized by both extraordinary opportunities and real challenges.

On the one hand, there are many reasons to believe that venture investors in China should receive extraordinary returns in the years to come. The tremendous growth of the Chinese economy has creating a rising tide, which should boost the fortunes of large and small firms alike. The entrepreneurial drive, technological skills, and creativity of the Chinese people are well suited for the start-up environment. And recent developments in information technology may allow China to undertake a “leapfrog” strategy: firms should be able to benefit from the experience elsewhere, and directly adopt some of the most modern technologies.

On the other hand, it is important to recognize that the past two decades have seen many disappointments for venture investors in China. In some cases, investors—whether domestic or foreign—had excessively optimistic expectations about how rapidly technologies would diffuse in China. In other cases, ambiguities surrounding property rights ended up leading to misunderstandings and failed investments. The limited supply of seasoned management talent has been another challenge.

Building a venture capital industry, thus, will not be an easy task. But with hard work and good decisions, it can be done. This can be seen, for instance, by looking at the experience of Israel, which went from having one venture capital fund in 1991 to one of the largest industries in the world by the late 1990s.

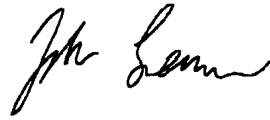
This volume, I hope, will provide some guidance during this challenging but important journey. The volume systematically looks at the venture capital



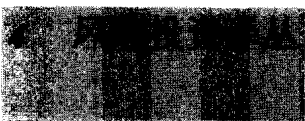
► 风险投资周期

industry in the United States. The chapter highlights how the industry has succeeded in creating extraordinary wealth for its investors and stimulating the growth of the U.S. high-technology sector. But it also highlights the problems with which the industry has struggled, and the ways in which these problems are being addressed.

I hope you enjoy *The Venture Capital Cycle*!



May, 2002



致 谢

vii

本书的完成与许多人士的研究工作是分不开的。首先，许多风险投资基金和机构的投资者和顾问人员为我们提供了很大帮助。没有他们的合作，我们不可能取得这些构成我们分析基础的信息。我们要特别感谢 Tim Bliamptis、Mark Dibner、Mark Edwards、Michael Eisenson、T. Bondurant French、David Gleba、Kelly McGough、Robert Moreland、Tom Philips、Jesse Reyes、Rolf Selvig、Scott Sperling、David Witherow 以及几家机构——Harvard Management 公司、Brinson Partners 公司及其旗下各个有限合伙、Kemper Financial Services 公司、North Carolina Biotechnology 中心、Recombinant Capital 公司、RogersCasey Alternative Investments 公司、the US West Investment Trust 公司、Venture Economics 公司以及一只重要的公司制养老基金——他们为我们提供了大量宝贵资料。我们还要感谢几位现在的和以前的同事——特别是 Jay Light、William Sahlman、Jeffry Timmons 以及 Robert Vishny——他们为我们提供了很多介绍性资料。

其次，我们的助手们为本书做了大量耐心细致的工作。Rob Bhargava、Alon Brav、Amy Burroughs、Tim Dodson、Meredith Fitzgerald、Victor Hollender、Leo Huang、Brian Hunt、Taras Klymchuk、Laura Miller、Bac Nguyen、Sanjeev Verma 以及 Jay Yang 为本书分析内容的完成做了许多艰苦细致的工作。哈佛商学院的 Chris Allen 和 Phil Hamilton 以及凯斯西部保留地大学 (Case Western Reserve University) 的 Neil Bania 和 Michael Fogarty 为本书提供了计算支持。芝加哥大学证券价格研究中心 (the Center for Research in Security Prices)、哈佛大学约翰·F·肯尼迪政府学院 (John F. Kennedy School of