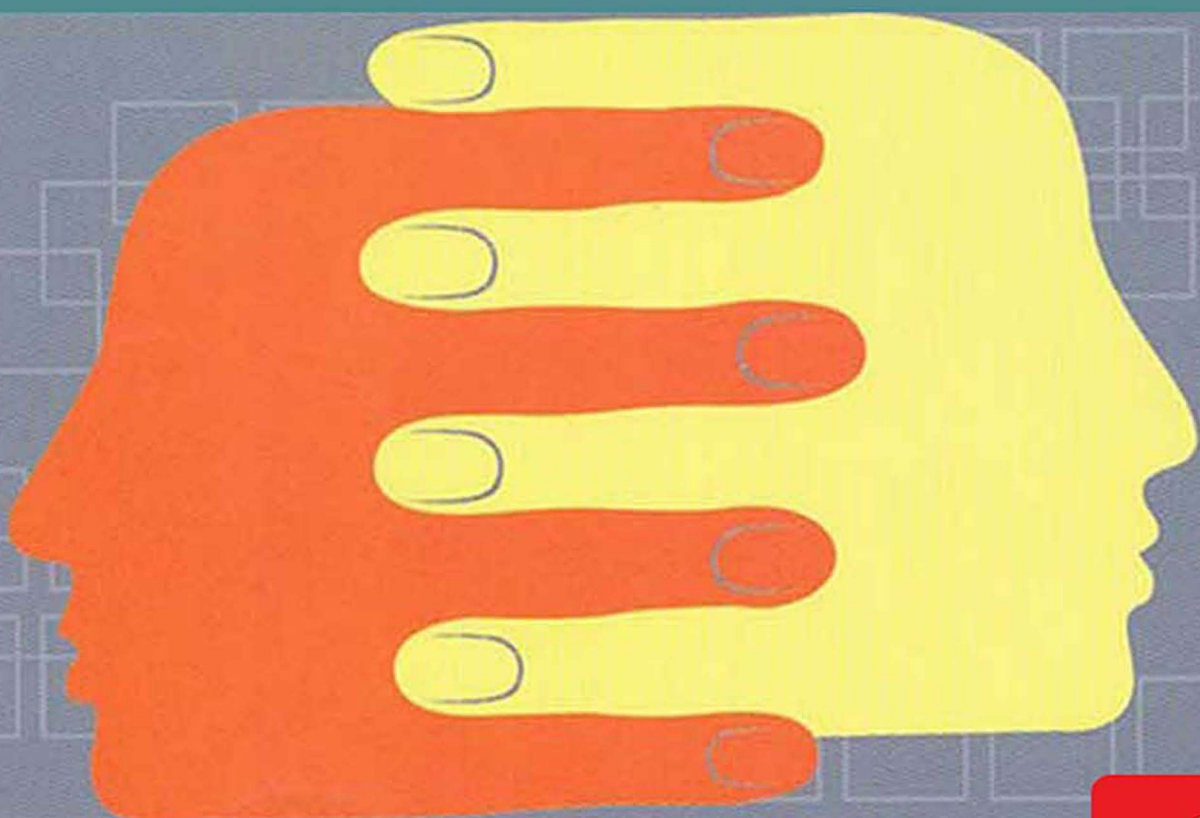


风险投资学

刘曼红，（美）林博，刘小兵著



对外经济贸易大学出版社

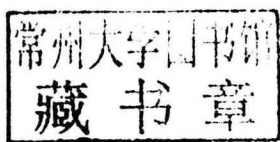


全国高等院校投资学主干课程“十三五”规划教材

风险投资学

(第二版)

刘曼红 Pascal Levensohn 刘小兵 著



对外经济贸易大学出版社
中国·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

风险投资学 / 刘曼红, (美) 林博, 刘小兵著. —2
版. —北京: 对外经济贸易大学出版社, 2018. 1
全国高等院校投资学主干课程“十三五”规划教材
ISBN 978-7-5663-1833-6

I. ①风… II. ①刘… ②林… ③刘… III. ①风险投
资-高等学校-教材 IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 218832 号

© 2017 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究

风险投资学 (第二版)

刘曼红 Pascal Levensohn 刘小兵 著

责任编辑: 史伟明

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码: 100029
邮购电话: 010-64492338 发行部电话: 010-64492342
网址: <http://www.uibep.com> E-mail: uibep@126.com

三河市少明印务有限公司印装 新华书店经销
成品尺寸: 185mm×260mm 22 印张 508 千字
2018 年 1 月北京第 2 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5663-1833-6

印数: 0 001-3 000 册 定价: 42.00 元

前 言

风险投资又译为创业投资，是投向未来的，直接投入创新型企业的私人股权资本。1985年，中国第一家由政府出资的风险投资公司——中国创业投资公司成立，中国的风险投资由此拉开序幕。1998年，以成思危先生为首的中国民建中央的一号提案，将推进风险投资作为中国经济发展的重要国策之一。进入21世纪，风险投资在中国蓬勃发展起来。2006年，中国的风险投资总额达到17.8亿美元，成为仅次于美国的全球第二大风险投资市场。中国在这一领域已位列全球第二，并且到目前为止始终保持全球第二大市场这一地位。

风险投资在中国发展30余年，在推动中国经济发展，尤其是推动科技创新方面起到了举足轻重的作用。中国人民大学财经学院最早为本科生和研究生开设了风险投资专业。近年来，很多大专院校也相继开设了这一选修课。我们希望学生们可以使用这本教科书，这本书将以逻辑性的原理风险及实际操作过程来讲授风险投资。

2007年夏天，在美丽的旧金山半月湾，哈佛大学法学院联合中国发展基金会（CDRF）、国际金融体系计划（PIFS）共同举办了关于建立21世纪中美金融体系的高层座谈会。在会议第一天的晚宴上，一位来自硅谷的风险投资家——Pascal Levensohn与中国人民大学主讲风险投资课程的刘曼红（Mannie）教授相识。

两位专家在交谈中很快找到了他们的共同兴趣点：风险投资与非公开权益资本领域的研究。刘曼红教授在1997年回到中国授课之前，一直在哈佛商学院的Josh Lerner教授的指导下，从事风险投资的研究工作。而Pascal是一位经验丰富且非常成功的，活跃在硅谷的风险投资家，他毕业于哈佛大学，近来一直担任美国国家风险投资协会教育委员会主席。正是2007年那个晚上开始的讨论话题促成了两人的本次合作。

一年之后，也就是在2008年夏天，刘曼红教授和Pascal先生在纽约的哈佛俱乐部再次相遇。Pascal表示有兴趣合作从事风险投资方面的研究。此后，二人通过电子邮件就风险投资领域的很多问题进行了深入的探讨。后来，刘曼红教授接受了对外经济贸易大学出版社的邀请，编写面向中国大学本科学生的风险投资教材，于是她邀请Pascal作为共同作者来写作。这本教材的编写是一项非常艰巨又十分有趣的工作，刘曼红教授和Pascal Levensohn先生均为此付出了数月的心血。

2017年对我们具有重要意义。《风险投资学》一书正式再版。我们很荣幸地邀请了中国科学院虚拟经济与数据科学研究中心刘小兵博士与我们一起修订这本书。小兵博士对于这本书的再版付出了许多辛勤的劳动，为这本教材增添了不少新的思想及内容。

这本教材分为理论部分、实践部分和未来部分，共13章。在该书的最后一章，作者对中国风险投资近年来独特而惊人的发展进行了探讨。

这本教科书凝聚了Pascal Levensohn先生的硅谷风险投资经验以及刘曼红教授多年的风险投资研究成果，将对中国高等教育计划在风险投资领域的实施起到积极的推动作用。

刘曼红（Liu Manhong, Mannie）女士在中国非公开权益资本与风险投资领域有很

多论著。她的《风险投资：创新与金融》（中文版，中国人民大学出版社，1998年）是中国最早的风险投资专著之一。刘曼红女士于1994年获得康奈尔大学经济学博士学位，1993—1997年曾在哈佛大学担任副研究员，现任中国人民大学教授、博士生导师。她兼任北京市政府金融顾问，中国人民大学风险投资研究中心主任，中华天使投资协会（香港）会长，世界天使投资协会董事会成员，国际生态发展联盟副理事长等职务。目前她长期居住香港，作为香港致富集团董事。

Pascal Levensohn 先生已有 29 年金融从业经验。自 1996 从事风险投资业务，并于洛杉矶创立了 Levensohn Venture Partners (LVP) 以来，他从未离开过这一他所热爱、他所忠心耿耿的事业。Pascal 主要从事软件、半导体、交通运输等公司的早期投资，经常对公司治理有关问题发表演讲。自 1999 年以来，Pascal 先生发表了很多篇关于风险投资发展趋势的论文。2006 年 5 月，他创立并主持了董事会问责与效率工作组，该工作组包括 33 名成员，旨在促进教育和监管的最佳实践。Pascal 先生是哈佛大学行政学学士，担任对外关系协会会员，奥斯本学院苏格拉底协会前副会长，全美风险投资协会理事，全美风险投资协会教育委员会主席。

刘小兵博士于 2015 年 1 月毕业于上海同济大学，进行绿色产业政策及产融结合方面的研究，曾在住房和城乡建设部与工业和信息化部进行过绿色建筑和绿色工业方面的产业发展及相关产融结合等方面的研究，对于公共政策有深入研究和独立理解，对于产业投融资和相关公共政策有较为丰富的经验。刘小兵博士于 2016 年加入中科院虚拟经济与数据科学研究中心风险投资研究室，目前研究领域侧重于影响力投资、天使投资和风险投资等方向。

刘曼红教授，Pascal Levensohn 先生，及刘小兵博士希望将这本著作献给成思危先生和那些对于风险投资事业感兴趣的年轻学者以及众多从事风险投资实业的人士。

作 者

2017 年 5 月

目 录

第一章 风险投资的概念	(1)
本章摘要	(1)
关键词	(1)
第一节 风险投资的定义	(1)
第二节 风险投资与创新	(10)
第三节 风险投资家	(18)
本章思考题	(34)
第二章 风险投资与创业企业	(35)
本章摘要	(35)
关键词	(35)
第一节 创业者与风险投资家	(35)
第二节 创业企业的发展阶段与融资模式	(42)
第三节 投资模式与企业发展阶段	(53)
第四节 风险投资保险制度	(60)
本章思考题	(62)
第三章 风险投资的简史及作用	(63)
本章摘要	(63)
关键词	(63)
第一节 风险投资的初创	(63)
第二节 风险投资发展简史	(66)
第三节 风险投资对于经济发展的作用	(75)
本章思考题	(83)
第四章 风险投资的融资	(85)
本章摘要	(85)
关键词	(85)
第一节 风险资本的来源	(85)
第二节 中国风险投资的来源	(89)
第三节 风险资本的募集 ——以私人风险投资公司的融资为例	(91)

本章思考题	(93)
附件 合伙协议范本	(95)
第五章 风险投资的投资运作	
——商业计划书	(107)
本章摘要	(107)
关键词	(107)
第一节 商业计划书——重要性	(107)
第二节 商业计划书——必要内容	(109)
第三节 商业计划书——基本形式	(113)
第四节 商业计划书——弦外音	(117)
附录：商业计划书——实例	(119)
本章思考题	(128)
第六章 风险投资的投资过程	
——尽职调查	(129)
本章摘要	(129)
关键词	(129)
第一节 项目的筛选	(130)
第二节 尽职调查	(131)
第三节 风险投资的价值评估	(138)
第四节 投资条款：Term sheet	(143)
本章思考题	(153)
第七章 风险投资：投资后管理	(155)
本章摘要	(155)
关键词	(155)
第一节 投资后管理概述	(155)
第二节 管理层更迭	(157)
第三节 董事会冲突与解决	(169)
本章思考题	(173)
第八章 风险投资的退出	(175)
本章摘要	(175)
关键词	(175)
第一节 风险投资退出的几种形式	(175)
第二节 公开上市退出模式	(176)

第三节 风险投资的并购方式退出	(179)
第四节 清算或破产	(182)
第五节 全球风险投资退出分析	(183)
第六节 中国风险投资退出机制现状	(192)
本章思考题	(196)
第九章 风险投资基金的设立	(197)
本章摘要	(197)
关键词	(197)
第一节 风险投资的组织形式	(197)
第二节 外商投资风险投资基金的设立	(201)
本章思考题	(209)
附录	(210)
附录 1 报备文件	(210)
附录 2 设立创投企业的程序	(211)
附录 3 设立创投企业应具备的条件	(211)
附录 4 必备合伙人 (GP) 应具备的条件	(212)
第十章 风险投资与天使投资	(213)
本章摘要	(213)
关键词	(213)
第一节 天使投资的概念	(213)
第二节 天使投资的作用	(221)
第三节 天使投资与风险投资的一致与区别	(228)
本章思考题	(235)
第十一章 风险投资的新风尚	(237)
——社会价值投资	(237)
本章摘要	(237)
关键词	(237)
第一节 风险投资的社会责任性	(237)
第二节 全球社会价值投资现状	(241)
第三节 社会价值投资与中国的改革发展	(246)
第四节 中国社会价值投资：供给侧	(249)
第五节 中国社会价值投资：需求侧	(257)
第六节 中国社会价值投资的标准和评估体系	(263)
第七节 中国社会价值投资的政策环境	(266)
本章思考题	(269)

第十二章 国内外创业板市场的发展情况	(271)
本章摘要	(271)
关键词	(271)
第一节 创业板市场的概念、特点、功能及运作模式	(271)
第二节 中国的创业板市场	(275)
第三节 我国创业板的运行现状	(286)
第四节 美国纳斯达克市场	(293)
第五节 欧洲创业板市场	(299)
第六节 亚洲创业板市场	(303)
本章思考题	(313)
第十三章 中国风险投资的特征	(315)
本章摘要	(315)
关键词	(315)
第一节 中国风险投资的体制及制度特征	(316)
第二节 中国风险投资的市场环境特征	(327)
第三节 中国风险投资的其他特征	(333)
本章思考题	(339)
后记	(340)

第一章

风险投资的概念



本章摘要

风险投资译自英文“Venture Capital”，是由专业投资者投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。本章从投资者角度对风险投资这一词汇进行介绍，包括三个方面内容：风险投资的定义与特征、风险投资与创新的关系、风险投资家。



关键词

风险投资 风险投资的“12345” 技术创新 核心竞争力 风险投资家

第一节 风险投资的定义

一、什么是风险投资

（一）风险投资的定义与内涵

按照美国风险投资协会的定义：风险投资（Venture Capital，在我国又翻译成创业投资，下同）是由专业投资者投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。^① 风险投资是由有经验的专业人士运作的一种资金运作模式。风险投资家不仅对所投企业提供资金，更重要的是他们为所投企业提供管理经验，提供市场及未来发展的联系渠道。

第一，风险投资是一种金融模式，但它非同一般金融模式，它是一种新型的金融运作模式。它遵从一般金融运作模式的规律：运作的是资本，投入的是资本，取出的还是资本。它是通过资本的一入一出赚取资本增值的。

第二，风险投资虽然投入的是资本金，但它所投入的对象不是企业公开发行的股

^① 美国风险投资协会：National Venture Capital Association.

票，不是资本市场，不是期货，也不是不动产，风险投资投的是企业。特别地，风险投资所投的企业不是上市公司，而是非上市公司，是新兴的，或正在迅速成长的、还没有上市的企业。因此，风险投资又不是一般金融，它是通过投入企业，并参与企业的成长壮大过程，最终从成功企业退出而获取利润的一种新兴的资本运作模式。严格地说，风险投资获取的是资本的增值。风险投资的真谛在于帮助创业者建设企业，从这个角度看，将“Venture Capital”翻译成“创业投资”是不无道理的。

第三，风险投资一般投入到新兴的创业的企业，不是投入到一般的创业企业，而是投入到那些具有巨大增长潜力的企业，那些代表朝阳产业的企业，那些能够给风险投资家带来丰厚利润的企业。从这个角度看，风险投资不是对一般创业企业的投资，而是对那些优秀创业企业的投资。以美国为例，每年美国有1百万人创业，而风险投资投入的创业企业却寥寥无几。2008年，美国风险投资共投入281亿美元，投入3276个项目，平均每个项目的风险投资额为857.7万美元。

风险投资投入的往往是新兴的创业企业，但其投资对象绝不是一般创业企业，而是那些能够迅速增长的，具有巨大收入潜力的企业。不少人认为风险投资投入的不是创新，而是增长，这种说法不无道理。然而，没有创新内涵的增长，收入不可能持续增长。风险投资关注的是那些具有明显增长性的创业企业。街头巷角的夫妻店也是创业，也为经济创造就业，为国家的经济发展作出贡献，但他们一般不是风险投资青睐的对象。原因在于这些企业虽然是新兴的创业企业，也为社会经济发展增加就业，其营业收入也是国家GDP的组成部分，但它们的发展往往比较稳定，其运作模式与迅速增长的创新型企业不同。这些企业虽然是国民生产总值中不可忽视的组成部分，但却不是风险投资的投资对象。

第四，运作风险投资的职业经理人是基金管理者，是风险投资家。风险投资家本身往往不是资本家，即他们本人不一定拥有大量资本，他们是为拥有大量资本的投资者（通常是机构投资者）管理资本的。风险投资家虽然不是资本家，但他们仍然很富有，他们的富有不是表现在雄厚的资本上，而是表现在内在能力上，他们是未来的富翁。风险投资家拥有一种无形资产：他们有经验，有一定的教育背景，有关系网，有鉴别好坏项目的的能力，有洞察市场发展趋向的眼光。他们是从投资者那里获取资本，进行投资的。换句话说，风险投资家是用别人的钱进行投资。这一点与天使投资家大不相同。

第五，由于风险投资投入的是那些还在雏形中的项目或企业，或者正在成长过程中的企业，这种投资具有很高的风险。风险投资具有“高风险，高收益”的性质。事实上，风险投资的高风险是现实的，而其高收益却是潜在的；风险投资的高风险是确定的，而其高收益却是不确定的。从这个角度上说，风险投资的性质应当是“高风险，高预期收益”。

（二）风险投资概念的来源

风险投资英文为“Venture Capital”，在我国又译为创业投资。Venture Capital这一行业起源于第二次世界大战后的美国。业内人士普遍认为，最早的风险投资是1946年设立于美国波士顿的美国研究与发展公司（American Research and Development, ARD）。

然而，几乎与此同时，另一家公司 J. H. Whitney & Co. 也于 1946 年 2 月宣告成立，有人认为这家公司才是第一个风险投资机构。无论是 ARD 还是 J. H. Whitney，他们在最初并没有明确地把自己的经济活动定义为“风险投资”，也并没有把自己的公司定义为从事风险投资的公司。然而，他们所实际从事的确是风险投资事业。可以说，这两家公司所从事的是一种新型的资本运作模式，它们是风险投资的鼻祖。

风险投资是一门实践性很强的学科，有人说，学习风险投资就像过去的学徒跟师傅一样，要在实践中一点一点积累经验，才能学到其中的真谛。风险投资是实践的总结和总结，就连风险投资这个概念也是从实践中得到的。风险投资家们并没有坐在一起，设计好风险投资的运作模式，确定了风险投资的名称，然后再运用于实践，而是根据当时经济的需要提供了这样一种资金运作模式，因此是经济生活本身创造了风险投资。

那么，风险投资（Venture Capital）这一名词是怎么产生的呢？这里有一段很有意思的故事。由哈佛商学院出版社（Harvard Business School Press）出版的名为 *Done Deals: Venture Capitalists Tell Their Stories* 一书中，我们第一次领略了“Venture Capital”这一概念的由来。当 J. H. Whitney & Co. 最初从事投资活动时，纽约时报把他描述成为“纽约的一家投资银行”。这种称呼使得 J. H. Whitney & Co. 的投资家们感到十分不自在。他们自认为所从事的不是传统的投资银行业务，而是与其完全不同的一种新型业务。于是在 J. H. Whitney 公司内部，一场热烈的具有历史意义的讨论展开了。投资家们试图为他们所从事的这种新型投资活动冠以一个名称，使之区别于传统的投资银行业务。在讨论中，他们认为应当突出冒险（Adventure）这一概念，因为，这种经济活动具有很大的冒险性，并且还提出，应当把风险（Risk）这一概念也包含在内，因为这是一项风险很大的投资活动。当时的执行合伙人 Benno Schmidt 先生建议把 Adventure 和 Risk 两个概念组合，并首次提出了“Venture Capital”的概念。^①

这样，一个新兴的具有巨大生命力的特殊的资本运作模式便以“Venture Capital”这样一个名称问世。

（三）风险投资与创业投资

风险投资的概念从一开始就包含着“风险”的涵义。在很多著名投资学、金融学 and 经济学词典中，“Venture Capital”一词是与“Risk Capital”混用的，如已再版八次的 *Barron's Financial Guides: Dictionary Of Finance And Investment Terms* 提到，“Venture capital”又被称为“Risk capital”。^② 在 *MIT Dictionary of Modern Economics*（麻省理工学院当代经济学大词典）中，条款“Venture Capital”下标注“请参见 Risk Capital”。^③ 在

^① Done Deals: Venture Capitalists Tell Their Stories by Udayan Gupta (Editor), Publisher: Harvard Business School Press; (September 2000), page 98 -99, 这本书已被译为中文，《做交易——风险投资家的故事》，人民邮电出版社，2002 年，感兴趣的读者可以从该书的第 62 页找到这段有趣的历史。

^② Barron's financial guides: Dictionary of finance and investment terms. Fifth edition, By John Downes, Jordan Elliot Goodman, 2002, Page 687; venture capital, also called risk capital.

^③ David W. Pearce. The MIT dictionary of modern economics [M]. 4th edition. Massachusetts: the MIT press, 1992: 53.

目前国内外金融学界比较权威的 *Palgrave Dictionary of Money and Finance*（帕尔格雷夫金融大词典）中，“Venture Capital”也被解释为“Risk Financing”。^① 哈佛大学出版的风险投资家名人录题目为 *Who's Who in Risk Capital*。^{②③④} 学术研究中，将“Venture Capital”与“Risk Capital”混用的论文、专著比比皆是。

正因为风险投资的这一内涵，不仅在中国，而且在很多非英语国家，尤其欧洲各国，英文“Venture Capital”一词往往被译为他们本国文字的“Risk Capital”（风险资本）。如：法语将“Venture Capital”译为“Capital Risque”，即为风险资本；意大利文中“Venture Capital”则为“Capitale Rischio”；德文为“Risiko-Kapital”；荷兰文为“Risicodragend Kapitaal (Risk Taking Capital)”；以色列文（希伯来文）为“|לִצְוֹ|ן”（从右向左读，意为风险资本）。此外，有些国家（如韩、日）最初将“Venture Capital”译为风险资本，后又直接采用英文原文“Venture Capital”的日文译音“Katakana”。俄文直接使用英文“Venture Investment”的俄文译音“venchurnye investirovanie”；在西班牙语为官方语言的拉丁美洲，人们对于英文专业名词的翻译一般持比较谨慎的态度，多数情况下，直接采用英文原文，不过对于“Venture Capital”，他们却有一个通用的西班牙语词汇“Capital De Riesgo”，即风险资本。

“Venture Capital”同时也被翻译为“创业投资”，如中国大陆及港澳台地区。事实上，1986年国内第一家风险投资公司即命名为“中国科技创业投资公司”。“创业投资”也同样反映了 Venture Capital 的实质。如上所述，风险投资既不是一般的金融投资，也不是一般性质的资本运作，这一点往往被人们忽略。风险投资的真谛是什么？风险投资不仅仅为创业者提供资本，更重要的是，它帮助创业者建设企业；风险投资家不仅仅为了赚钱，更重要的是，帮助企业创造新型的、具有巨大发展潜力和未来的企业。风险投资家威廉·伊根（William Egan）先生曾诙谐地说道，如果你只想赚钱，就去做一名企业家；如果你既想赚钱，又想结识一些有意思的人，帮助这些人实现他们的创业梦想，就来做风险投资家。事实上，许多风险资本家自身就是成功的创业者，如阿瑟·洛克（Arthur Rock）先生，他既是美国风险投资的先锋之一，又是一些成功企业的创建人，著名的英特尔公司就是洛克先生创建的。风险投资家从资金投入到初创企业的那一刻起，本身就成为创业者之一，他们与创业者共同承担创业的风险，共同为企业的成功努力，也共同分享创业的成果。

二、风险投资的特征——风险投资的“12345”

为了便于读者了解风险投资，我们把风险投资的概念总结为五个要素，简称为风险

① Peter Newman, Murray Milgate, John Eatwell. *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* [M]. London: Palgrave Macmillan, 1992.

② *Who's Who in Risk Capital: United Kingdom* (Harvard Business Review Paperback Series), Paperback [M]. Brighton: Harvard Business School Publishing, 1991.

③ 同上。

④ 同上。

投资的“12345”:^①

1. 风险投资是一个循环
2. 风险投资包含两个代理关系
3. 风险投资由三个方面参与
4. 风险投资有四个运作阶段
5. 风险投资具有五大特征

(一) 风险投资是一个循环

风险投资从融资到投资，到投资后管理，到退出，是资本运作的一个循环。从这个意义上讲，风险投资是金融。当然风险投资不仅仅是金融，风险投资的核心是创新，是帮助创业企业成长壮大。但另一方面，由于风险投资的运作是一个循环，它以资本的形式投入，最终以资本的形式退出，因此，风险投资又是一种典型的资本运作模式（见图 1.1）。从这个意义上说，风险投资是金融。风险投资是金融下面的一个子范畴。

从图 1.1 中可以看出，风险投资的过程形成了一个从资本再到资本的循环：即从原始资本到增值后资本，从资本的筹集到资本的投入，从投入企业后的积极参与到被投资企业成功后资本的退出。风险投资的这个性质使得它具有了一般资本的最基本特征：资本以现金（Cash）的形式投入，以现金（Cash）的形式退出，并带给投资者一定的利润，有时是高额利润。

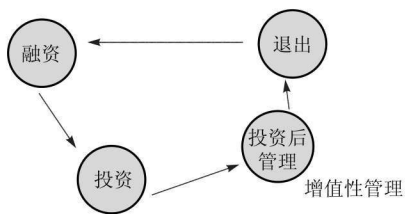


图 1.1 风险投资：一个循环

(二) 风险投资的过程具有两个代理关系

按照现代经济学理论，委托代理关系是一种会产生一定成本的经济关系。委托代理关系具有委托人（Principal）和代理人（Agent）两个方面。委托代理是根据委托人的委托授权而产生的代理关系。委托人是被代理人，又称为委托代理人，代理人又称为被委托人，或受托人。

一般地，委托代理建立在一定的法律关系，即委托合同关系之上，这种委托关系也可以是劳动合同关系、合伙关系、工作职务关系。委托合同由委托人和受托人约定，由受托人处理委托人事务的合同，因此，这种关系被称之为委托代理。委托代理关系的建立，还必须经过被代理人向代理人授予代理权，委托代理关系才能确立。因此，被代理人的授权意志是委托代理关系最终建立的关键。委托代理关系往往产生委托代理成本，这是因为委托人将某些决策权委托给代理人，代理人以委托人的名义从事各种活动。如果委托代理关系中的双方都追求效用最大化，那么代理人就不可能完全按照委托人的利益行事。

虽然在委托代理合同中，委托人要求代理人为委托人本身的利益服务，但在现实生活中，代理人可能为他们自己的利益服务。为了防止这种现象的发生，委托人必须设计

^① 风险投资的“12345”由刘曼红教授在她 2003 年风险投资课程讲义中首次提出，此后，她在授课过程中逐渐将这个概念加以修改和补充。

出一种合适的激励机制和监督机制以限制代理人偏离委托人的行为，这就产生了委托代理成本问题。有时，委托人要求代理人支付一定的保证费，用以保证后者不从事对前者不利的行为，或者规定一旦代理人采取此种行为，必须向委托人作出赔偿。委托代理关系总会产生监督成本和保证成本。

在风险投资的运作过程中，委托代理关系是相对复杂的。风险投资过程出现两种代理关系，即风险投资具有双重代理关系（见图 1.2）。

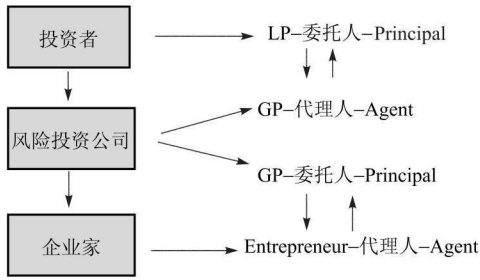


图 1.2 风险投资：两个代理关系

如图 1.2 所示，风险投资中的两种代理关系表现在：当投资者 [在有限合伙制关系中投资者即有限合伙人 LP（Limited Partner）] 将资金交给风险投资家 [在有限合伙制中风险投资家即资金管理者或 GP（General Partner）] 管理时，投资者与风险投资家产生了一种委托代理关系，这里，投资者 LP 是委托人，而风险投资家 GP 是代理人。风险投资家代理投资者将资金投入

到具有增长潜力的生气勃勃的企业中去，以为投资者获取较高的投资收益。这是风险投资过程中的第一层委托代理关系。但当风险投资家将风险资本投入企业中去，风险投资家却摇身一变，从代理人转变为委托人，而企业家成为代理人。风险投资家将资金委托给企业家管理。这时出现了风险投资的第二层代理关系。

如前所述，代理人应当对委托人负责，代表委托人的利益，但有时代理人难免把自己自身的利益放在委托人利益之上。为了避免这种情况的发生，委托人往往要对代理人进行监管，这就产生了代理成本。在风险投资运行过程中，投资者（LP）往往通过各种方式对于风险投资家（GP）进行监管控制。同样，风险投资家也通过各种机制对企业家如何运用资金加以监控。当然，由于情况不同，背景不同，投资者对于风险投资家的监控与风险投资家对于创业者的监控有所不同。

（三）风险投资的三个参与者

风险投资家本身没有资本，或没有足够的资本。他们需要向投资者融资，融到资金后，他们再将资金投入企业家身上。这样看来，风险投资有三方面的参与者：投资者、风险投资家和企业家（见图 1.3）。

图 1.3 清晰地说明了风险投资过程中的三个参与者的关系：投资者提供资本给风险投资家，风险投资家再投资给他们所选中的企业。值得注意的是，图 1.3 中的三个投资者并不是说投资者只有三个，那三个圆形代表若干投资者，同样，三个被投资企业代表若干被投资企业，而一个长方形并不是说风险投资家仅有一人，风险投资家作为一个机构（往往是风险投资公司），而投资者、被投资企业则往往是不同的机

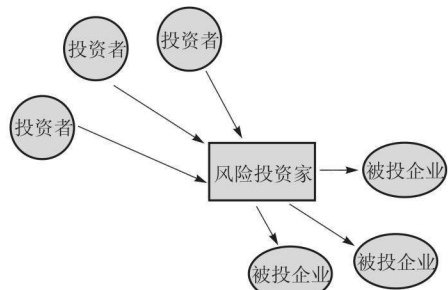


图 1.3 风险投资的三个参与者

构。这里，投资者可以是一个（往往是公司型风险投资基金），也可以是若干个。他们可以是机构投资者，也可以是个人或家庭。而被投企业从来不可能仅有一个。风险投资家为了分散投资风险，他们绝不会把所有的鸡蛋放入同一个篮子，也就是说绝不会把所有的资本投入一个企业中去。

在风险投资的整个运作过程中，风险投资家作用于投资者和企业家之间。既然风险投资家本身没有足够的资本，他们为什么还要做风险投资呢？同样，既然投资者有足够的投资资本，他们为什么不亲自投资呢？我们这里首先回答后一个问题。投资者虽然拥有大量的资金，他们未必有足够的时间亲自从事风险投资的操作。即使他们有闲暇的时间，他们也未必具有丰富的经验和经历从事风险投资业务。我们知道，风险投资的投资者可以是机构投资者，也可以是富有的个人或家庭。无论是机构投资者或个人，他们都缺乏风险投资家经过长期培养所特有的企业投资经验，及他们特有的素质和能力。富有的个人或家庭可能有充分的时间，但他们没有必要，也没有兴趣亲自管理自有资本。机构投资者可能具有一定投资经验，并且往往也是非常出色的资金管理者，但一方面，他们本身管理的资本很大，不一定有时间管理投入风险投资的资本；另一方面，他们希望使自己管理的资本风险分散化，以达到减少风险的目的。而把他们手中管理的资金的一小部分投入风险投资基金，是风险分散化的一种方式。此外，机构投资者本身虽然具备优秀的资质和能力，但是未必具有风险投资家所需要的与初创企业打交道的经验，与其亲自投资，不如请风险投资家帮忙。

经验与教训使机构投资者和富有个人或家庭知道，他们自己投资所获取的收益要远远低于风险投资家为他们投资所获取的收益。即使他们要支付给风险投资家相当的费用，包括工资、佣金，及利润分成，他们所能够得到的最终收益率也要高于他们亲自投资所带来的收益。现在回答上述第一个问题，为什么风险投资家没有足够的资本，却要从事风险投资业务？道理很简单：风险投资家在从事这一事业前首先要有坚定的自信心——他们能够成功。风险投资家具有鉴别和筛选项目的的能力，具有投资到创业企业的经验，能够对于市场发展高瞻远瞩，他们唯一缺乏的是雄厚的资本。他们的所长，正是投资者的所短；同样，投资者的所长正是风险投资家的所短。这样，风险投资家与投资者的结合是二者取长补短，相辅相成的必然结果。

风险投资的第三个参与者是被投资企业，在典型的风险投资过程中，这些被投资企业通常是新兴的创业企业。投资者与风险投资家联手，将资金投入具有巨大发展潜力的企业。风险投资的整个运作过程，最终要落实到企业上。能否实现风险投资所追求的超额利润，关键要依靠企业的成长壮大。

总之，风险投资的三个参与者，缺一不可。三者相辅相成，达到共同的目标：使所投企业成为成功的企业。只有这样，投资者、风险投资家和企业家才能各有所获，达到其理想的目标。

（四）风险投资的四个运行阶段

风险投资从融资到投资，到投资后管理，到退出，要经历四个阶段（见图 1.4）。

风险投资家首先要从投资者那里融资，构成资金池。融资成功后，风险投资家对于所筛选的企业投资，以获取股权。投资后，风险投资家不是袖手旁观，而是积极参与企

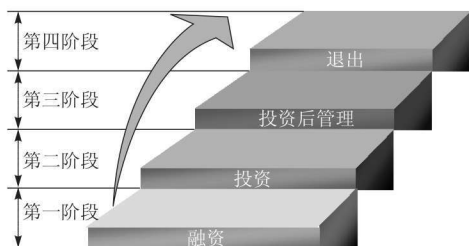


图 1.4 风险投资的四个阶段

业的建设，促进企业的发展。最终，风险投资家将资金退出所投入的企业。如投资成功，风险投资家在退出时会带有丰厚的利润，获取资本的增值。

进一步，风险投资过程的四个阶段分别是：

第一阶段：融资。即风险投资家从投资者那里筹措投资资本，形成资金池（Fund

Pool）。在这个阶段，投资者是委托人，而风险投资家则是代理人。

第二阶段：投资。即风险投资家用所融资本通过一系列步骤投入到具有巨大发展潜力的企业中去。在这个阶段中，风险投资家成为委托人，而被投资企业则成为代理人。这是风险投资过程中非常重要的一个阶段：风险投资家凭借自己的经验、背景、知识，以及自己的洞察力选择潜在的被投对象。这是一个十分复杂的过程，包括：对于项目的初步筛选；尽职审查；对于选中项目进行价值评估；与企业家就价值评估进行谈判；投资条款（Term Sheet）的设计；最终投资。在这个阶段中，风险投资家往往要作出两个决策：

（1）是否投资？

（2）以什么价格投资，即投入多少资本，以获取多少被投企业的股份？

这两个决策同样重要。即使是再好的企业，如果被投资企业要价太高，即风险投资家的投资成本太高，也不是好项目。

第三阶段：投资后，风险投资家对于被投企业的积极参与，包括参加被投企业的董事会；参与被投资企业重要管理人员的聘用及解雇；指导被投企业的市场、生产及发展规划设计；帮助企业再融资等等。

第四阶段：退出。风险投资家将资本投入企业后，成为企业的股东之一，从这个意义上，他们就是创业者。风险投资家往往被称为“创业者身后的创业者”。但风险投资家不会永远作为被投企业的股东，他们是要从被投企业中退出的。他们会在最佳时期，即企业价值相对较高时变卖他们的股权，从被投企业中退出。

对于风险投资四个阶段的分析，我们将在本书的第四章到第八章详尽论述。

（五）风险投资的五大特征

风险投资具有五大特征（见图 1.5），即：风险投资是对非上市企业的直接投资；风险投资所采用的是股权投资模式；风险投资是一种增值性的投资，即风险投资的关键特征是其积极参与投资后对企业的管理与监控；风险投资具有高风险、高（潜在）收益的性质；风险投资是一种长期性投资，人们称风险投资为“耐心资本”。

第一，风险投资的对象是没有上市的企业，从这个意义上说，风险投资是一种直接投资。典型的风险投资不仅投资于非上市公司，而且投资这些非上市公司的启蒙阶段。确切地说，风险投资往往投资于企业发展的早期，有时甚至是种子期。

第二，风险投资所进行的是股权投资，由于所投公司为非上市公司，所以风险投资是非公开权益资本的一种形式。非公开权益资本（Private Equity）又译为私人权益资