

风 · 险 · 投 · 资 · 译 · 丛

风险投资和私人 权益资本案例

〔第二版〕

〔美〕 乔·希·勒·纳 / 著
费尔达·哈迪蒙

〔中〕 胡·波·朱·琳·王·芬 / 译



VENTURE
CAPITAL AND
PRIVATE
EQUITY
A Casebook



经济科学出版社
Economic Science Press

风险投资和私人 权益资本案例

(第二版)

〔美〕乔希·勒纳 / 著
费尔达·哈迪蒙
胡波 朱琳 王芬 / 译

本书由维欣风险投资公司（VCChina）组织翻译

风险投资译丛



图书在版编目 (CIP) 数据

风险投资和私人权益资本案例: 第2版 / (美) 勒纳,
(美) 哈迪蒙著; 胡波, 朱琳, 王芬译. —北京: 经济
科学出版社, 2002.11

(风险投资译丛)

书名原文: Venture Capital and Private Equity:
A Casebook

ISBN 7-5058-2992-0

I. 风… II. ①勒…②哈…③胡…④朱…⑤王…
III. 私人投资: 风险投资 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 072974 号

风险投资和私人权益资本案例

(第二版)

[美] 乔希·勒纳 / 著
费尔达·哈迪蒙

胡波 朱琳 王芬 / 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 40 印张 660000 字

2002 年 11 月第一版 2002 年 11 月第一次印刷

印数: 00001—10000 册

ISBN 7-5058-2992-0/F·2360 定价: 80.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

JINQUAN SERIES



经济科学出版社
Economic Science Press



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

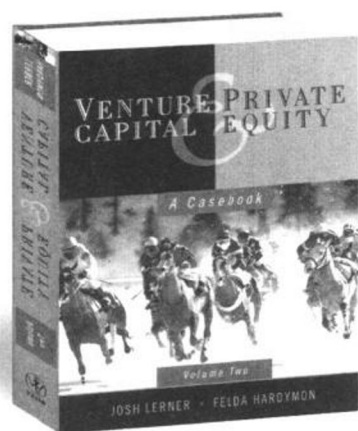
张建同

VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY

A Casebook

(VOLUME TWO)

Josh Lerner
Felda Hardyman



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,却确实老老实实地讲述创业者、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

图字：01 - 2002 - 0847

Original English Language Edition Published By John Wiley & Sons, Inc.

Copyright © 2002 by John Wiley & Sons, Inc.

All rights reserved.

©2002 中文简体字版专有出版权属经济科学出版社

版权所有 翻版必究

全部权利保留。没有权利人的事先书面许可，本出版物的任何部分都不得被复制，不得以某种可以重复获取的方式储藏，不得以任何形式通过任何途径——电子的、机械的、影印、录音和其他方式——传播。所有本书中的案例的著作权，除非有其他注明，包括原文及翻译权均由哈佛大学的校长及其同事所有，本次翻译出版得到哈佛商学院的明确许可。

本书中的案例通过与有关公司合作完成，而合作公司可能希望在保留基本关系的同时隐匿其名称、数量和其他辨识其身份的细节。案例是为了课堂讨论而准备的，而无意反映对某一管理环境有效或无效的处理。

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, without the prior written permission of the copyright holder. The copyright on all cases in this book, unless otherwise noted, both as to the original language case and to the translation there of herein printed, is held by the President and Fellows of Harvard College and they are published herein by express permission of Harvard Business School.

Case material of the Harvard University Graduate School of Business Administration is made possible by the cooperation of business firms who may wish to remain anonymous by having names, quantities, and other identifying details disguised while basic relationships are maintained. Cases are prepared as the basis for class discussion rather than to illustrate either effective or ineffective handling of an administrative situation.

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、高素质地给予判断；(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，

► 风险投资和私人权益资本案例

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，内容上与中国的现实状况、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。

刘曙光

2001 年 12 月

中文版序言

勒纳教授的《风险投资和私人权益资本案例》的第二版终于与中国读者见面了。

风险投资和私人权益资本是一门实践性很强的学问，这种学问是很难单纯从教室中学习的。我在讲这门课时，常常喜欢借用下述句子：

我听到，我容易忘掉 (I hear, I forget)

我看到，我容易记住 (I see, I remember)

我做到，我才能理解 (I do, I understand)

对于像风险投资和私人权益资本这类实践性很强的课程，哈佛大学往往采用案例教学方法。这种案例教学方法把实践中的具体问题搬到课堂上来，一方面使得教学能够紧紧地与现实生活相结合，另一方面，又能引导学生参与课堂讲座，教学相长、生机勃勃。

勒纳教授的这本教材就是集风险投资的实践性以及案例教学的生动性为一体的一个范本。

这本书，正如它的第一版，是基于勒纳教授自己在哈佛商学院的一门课程——风险投资和私人权益资本。这门课自从 1993~1994 年设立后，一直是哈佛商学院的热门课。而第二版是在该书第一版的基础上形成的。用心的读者可能注意到，第二版与第一版的内容虽然有许多交叉之处，但这些案例大都有不同程度的更新，加入了近年来在风险投资和私人权益资本领域中的一些新的内容。

风险投资是私人权益资本的一个子范畴。后者不仅仅包括前者，还包括杠杆购并投资、麦则恩投资等等其他内容。在欧洲，人们往往把风险投资这一概念等同于私人权益资本，把风险投资基金等同于杠杆购并基金。在我国，这两个概念有时是等同的，有时又是有区别的。

正如勒纳教授所述，本书的出版具有三重意义：第一，帮助读者进一步

► 风险投资和私人权益资本案例

理解风险投资和私人权益资本的实质及其运作过程。第二，由于私人权益资本是金融的一个子范畴，我们从前者中领悟的东西往往对于后者也具有一般意义。第三，项目评估是风险投资和私人权益资本的一个主要内容，又是实践运作中最容易引起争端的一个环节。因此，本书对于项目评估问题以及各种评估方法作了详尽的介绍，有兴趣的读者会感到受益匪浅。

风险投资和私人权益资本经历过 20 世纪 90 年代后期的高潮后，从 2001 年中叶始步入低谷。然而，热情有热情的道理，冷静有冷静的思量。常识告诉我们，人们从失败中学习到的东西要比从成功中得来的多得多。同样，人们在冷静时的思考往往比在热情澎湃时来得深入、深刻、深远。在风险投资进入比较低落时期，我们可以好好总结过去的经验教训，反省自己的不足，设立更符合我国具体经济情况的各种方针政策，逐渐建立健全相关的法律法规，以待再起。而勒纳教授的这本书在此时与中国读者见面是十分及时的，它可以作为我国业内人士的学习和实践的工具，也为热衷于此专业的学生、学者提供了高价值的教材。

美国的私人权益资本基金从 1980 年的 50 亿美元增长到 2001 年初的 3000 亿美元。而这种快速增长一方面是经济发展的客观需要，另一方面也难免含有泡沫的成分。现代经济历史证明，泡沫的出现往往与经济迅速增长相应：泡沫是坏事，也是好事。泡沫的破裂导致人们清醒的思考，另一方面，低谷时往往是投资的好时机，因为这时的投资成本往往最低，评估也往往最少水分。事实上，美国许多成功的企业并不是在风险投资高潮时投入的，例如，微软、思科、Sun Microsystems、Genentech 等等都是在 20 世纪 80 年代投入的。

任何泡沫都不可能长久，泡沫的破裂意味着新生，泡沫的破裂是新增长的前奏。

受到国际经济环境的影响，尤其是受到国内二板市场迟迟不能开辟的影响，我国的风险投资和私人权益资本也进入了冷静时期。然而，我们的状况又与美国的以及其他国家的状况大有不同。我国的经济发展势头十分强劲，我国的风险投资和私人权益资本也如其他新生事物一样，从初始走向壮大，走向成熟。这个大趋势是不容置疑的。我们的春天就要到来了。

刘曼红

中国人民大学财政金融学院

2002 年 9 月

作者中文版序言

中国的私人权益资本行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，许多国有企业重组的时机也已成熟。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，中国的私人权益投资者也遇到了许多困难。有时候，投资者——无论是国内还是国外——对科学技术在中国的发展速度过于乐观。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，建立私人权益资本行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。这一点可以从以色列的经验中看出。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。

我希望本书能够在这次充满挑战性而又异常重要的旅程中为您提供一些有益的指导。本书中的案例和评论探讨了美国、欧洲和亚洲的风险投资基金和购并基金。案例中对私人权益资本投资机构用来为其投资者创造巨

► 风险投资和私人权益资本案例

额财富并刺激经济增长的工具作了详尽的解释。但它们也指出了这一产业在发展过程中所遇到的问题，以及解决这些问题的方法。

希望您喜欢《风险投资和私人权益资本案例》！

乔希·勒纳

2002年9月



Foreword to *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*

The Chinese private equity 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 investors in China should receive extraordinary returns in the years to come. The tremendous growth of the Chinese economy has created 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. Numerous state-owned enterprises are ripe for restructuring. 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 private equity 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 private equity 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