

杨华初 著

创业投资

VENTURE CAPITAL

THEORY AND APPLICATION

理论与应用



科学出版社

www.sciencep.com

国家自然科学基金项目研究成果
(项目编号:79870065)

创业投资理论与应用

VENTURE CAPITAL
THEORY AND APPLICATION

杨华初 著

科学出版社
北京

内 容 简 介

本书系统论述了我国多层次的风险资本市场的培育和创业投资体系的建设,推进了我国民间权益资本的发展;同时,全面研究和论述了我国风险资本可供选择的运营组织和激励约束机制、创业投资的投资工具和财务结构等方面的投资管理创新、风险项目的选择评估与风险识别和科学的风险管理体系;实证分析了我国不同创业投资机构的监管、干预程度及其和投资效益的关系;阐述了我国创业投资服务支撑体系的作用,提出了创业投资的区域发展战略及其对策。

本书适用于 MBA、高校财务金融和投资管理专业高年级本科生、研究生作为参考教材,也可作为从事创业投资的工作人员一本重要的业务指导手册。

图书在版编目(CIP)数据

创业投资理论与应用/杨华初著. —北京:科学出版社,2003

ISBN 7-03-010885-X

I. 创… II. 杨… III. 风险投资—研究—中国 IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 069118 号

责任编辑:李 敏/责任校对:宋玲玲

责任印制:钱玉芬/封面设计:葛 燕

科学出版社 出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

丽源印刷厂 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2003年1月第 一 版 开本:850×1168 1/32

2003年1月第一次印刷 印张:12

印数:1—3 000 字数:317 000

定价:28.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换〈北燕〉)

前 言

创业投资不仅是高科技产业的孵化器,而且也是一门新兴的交叉学科。

创业投资发源于 20 世纪 30 年代的美国,并且随着 1946 年“美国研究和发展”国家机构的建立,国际资本市场上有组织的创业投资开始迅速发展起来了。

创业投资,英文为 *venture capital*,又译为创业资本或者风险资本。但是,风险资本的英文为 *risk capital*,它表示一切未作留置或抵押担保的资本形态。^①显然,两个英文词具有一定的区别,然而两者都表明了不确定性的存在,本质上都具有风险的属性,所以,在日常实际应用中,两者常常都译为风险投资。

创业投资实质上是一种向高成长性的技术项目或企业进行的战略性投资,不仅是对项目提供权益性的投资,同时提供相应的管理服务,并且在增值后积极从风险企业中退出,其目的是实现超额利润回报。

创业投资的理论研究是在高技术产业投资实践日益发展的基础之上进行的。创业投资是知识经济领域中的金融投资和产业投资的融合,主要涉及 4 个方面:风险资本与风险资本市场理论、金融企业组织和行为管理理论、项目投资管理理论、公司财务管理理论。

^① *venture capital*:创业投资的资本;*risk capital*:风险资本,泛指所有未作留置或抵押担保的资本形态。前者又译为创业投资,后者译为风险投资。*venture(undertaking in which there is risk)*:表示主体进行的可能需要承担风险的行为及其结果;*risk(possibility or chance of meeting danger)*:表示客体作为存在的风险。

国内对创业投资研究尚处于起步阶段,主要包括对创业投资认识和国外经验介绍、国内外创业投资发展比较、发展我国创业投资设想及对策,以及开始过渡到对创业投资的投资理论探索。

20 世纪 80 年代,从事高科技产业发展研究的专家学者首先认识到发展高科技产业投资的重要性。浙江大学马庆国教授研究了建立我国高技术风险基金的必要条件,并且分析了我国高技术风险基金发展的主要障碍因素等;西安交通大学汪应洛教授研究了我国高技术产业化的风险机制和决策机制,提出了建立风险投资公司及其运作方式的构想,等等。

从 1998 年开始,创业投资日渐开始成为我国社会经济中讨论的热点。我国著名的学者成思危、专家郭励弘等分析比较了国外风险资本的组织发展模式、政策和经验;我国经济学家和学者王国刚、教授刘曼红和学者王松奇等全面阐述了风险投资对我国高技术产业的发展作用,提出了发展高科技资本市场对促进我国企业科技进步的意义,系统论述了我国创业投资的建设体系和相关措施等问题。

21 世纪初,随着国内大力发展高科技产业投资的声势加大和创业板交易市场将要浮出水面,深圳交易所以及国内部分券商等研究机构,也积极加快了风险资本市场及其运作机制的研究,如通过阐述风险基金组织形式、风险资本市场结构、上市和上柜等交易机制等,考察了各国立法实践中形成的不同风险投资基金制度对风险基金运作成本和代理成本的影响,分析了风险投资基金的结构与制度。

但是,目前国内对创业投资理论的分析研究并未形成系统的理论研究体系,还缺乏必要的实证研究。相比而言,创业投资在国外经过半个多世纪的实践,同时伴随日益成熟的资本市场的发展环境,创业投资相关的理论研究取得了很多成果,值得仔细研讨和分析。

在风险资本与风险资本市场方面, 1946 年, 美国金融学家希可斯(Hicks)研究了风险资本的不同来源, 分析了在私人权益资本市场较发达的国家, 作为非正式的创业投资的天使基金, 因为具有灵活的运作、投资后注重社会效益并且兼顾经济效益、监管的弹性等优点使其拥有较大市场发展空间。

英国经济学家哈聿(Hurry)比较了日本和美国的富有意义的创业投资发展动力差异。美国是以“项目战略”运营模式, 直接追求盈利为目的; 而日本则通过“期权战略”运营模式, 为创业投资获得新技术创造机会, 亦即通过初始投资, 风险投资公司得到隐式期权, 还需要后继投资才能拥有新技术。

欧洲学者马尼加特(Manigart)运用人口生态学的方法, 通过对英国、法国和荷兰数据的研究表明, 产业密度是推动创业投资产生的主要动力因素, 而非二级市场和优惠的税收政策环境等变化因素。同时, 美国投资管理专家泰毕(Tyebjee)、欧赫(Ooghe)、莱特(Wright)等注意到欧洲的不同风险资本市场的成熟性的变化, 阐述了欧洲风险资本市场成熟性的特征, 而且讨论了欧洲杠杆收购及其和发达的风险资本市场的关系。

在走向成熟的市场中, 木瑞、英国经济学家斯维汀(Sweeting)等研究了创业投资业的战略问题, 价值评估和筹资的其他环境因素; 分析了会计信息的全面披露对于风险资本市场健康发展的重要意义, 强调了风险企业的会计信息流远远比一般上市公司法定的要求更规范和更细致。

木瑞在研究风险资本从企业撤出的各种交易变现方式中, 指出风险资本的协商交易位居第一、风险资本的公司回购位居第二、公开上市第三; 实证分析了对于具有高成长性的年轻公司, 由于扩展阶段投资对投资商来说规模太小和不成熟, 面临投资“断层”问题。

英国经济学家迈克·莱特(Mike Wright)等研究了创业投资变

现涉及交易的时间和交易方式,风险资本的流通变现直接影响到风险资本市场的形成和发展;美国著名经济学家劳勒(Lerner)、梅格森(Meginson)等分析了务实的风险资本家擅长在股票市场顶峰时将风险企业上市;经济学家介恩(Jain)等将风险资本支持的上市企业 and 非风险资本支持的上市企业相比,论证了上市交易3年以后前者有更优良的业绩,并且优良业绩和创业投资的监管质量正相关。

关于公开上市实现风险资本回报,美国学者巴聿(Barry)等证明了因为权益证券大比例地稀释了原始所有权的投资,将给风险投资公司提供较好的收益,同时阐述了交易时机选择容易形成风险资本家和企业家之间的委托代理冲突;美国学者拉蒙(Lam)论述了在信息低透明的环境中,评估风险导致创业投资公司可以运用渐进的策略实现现金收益。

瑞特等研究表明,在初次公开上市(IPO)以外的交易,创业投资对风险资本变现的时间和交易方式一般运用弹性方法;美国金融学家培梯(Petty)等发现美国风险资本的协商交易变现,比公开上市能够更快更彻底变现,但是风险企业家因为失去了企业的控制权而不满意。

在金融企业组织和行为管理方面,美国学者萨尔曼(Sahlman)运用委托代理理论解释了创业投资公司和资金提供者之间的关系,风险资本家同意通过规范的形式为投资者提供相应的信息,同时为了双方的利益,提出了两者之间的合约必须建立在激励的基础上;强调了如果制约风险资本家,可能引起投资利益损失和管理费用增加的相关行为。

美国著名教授拜格夫(Bygrave)等全面分析了风险资本运作的最主要的两种组织形式:有限合伙制投资公司和一般风险基金投资公司,这两种显著不同的组织形式形成了不同的治理结构和激励机制。

美国著名经济学家克勒曼(Kleiman)等比较了社会化的创业投资公司和政府支撑的小商务投资公司的效益,他们发现后者数量占大多数,不仅承担更大的非系统风险和较小的系统风险,而且风险适应后,能够获得超过前者的收益。

美国著名经济学家弗芮德(Fried)等通过研究认为作为代理人的风险资本家,应该负责风险项目的价值评估并以此作为投资效益的评价基础。但是,由于投资回收期一般较长,在缺乏完全明晰的原则和在公司价值实现以前,风险资本家有可能在主观利益的影响下做出对自己有利的决策,而且由于不同的价值评估原则,基金投资者难以比较不同的风险基金的经营业绩,从而无法做出投资选择。

美国经济学家布拉克(Block)等阐述了公司型风险基金既可以直接从事小额的创业投资,也可以间接通过投资管理公司投资,从而可以更全面地为风险企业提供机会,同时也强调了创业投资公司比银行在监管和不确定性方面的专业优势。

美国创业投资专家詹森(Jensen)和麦克林(Meckling)阐述了投资者和风险企业很难在投资收益上达到一致的分配方案,其本质是对不确定情形的不同看法以及代理成本,当风险企业拥有相对较少的所有权份额时,分配的冲突问题便产生了。

在交易项目选择和项目投资管理方面,泰毕等提出了高技术创业投资过程中的阶段投资概念,创业投资在评估投资机会时首先面对的是不确定性和逆选择的问题;著名经济学家斯蒂格勒兹(Stiglitz)等进一步分析了交易后监管所产生逆选择问题,它将导致外部融资机制的次优决策。

美国管理学家马克米兰和木瑞等分析了创业者的重要地位,认为风险资本家在选择投资申请报告中最重要投资法则则是注重企业家的人格和经验,较少依据市场的地位、产品和战略。

弗芮德等在基于问卷和以前研究的基础上,通过对投资的一

般过程,并且覆盖所有的投资阶段的特殊案例分析,为实施投资项目评估前的选择得出3个一般的法则:项目的生存性和新颖性,管理能力、经验和管理团队互补性,高收益和退出的可能性。美国管理学家木兹克(Muzyka)等强调了几种原则应该综合使用,并且强调了风险资本家,即使不满足所有的融资和交易条件要求,也宁肯选择具有优秀的管理团队、合理的融资和产品市场特征的投资机会。

美国投资专家若毕(Robbie)等研究了交易信息的效益问题;瑞特等实证分析了交易的时机选择、价格以及目标回报率协商中,信息是一个重要的因素。创业投资研究专家哈斯特(Hustedd)等弥补了在风险企业融资中对中介作用的经验性研究的贫乏,考察了风险企业融资中不同的中介结构的作用。

20世纪90年代后,瑞特等广泛研究了风险项目的风险评估的各种方法,说明了评估方法所使用的相关数据信息主要源于风险企业提供给投资公司的商业创业计划报告。

对风险企业的监管干预程度和效果,美国投资管理学家萨皮扎(Sapienza)等研究表明,对风险较小的如购并、扩展期投资等方面的干预程度较低;马克米兰等学者研究了创业投资公司对风险企业的干预和所运营的业务性质无关,而同创业投资公司所选择的运营方式相关,但干预的程度和经营业绩好坏没有显著的差别。

斯维汀等运用英国的资料,美国教授福德(Fried)等使用美国的史料表明在创业投资中通过个人关系的弹性管理的重要性,而正规的权力很少使用除非事情变得很糟糕。

在风险投资家和风险企业家方面,美国学者布与咯(Bruno)等指出,执行总裁认为在董事会中的风险企业家并不比其他董事成员创造更多价值;规模较大的风险资本家可以提供更多的附加值,同时也控制企业的董事会;董事会中,风险企业的企业家更看好拥有运营经验而非金融专家的风险资本家。

美国投资管理专家若科(Ruhnka)等分析了创业投资后期阶段,由于监管无效或者管理和市场发展不相适应等,风险企业无法获得令人满意的成长和收益时,企业需要进行重构。瑞特等研究了“中止投资”和“追加投资”的区别,分析了重构的作用是无法预知的。无论是独立的风险投资公司、机构投资者,还是辛迪加投资,实施重构的困难在于众多利益相关者之间无法迅速达成一致的行动意见。

美国管理学家斯塔(Starr)认为,有经验的企业家可能重复过去的行为而不利于新企业的发展,但是也可能因为过去的创业经验导致新企业比较容易获得启动阶段的资金。

在公司财务管理方面,一个合适的融资结构对于创业投资公司获得目标的收益率具有特殊的含义,它是普通股、优先股、辛迪加投资以及债券等投资工具的组合。

创业投资管理专家罗顿(Norton)等的研究发现,不管对交易是否存在特殊的影响,风险资本家喜欢使用优先股和债权等投资工具。其原因有:投资将在较短时间内产生赋税收入,或有附带性资产,有缓解经济周期的产品,以及后期阶段更大的优惠可能性。

在研究融资结构中阶段性投资和风险资本家特征的联系时,发现较小的和不变的风险资本家使用更多的普通股。但是,优先股并不增加早期投资阶段较高的风险,而且承受大量非系统风险的投资者也并不使用大量的优先股。

辛迪加投资也是创业投资广泛使用的工具,拜格夫认为,最主要的原因是通过辛迪加组织共享信息资源从而减少投资不确定性,至少可以共同承担失败的风险。美国经济学家劳勒(Lerner)通过实证研究也支持上述观点,认为后续的辛迪加投资都是和缺乏经验的风险资本家相关,并且辛迪加组织在其特征和程度上都是动态的,风险资本家从始至终实质上是在寻找辛迪加投资网络,以便进行完全交易和对风险企业进行有效的监管。

利用权益资本激励方面,美国创业投资专家伍德沃特(Woodward)等分析了股票期权方法在风险资本融资结构中的作用,即为企业家提供效益激励的“棘轮”期权,以及为规避经理人操纵信息以及收益时间确认等问题而建立的合约问题。

通过经验性工作,萨尔曼的研究表明,阶段性投资原则、类似“棘轮”股权的可转换的融资工具、价值补偿以及通过合约规定风险企业的交易权等不同激励机制有助于风险企业家提高经营效益和披露准确信息。美国学者戈波(Gompers)指出,创业投资者在不同轮次的投资中保持相同的权益份额,可以规避道德风险,而且实证了阶段性投资的作用。他认为获得风险企业未来预期收益的相关信息,是风险资本家决定后续投资决策的重要依据。

从上面的理论研究状况分析不难看出,国外创业投资的研究成果已经为创业投资理论的深入发展打下了坚实的基础。但是,创业投资的实践已经超出了理论发展的进程,特别是在发展中国家,如何利用创业投资发展高科技产业,加快产业结构调整和提升国家的竞争能力,已成为一个重要的研究课题。

针对我国实际情况,在社会个人富裕程度、社会经济文化和技术发展状况,以及资本市场发展和投融资制度等方面和国外还有较大的差异,所以,我国对创业投资的相关研究同样面临一系列亟待解决的创新问题。

从社会主义市场经济制度创新的角度看,需要发展有利于科技成果产业化的投融资市场及其解决风险资本变现机制的问题,培育一个多层次的风险资本市场体系。

从金融创新的角度看,需要形成和创业投资管理风险相适应的投资工具的创新,建立有效的资金运营组织形式,形成科学有效的法规监督机制。

从企业管理创新的角度看,需要形成风险的知识信息网络化管理机制,建立完善的现代合约激励约束制度。

从技术创新的角度看,需要逐步建立有利于高新技术变革的动力机制,实施科学的项目管理决策方法和运营体系。

从社会文化创新的角度看,需要培养整个社会的诚信的道德观念,形成新型的风险价值观念问题。

所以,创业投资的理论研究不仅十分重要,而且,随着我国创业投资实践的快速发展,更显迫切。

本书的出版希望能有助于我国高技术产业投资的实践需要,促进我国创业投资理论的发展。创业投资是一个实践应用性很强的研究课题,而实际上我国创业投资刚刚形成,缺乏必要的研究素材支持,又存在时间和篇幅限制,所以当前的研究工作只能够做出部分开拓性的探索,为以后的进一步研究打下基础。

本书是以我国创业投资规律为研究对象,通过国内外创业投资发展的比较和我国风险资本需求及其形成的障碍因素分析,强调了我国创业投资主体的阶段性培育和风险资本市场体系的构造,突出阐明了我国风险资本融资制度的变革和风险资本管理激励约束机制的措施,也论述了我国社会中介和政府创业投资形成发展中的支撑作用等。本书主要内容包括四个方面:

首先,在对我国风险资本需求特点分析基础上,比较了国内外创业投资发展状况,阐述了当前我国创业投资的失效,论述了风险企业如何根据自己的特点选择合适的风险资本。

然后,在论述我国风险资本的主要来源及其动力,研究了风险资本的形成机制的问题;具体设计了我国创业投资的体系,提出我国必须大力发展民间权益资本,分阶段地培育多层次的风险资本市场;并全面比较分析了我国风险资本运营的可供选择的组织形式。

其次,为了克服上述投资失效的问题,研究了我国现有的创业投资财务管理方面改革措施。全面分析了我国创业投资的投资工具、财务结构以及现代投资管理的制度创新;并且通过现代期权理

论实例分析研究了创新投资工具的定价;同时,为创业投资核心成员安排了基于未来收益的期权分配制度,以便更好地发挥人力资本的潜在价值和控制投资的风险。

同时,实证分析了我国创业投资机构对风险企业的风险识别及其监管。书中系统地界定了创业投资机构经营风险企业的风险及其识别方法,进而形成科学的监管体系;统计分析了我不同创业投资机构的监管内容及其干预程度,以及不同的干预程度和投资效益的关系,经验分析结果表明两者不存在明显的相关关系。

最后,论述了我创业投资的支撑环境体系建设问题,包括社会风险价值观念、创业投资信息网络体系、资本市场以及政府相关的投资政策及其法规措施。重点分析了政府法规政策在创业投资形成发展中的重要支持和引导作用;同时,针对我国的实际情况,提出了我国创业投资的区域发展战略及其具体对策。

本书对创业投资形成及其管理的一些基本问题作了研究分析,随着创业投资实践的深入发展,创业投资存在很多值得进一步研究的问题,主要表现在以下几个方面:

在实证研究方面,由于我国创业投资发展刚刚开始和研究时间有限,所以问卷设计和调研中存在着许多不足,如高科技产业水平和创业投资水平的相关性等方面都有待进一步展开深入的调研和统计分析。

在风险项目管理方面,创业投资合约理论的研究尚未完全展开。因为不仅在投资人和创业投资机构之间存在激励约束关系,而且在投资机构和风险企业以及项目管理者之间都需要运用信息经济学和现代投资理论设计合理规范的机制,减少代理风险和控制交易成本。

特别是我国在风险资本交易机制等方面的金融创新是一个重要的研究领域,如优先股、可转换债券、附认股权证等投资工具的交易价格设计和配套法规的制定;在风险资本交易及其变现方面,

不同阶段的投资效益、投资规模以及实施标准等方面的规律;不同发展阶段的风险项目的交易定价,以及风险企业的上市或购并与资本市场和国家经济周期等因素的相关关系,尤其是我国如何建立风险资本流通市场体系的市场机制等的理论。这些研究刚刚开始。

最后,我们应大力研究和发展我国民间权益资本投资。通过建设和发展我国风险资本市场及其相配套的资本市场中介机构与法规制度体系,才能扩大民间投资,加快高科技产业投资发展,提升国家竞争力。

值得庆贺的是,我国即将开设创业板,它将大大推动我国投资制度变革和金融资本与产业资本的融合发展。总的来说,创业投资在我国尚处于形成和发展阶段,需要我们投入的不仅仅是热情和诚信,而且更需要我们的智慧和执着!

杨华初

2002年8月10日

目 录

前 言

1 绪论	(1)
1.1 研究创业投资的意义	(4)
1.1.1 创业投资研究的现实指导意义	(5)
1.1.2 企业投资研究的理论意义	(7)
1.2 研究的理论基础和主要方法	(9)
1.3 研究的思路及结构安排	(11)
2 创业投资及其发展问题分析	(14)
2.1 创业投资及其属性	(14)
2.1.1 创业投资的概念	(15)
2.1.2 创业投资属性	(16)
2.1.3 创业投资与创业投资家	(18)
2.2 国外主要国家创业投资发展及其比较	(20)
2.2.1 主要国家创业投资的发展过程	(20)
2.2.2 国外创业投资发展的比较分析	(23)
2.3 我国创业投资的发展现状及其分析	(30)
2.3.1 我国创业投资的发展过程	(30)
2.3.2 风险担保基金运营状况分析	(33)
2.3.3 风险基金运营状况分析	(35)
2.3.4 国内的境外风险基金竞争优势分析	(38)
2.4 我国政府主导型创业投资失效分析	(41)
3 我国风险资本的需求分析	(54)
3.1 风险企业及其一般融资特征	(54)

目 录

3.1.1 风险企业及其特征分析	(54)
3.1.2 风险企业融资过程分析	(59)
3.2 我国新创风险企业对资金需求分析	(62)
3.2.1 我国新创风险企业的发展特征	(62)
3.2.2 新创风险企业的资金需求实证分析	(64)
3.3 发展中的高新技术企业资金需求分析	(69)
3.3.1 发展中的高新技术企业状况	(69)
3.3.2 资金约束状况及其和企业成长能力统计分析	(72)
3.3.3 发展中的风险企业融资障碍因素分析	(76)
3.4 传统(国营)企业的二次创业对风险资本的需求	(78)
3.4.1 我国上市的传统企业的衍变及其资金需求特点	(79)
3.4.2 一般非上市传统企业衍生型风险企业资金需求分析	(82)
3.5 风险企业融资分析	(86)
3.5.1 风险企业信号显示的融资决策模型分析	(86)
3.5.2 风险企业融资实务	(89)
4 创业投资与风险资本市场形成	(94)
4.1 我国创业投资体系的形成培育	(94)
4.1.1 我国多层次创业投资体系的组成	(95)
4.1.2 我国创业投资体系的功能及其发展	(96)
4.2 我国风险资本市场的培育	(98)
4.2.1 风险资本市场及其功能	(98)
4.2.2 我国层次性的风险资本市场的培育构想	(101)
4.2.3 我国二板市场的创建和发展	(103)
4.3 我国风险资本形成主体培育	(107)
4.3.1 政府作为过渡性和导向的创业投资主体	(107)
4.3.2 上市公司作为发展主导型的创业投资主体	(109)
4.3.3 国有大中型企业作为主导型的创业投资主体	(111)
4.3.4 非银行金融机构作为过渡型的创业投资主体	(112)

4.3.5 院校科研单位是孵化型的创业投资主体	(113)
4.3.6 个人投资者作为发展型的创业投资主体	(114)
4.3.7 商业银行作为辅助型的创业投资主体	(116)
4.4 我国风险资本形成障碍因素分析	(118)
4.4.1 均值方差分析	(119)
4.4.2 主成分因子分析	(120)
4.4.3 投资者、管理者和需求者三者异同方面的方差分析	(121)
4.5 我国风险资本的组织及其比较	(122)
4.5.1 风险担保基金及其在我国的形成和发展	(123)
4.5.2 契约型风险基金及其在我国的形成和发展	(124)
4.5.3 公司型风险基金及其在我国的形成和发展	(126)
4.5.4 不同风险资本运营组织的比较	(129)
4.5.5 我国大力发展创业投资的有限合伙制	(132)
4.6 风险基金形成管理机制分析	(139)
4.6.1 政府资金在风险基金形成中的作用分析	(139)
4.6.2 契约型风险基金管理人的激励机制设计	(143)
5 风险项目的选择与评估方法分析	(150)
5.1 创业投资公司与项目投资过程	(151)
5.1.1 创业投资公司培育与创建	(151)
5.1.2 创业投资的项目投资过程	(154)
5.2 风险项目的选择与评估	(156)
5.2.1 风险资本对风险企业家的选择	(157)
5.2.2 一般风险项目选择的原则	(159)
5.2.3 风险项目筛选的模糊评估决策方法分析	(163)
5.3 风险项目投入产出的价值评估	(166)
5.3.1 新创风险项目的价值评估模型	(170)
5.3.2 风险资本流通变现的价值评估方法	(177)
5.3.3 期权的执行对风险资本价值实现的影响	(181)