



FINANCE

21世纪高等院校

金融学专业

教材新系

创业资本概论

VENTURE CAPITAL INTRODUCTION

陈琦伟 冯文伟 编著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

创业资本概论

VENTURE CAPITAL INTRODUCTION

陈琦伟 冯文伟 编著

图书在版编目 (CIP) 数据

创业资本概论/陈琦伟, 冯文伟编著. —大连: 东北财经大学出版社, 2002, 8

21 世纪高等院校金融学专业教材新系

ISBN 7-81084-030-4

I. 创… II. ①陈…②冯… III. 高技术产业-资本市场-风险投资-高等学校-教材 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 034968 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总 编 室: (0411) 4710523

营 销 部: (0411) 4710525

网 址: <http://www.dufep.com.cn>

读者信箱: dufep@mail.dlptt.ln.cn

东北财经大学印刷厂印刷

东北财经大学出版社发行

开本: 890 毫米 × 1240 毫米 1/16 字数: 366 千字 印张: 20 3/4 插页: 2

印数: 1—5 000 册

2002 年 8 月第 1 版

2002 年 8 月第 1 次印刷

责任编辑: 郭 洁

责任校对: 毛 杰

封面设计: 张智波

版式设计: 孙 萍

定价: 35.00 元

陈琦伟

生于 1952 年，上海交通大学管理学院教授、博士生导师，中国创业资本研究中心主任。1982 年华东师范大学本科毕业；1982—1997 年任教于华东师范大学国际金融系，1988 年获经济学博士学位。主要社会兼职有：中国经济体制改革研究会理事、中国世界经济学会理事、中国亚洲太平洋学会常务理事、中国社会科学院金融研究中心特约研究员、美国南加州大学商学院客座教授。

陈琦伟教授的主要个人著作有《新经济时代的创业资本》、《新经济时代的企业创新》、《国际党争论》（此书并于 1987 年获孙冶方经济学优秀著作奖）、《国际金融管理》、《当代国际资本市场》、《国际金融风险管理》、《公司金融》等。

值得指出的是，陈琦伟教授在《国际党争论》一书中首次系统论述了中国对外开放的理论和体系，首次提出并阐明了“现代比较利益原则”，首次明确提出并阐述了当今时代处于国际党争时代的新观点。其后又在《国际金融管理》、《当代国际资本市场》等著作中提出和论证了 20 世纪 80 年代以来的国际金融环境以市场工具创新为主的观点，并在此基础上分析了国际金融市场的结构特点。上述新观点，在学术界和社会上产生了较大影响。

冯文伟

1957 年 8 月生于上海，经济学博士，现为华东师范大学国际金融系教授、博士生导师，华东师范大学（中外合作）国际银行学院院长。兼任中国创业资本研究中心常务副主任，陈彪如国际金融学术基金秘书长，中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁员。

冯文伟教授长期从事国际经济、金融学科的教学与科研。科研方向以国际货币与汇率制度为主，兼而探讨国际政治经济学与风险投资等课题。

冯文伟教授独著或合著的主要书籍有：《国际金融理论与实务》（1992）、《国际经济学》（1993）、《国际金融管理教程》（1998）、《走向货币的大同》（2000）、《国际金融学》（2000）、《新经济时代的创业资本》（2001）等。此外，还公开发表过 50 多篇学术论文。

前 言

自 2001 年初起,我在上海交通大学管理学院为 MBA 学生开设“创业资本”课程。选修的学生人数众多,作为一门新课,我很乐意在教室里有更多的互动交流,特别是由于入读 MBA 的可以说都已有过一段不错的职业经历,因此,在教学中的信息和思想碰撞,使我对这门课程的深化和系统化产生了更加浓厚的兴趣。

创业资本作为一个学科领域,确实是比较晚近的事。前几年由美国“始作俑”的科技网络热潮,雅虎、亚信及一批网络企业的神奇故事,使得“创业”和“风险资本”成为商界时髦的代名词。但是,正如同历史上其他热门的社会现象一样,在时髦和赶时髦的浪潮中,总是人云亦云者多,滥竽充数者多,浑水摸鱼者多。然而,如果这一社会现象确实有其内在的生命力和必然性,那么,从规律上来认识它,从系统上来把握它,由感性、知性而再实践,恐怕是一件极有意义的事了。

至少在中国,创业和创业投资将一直是一个热门的领域。在中国经济目前经历的整体结构重组和制度转型中,一个最核心的内容就是资本来源的变化。以往中国企业设立和运作的资本主要来自政府或政府控制的机构。在这样一种制度安排下,获得资本和使用资本是遵循一套相应的游戏规则,那是一种效率越来越低下、弊端越来越多,从而为中国势不可挡的改革潮流所摒弃的制度。今天乃至以后,中国企业设立和运作的资本来源越来越转向市场,市场的资本则是由作为投资人的法人所提供的。投资人所要求的是与政府不一样的游戏规则,而这种游戏规则越能成型和被接受,那么来自民间的资本投资就将越多。而这又正是中国改革进程所乐意见到的。

当然,除了以上的中国特点以外,创业和创业投资又是一个规范的专业领域,它更多地与科技专长、企业团队、营销策略、人力政策、融资规划及退出机制等等相联系。这本教科书就是希望能在专业角度对创业资本有一个系统论述,从而使学生们开卷有益,并进而能在中国经济转型的大

潮中“游戏”得更加得心应手，获得成功。

陈琦伟

2002年3月于上海

目 录

第 1 章 创业资本概述	1
学习目标	1
1.1 创业资本的性质与特征	1
1.2 创业资本的投资过程与投资风险	5
1.3 创业资本的产生与发展	11
1.4 创业资本在经济发展中的作用	18
习题	26
第 2 章 创新企业的融资对象与策略	27
学习目标	27
2.1 创新企业的融资特性	27
2.2 创新企业的一般融资途径	34
2.3 创新企业的主要融资对象	47
2.4 创新企业的融资策略	58
附录 TTI 获得创业资本的全过程	70
习题	73
第 3 章 创新企业的融资商业计划	74
学习目标	74
3.1 商业计划概述	74
3.2 商业计划的内容	82
3.3 商业计划书的分析	99

附录 3—1	损益预测表	114
附录 3—2	资产负债预测表	115
附录 3—3	现金流量预测表	116
附录 3—4	商业计划书提纲	117
习题		122
第 4 章	创业资本的组织形式	123
学习目标		123
4.1	创业资本的资金来源	123
4.2	创业投资公司	133
4.3	其他创业投资机构	148
习题		158
第 5 章	创业资本的项目选择与决策	159
学习目标		159
5.1	创业资本的项目选择	159
5.2	创业资本的投资协议	174
5.3	创业资本的组合投资	182
习题		195
第 6 章	创业资本的跟踪管理	196
学习目标		196
6.1	创业资本的投资管理	196
6.2	创业资本的运营管理	207
6.3	创业资本的风险管理	218
习题		230

第 7 章	创业资本的退出机制	232
	学习目标	232
7.1	公开上市	232
7.2	出售与并购	242
7.3	其他方式	250
7.4	中国的创业投资的退出机制	252
	习题	255
第 8 章	有关国家和地区的创业板市场	256
	学习目标	256
8.1	美国的创业板市场	256
8.2	中国香港的创业板市场	263
8.3	中国内地的创业板市场	270
8.4	其他创业板市场	286
	习题	298
第 9 章	中国的创业资本	299
	学习目标	299
9.1	中国创业资本的产生与发展	299
9.2	中国创业资本的现状	302
9.3	中国创业资本存在的问题及分析	310
9.4	中国创业资本发展的条件与途径	315
	习题	321
参考文献		322
后记		325

第1章 创业资本概述

◆学习目标

- 把握创业资本的性质与特征
- 知晓创业资本的风险
- 了解创业资本的产生与发展

创业资本的性质与特征

创业资本 (Venture Capital), 通常又被称做创业投资或风险投资。由于创业资本的投资活动已经发展和演化成为形式多样、机制复杂的投资行为, 因而目前学术界对创业资本还没有形成一个为大家广泛接受的、公认的、权威性的标准定义。这里, 我们只能介绍几种国内外有关创业资本的常用定义, 以及我们对创业资本性质的理解与看法。

我们知道, 美国是全球创业资本活动开展最早, 至今投资规模最大的国家。美国创业投资协会把创业资本定义为: 由专业人员连同管理经验一起投入到新兴的、迅速发展的、具有对经济做出重要贡献的潜力的企业的资金^①。在这个定义中, 创业资本的投资特征被喻义为: ①被投资企业是属于新兴产业的; ②被投资企业是属于高成长性的; ③在资本注入企业的同时, 也将注入新的经营管理方式; ④这种投资的收益可能颇丰, 但又具有较大的不确定性, 风险也较大。

相对而言, 英国创业投资协会对创业资本的定义则要宽泛得多。他们认为, 凡是对未上市企业进行的权益性投资, 就可称做创业资本的投资。并且认为投资的特征在于: ①企业是未上市企业, ②企业具有潜在成长性, ③投资期限是中长期的, ④是一种权益投资^②。

因此, 在欧洲创业投资协会的文献中, “创业投资”与“私人权益资本”(private equity)两词经常是通用的。该协会认为: 创业投资是私人权益资本的一部分, 它是对种子期、成立初期和扩张期企业进行的权益性投资, 包括内部管理层收购

① NVCA: www.nvca.com.

② BVCA: Annual Report, 2000.

(MBO)和外部管理层买入(MBI)。^①尽管在理论上创业投资仅仅是私人权益资本的一个组成部分,但是在许多欧洲国家关于创业投资的文献中,创业投资和私人权益资本指的往往是同一个概念。

1983年,OECD 24个工业发达国家在召开的第二次投资方式研讨会上确认:以高科技为基础、生产与经营技术密集型产品的投资,都可被视为创业投资^②。到了1996年,OECD在一份关于创业投资和创新的报告中则明确提出:创业投资活动具有两种不同的类型:一种是向新兴的、迅速成长的、通常是具有高科技背景的公司的投资;另一种是通过支持MBO和MBI活动为公司重组所进行的融资^③。

比较欧美两地关于创业资本的定义,我们发觉在以下几个问题上没有大的分别:①被投资企业属于有潜力的高成长企业,这类企业尽管目前还较弱小,但将来也许会相当强大,因而现在肯定还是未上市企业。②这种投资是属于权益性投资,它不是借贷性的融资。③它对企业的投资不限于一次性的资金投入。

欧美两地间关于创业资本理解的差异则集中体现在:①创业资本的投资方向。创业投资是否被要求一定是属于高科技产业背景的企业?对这一要求,美国较为严格,欧洲则较为宽松,以至默认一切私人的权益性投资都可被称做创业投资。了解到这一点,当我们查询或分析欧美的创业资本规模与活动时就必须注意,欧美两地的数据不具有严密的可比性。以欧洲的标准,美国的创业投资规模缩水了;而以美国的标准,欧洲的创业投资规模则泡沫太多。②创业资本的投资期限。在美国因为强调创业投资并不是战略性投资,因而都不要求拥有控股权,并往往在投资前就作过今后退出投资的机制或渠道选择;而在欧洲无论是控股权还是退出机制在事前并不特别关注,更多的是作随机处理。③创业资本的投资方式。在美国更多地表现为基金的投资,因而较为突出创业投资的中介性,并且在对企业注入资本的同时,也较为强调必须注入新的经营管理的理念与模式;而欧洲在这方面却并没有像美国那样鲜明。

在我国,目前对创业资本的投资定义也有不同的理解或表达方式。

一般观点认为,创业投资是一种以私募方式募集资金、以公司等组织形式设立,投资于未上市的新兴中小企业(尤其是新兴高科技企业)的一种承担高风险、谋求高

① EVCA: Private Equity Overview, 2000.

② 贾广森:《创建具有中国特色的高科技产业创业投资公司》,载《世界经济与政治》,1994(6)。

③ OECD: Venture Capital and Innovation, CD (96) 168; p6.

回报的投资方式^①。这种观点强调了对高科技产业的投资方向及高风险与高收益相连的投资结果特征，却忽略了创业投资领域的个人投资者（即天使投资人），同时也未点明这种投资是一种股权投资。

还有人认为，创业投资是以股权投资方式投资于未上市企业的、具有高成长性的新技术企业；创业投资的资金投入是一种有组织、有中介的投资方式。这种观点比第一种更强调了创业资本投资活动的中介性质，却在同样忽略了天使投资人的同时，又限定了投资对象是新技术企业。而实际上在创业投资开展比较深入的欧洲和美国，创业投资的对象并不仅仅限于新技术企业。

最后一种观点认为^②，创业投资是指向具有成长潜力的高新技术企业和科技型中小企业提供股权资本，并为其提供经营管理和咨询服务，以期在被投资企业发展成熟后通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为。这种观点在肯定上述两种观点的基础上，又强调了在对企业投资的同时，还看重为企业提供经营管理方面的咨询服务，但其片面性也在于将创业投资的目标限定在高新技术企业和科技型中小企业；而实际上和高科技联在一起的投资未必都是创业投资。也就是说，是否投向高新科技只是评判创业投资的必要条件而不是充分条件。

综上所述，我们认为可将创业资本的投资定义为，主要由专业投资机构从事的对于未来具有较高成长性的企业所进行的流动性较小的权益性投资，这种投资原则上属于无担保的、高风险的、并与管理相结合的投资行为。具体来说，创业资本必须满足以下几方面的特征。

（1）创业投资是对未来具有高成长性企业的投资

创业资本在本质上追求的是在不远的将来看得见、摸得着的现实经济利益，它并不是只关注社会效益的科研基金。之所以用“高成长性”企业这个词而不用高科技产业，是因为尽管大量的高成长性企业拥有或曾经拥有与高科技产业相关的背景，但两者之间毕竟还有差异。其一，高科技往往是“阳春白雪”般的事物，和者盖寡；而最终能走向市场为大众所乐意接受的只是其中较少的一部分。其二，可以走向市场并为大众所接受的技术或产品，大多已经属于流行的技术，而不能称做高科技了。其三，也有不少高成长性的企业其提供的产品或服务并不具备或需要高技术。

（2）创业投资是一种属于高风险、高收益的投资

^① 参见孟长康：《美国合伙制与创业投资运作框架的法律设计》，载《证券市场导报》，1999（4）。

^② 邓楠：《建立创业投资机制 推动高新技术发展》，载《经济日报》，2000-09-30。

创业投资往往扶持的是自认为未来可能具有高成长性的中小企业。这样的投资具有主观判断失误率高、经营不确定性大和投资回报周期长的高风险特点。这种风险首先来自于创业资本决策者的主观判断失误,即你认为这个企业未来具有高成长性,它未必未来就会具有高成长性。其次,从产品研发到批量生产再到市场营销与同行竞争,每一个环节稍有不慎就会前功尽弃。再次,因投资回报周期较长,宏观经济若有变化也会使多年的努力顷刻泡汤。例如2000年前与2000年后上市的互联网企业的结局大相径庭。最后,由于创业投资的对象一般都是小规模的创新企业,这些企业缺少固定资产或现金,创业企业家拥有的仅仅是目前还难以为社会所接受的无形资产。所以,创业投资无法获取担保抵押,使得该项投资成为一种无担保的投资行为。一旦投资失败,也就一无所获。从各国创业投资发展的历程来看,这类投资失败的概率也是很高的。据统计,美国高新技术企业的成功率通常只有15%~20%,60%以上的企业受挫。

另一方面,创业投资一旦成功其投资回报率也高得惊人。以1995—1998年间公开上市的创业企业为例,最成功的企业是1996年4月12日上市的Yahoo!,总回报率达到3 998.1%;其次为1995年12月7日上市的Citrix,总回报率达到1 490%;1997年5月15日上市的Amazon.com的总回报率达到1 230.8%。^①正因为创业资本投资的高回报率,使得从事创业投资的人们不畏艰险、前赴后继,一批又一批地倒下,又一批又一批地生长出来。

(3) 创业投资是一种流动性较小的权益性投资

创业投资的流动性较小并不是投资人不愿意加快流动,若有可能在达到目的的同时,他们也希望资本流动得越快越好,因为资本的每一次流动就意味着又抓住一次机会或又逃过一次劫难。创业投资的流动性较小是由这种投资自身的性质所决定的。它不是融资而是一种权益性投资,只有被投资企业的产品或服务有了一定的起色,当转让或出售投资股权有利可图时,才会发生新的资本流动;而在这之前出现的转让或出售都意味着这一次投资的失败。而从创业投资的起步到以后投资的产品或服务有了一定起色,这中间期限较长,否则也不会称做创业投资,因而创业资本的流动性当然很小。根据美国地弗斯公司的调查,从1972年到1982年,157家创业企业平均需要30个月才能达到现金流平衡点;需要75个月才能达到损益平衡点。^②而美国一家创业

^① 数据来源:转引自NVCA, 4/27/2000, QIU.S. Venture-Backed M&A Deals Continue On Record - Setting Pace.

^② 参见刘曼红:《创业投资:创新与金融》,33页,北京,中国人民大学出版社,1998。

投资基金一般以10年作为一个存续期。投资者参与这个基金并投资以后,在基金的存续期间将不得抽回资金。

(4) 创业投资是一种投资与管理相结合的投资

创业投资主要是由基金为主的中介机构所进行的投资活动,这种中介机构往往直接或间接地拥有一大批在经营管理方面才能出众的职业经理人,因而它们带给创业企业的不仅仅是资金的注入,还包括在人力资源、财务管理、市场营销等方面向企业注入新的理念、新的人才和新的运作模式。就这点来说,私人投资(即美国称做天使投资)在创业投资中的地位和作用不具有典型的意义。

通常创业资本投向企业后,创业投资机构将自始至终参与企业的经营管理并随时向企业提供咨询,甚至在必要的情况下,解雇原先的创业企业家而代之以他们认为合格的经理人。根据英国创业投资协会提供的资料,所有的早期投资受益企业均认为创业投资公司除了资金投入以外还对企业具有重要的贡献。他们认为创业投资公司在提高企业经营效率方面确实具有优势。这些创业企业还认为创业投资公司具有在公司财务、公司战略和市场信息等方面的专长。^①

创业资本的投资过程与投资风险

1.2.1 创业投资的过程

创业资本的投资过程,是要说明运作过程的构成、每个环节如何进行、为什么这样进行。

在西方文献中,比较典型的是通过划分投资阶段或资金流程来描述投资运作机制。其中,美国哈佛大学商学院的 Lerner 和 Gompers 提出的“创业投资循环模型”(Venture Circle Model)^②最为著名。这个模型把创业投资的运行机制划分为三个阶段:筹资、投资和撤资。

在筹资阶段,创业投资机构向投资者募集资金,并通过与投资者的谈判签订契约,成立创业投资公司/基金。

在投资阶段,创业投资机构把创业资本投入到一定的企业组合中。这一过程包

^① BVCA: Report on Investment Activity (该资料公布于英国创业投资协会的网站 www.bvca.com)。

^② 辜胜阻等:《美国的创业投资及其对经济发展的作用》,载《管理现代化》,1998(2)。

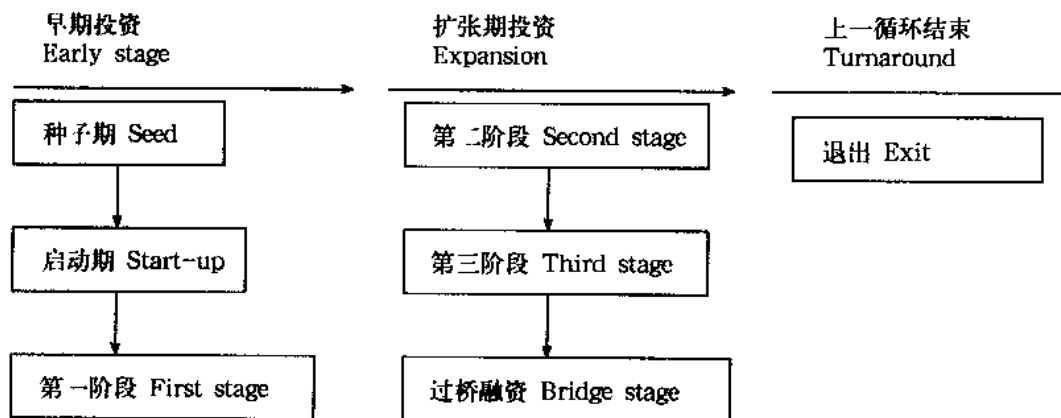
括：选择目标企业、规划投资阶段、评估股权价格、达成投资协议、参与企业管理。

在撤资阶段，创业投资机构根据组合中各个企业的经营情况，采用 IPO 或转让、兼并或清算的方式撤出投资。

创业资本在退出后将进入下一次投资，形成新的创业投资运作过程。创业资本的这种“投入—退出—再投入”的行为就构成了创业投资循环模式。

对创业资本的投资过程的具体环节（见图 1—1）可作如下分析。

图 1—1 创业投资过程中的不同阶段



1) 早期投资

早期投资（early stage）意味着向处于种子期（seed）、启动期（start-up）和企业发展的早期的公司进行投资。

（1）种子期（seed）：创业企业家提出构想，想进一步深入研究并把其研究成果工程化、产业化的阶段。

（2）启动期（start-up）：又称导入期，指公司成立的最初三年。在这一阶段中，公司在其新科技、新专利的基础上开始初步的运行，进入产品的研发和实验阶段。

（3）第一阶段（first stage）：产品的原型已经完或，准备进行生产。

2) 扩张期投资

扩张期投资（expansion stage）是在公司希望成长和扩大规模的阶段进行投资。这个阶段包括：第二阶段、第三阶段和“过桥融资”阶段。

（1）第二阶段（second stage）：产品虽然已经进入市场，但是企业还没有达到盈亏

平衡点,仍然需要投入大量资金以维持生产经营的正常运转。

(2) 第三阶段(third stage):企业处于成长阶段的后期,已经达到盈亏平衡点,企业需要进一步扩大规模。

(3) “过桥融资”阶段(bridge stage):创业企业已经处于成熟阶段,需要通过融资以改良企业结构、提高企业的价值,为安排企业上市发行做准备。

不同地域或国家在不同的经济历史条件下,其创业投资也侧重于不同的投资阶段。在不到70年的发展过程中,以欧美为代表的国际创业投资主要表现为两种迥异的模式。一种是在20世纪80年代以前以美国为典范的古典创业投资运作方式;另一种则是自80年代开始出现的所谓新经济背景下的创业投资方式。这两种运作方式在目标产业、投资企业的发展阶段、投资形式等多个方面表现出比较大的区别。其他地区还具有一些与欧美不同的投资模式。但是由于这些国家和地区的创业投资活动的深度和广度远远不及欧美地区,所以不代表创业投资运作机制的主流。

在20世纪80年代以前,创业投资专门为具有快速成长潜力的中小企业提供种子基金和启动资金(Story, 1989)。它的主要特点是:

(1) 投资的目标产业定位于高新科技领域,对具有技术创新特征的项目有极大的兴趣。1946年成立的美国研究与发展公司(ARD)就是基于这一理念而成立的。公司发起人之一的拉弗·弗朗斯特就认识到:需要将信托基金中的一部分和那些正在寻求支持的新项目结合起来。^①

(2) 投资的企业主要是处于创业阶段的中小企业,投资的时期包括导入期、起始期。

(3) 投资方式是股权投资。创业投资机构的出资不需要任何投资担保或抵押,也不谋求获得对企业的控股权。由于以上的特点,早期的古典式创业投资的投资期限比较长,一般需要3~5年的时间才能收回投资成本。

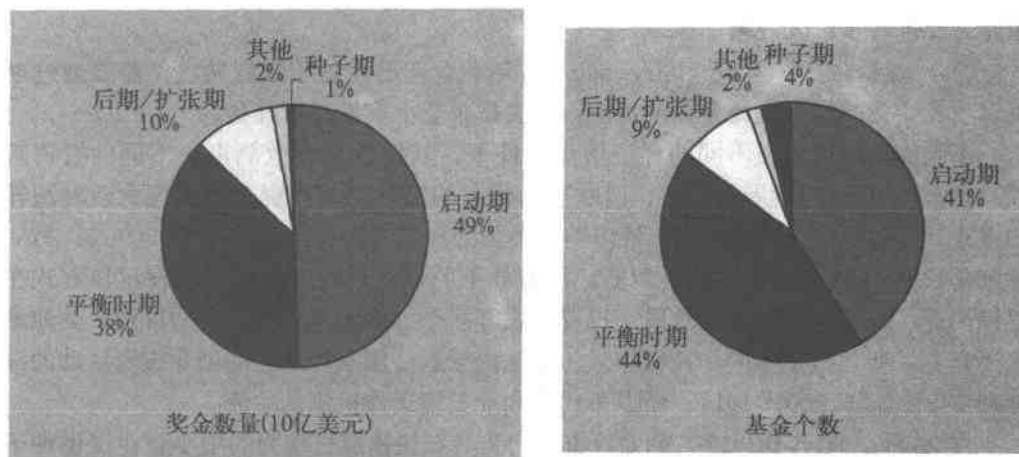
这种以投资于种子期的创新项目和高科技中小企业为特点的投资模式,是现代创业投资最早的投资模式,极大地推动了美国高新技术领域的发展。

在20世纪80年代以后,由于美国社会经济条件的变化,特别是美国之外的其他地区具有不同的文化、经济环境特点,这一投资模式不再代表主流的创业投资行为(详见图1—2)。但是,在20世纪90年代后期和2001年初期,种子期投资在整个创

^① 参见张德:《新经济与创业投资宝典》,799页,北京,中国言实出版社,1999。

业投资领域投资中的比重又有所回升。

图 1—2 美国 2000 年度创业投资基金投资阶段的比重^①



1.2.2 创业投资的风险

创业投资之所以称做风险投资，其含义为在特定环境中特定时期内，由于自然存在因素的复杂性与变动性，使实际结果和预期结果不一致而导致利益损失的可能性。

创业投资的风险在很大程度上与它投资于高科技产业有关。因为在高科技产业化的过程中，除了具有传统技术产业化中存在的技术风险和市场风险外，还体现在其本身更新快和可能不成熟的特征上，高技术产业化具有高风险性，其成功的可能性远比一般技术创新低得多。据统计，高技术在产品创新方面的失败率高达 80%，经过 R&D 后的产业化项目仅 1/3 能在商业上应用。

1) 从投入要素和环境机制分析高技术产业化的风险

(1) 技术风险。技术风险是由于即使需求明确，但技术提供方未必一定能兑现其满足需求的承诺。按其发展的不同阶段可分为技术研发开发风险、产品生产售后服务方面的风险、技术效果方面的风险以及技术寿命周期太短的风险等。

^① 数据来源：本图依据的数据转引自 NVCA, Established Venture Capital Funds Continue Fundraising Success, 2000.