

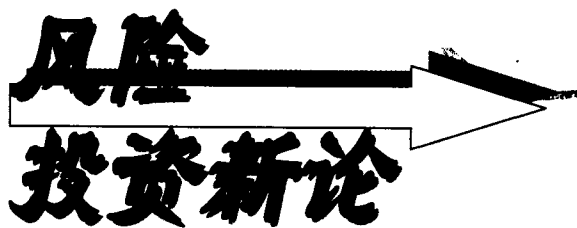
风险投资新论

FENG XIAN TOU ZI XIN LUN

王勇◎著

中国财政经济出版社

风险 投资新论



王 勇 著

中国财政经济出版社

E72/26

图书在版编目 (CIP) 数据

风险投资新论/王勇著. — 北京: 中国财政经济出版社,
2000.4

ISBN 7-5005-4623-8

I. 风… II. 王… III. 风险投资-研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 06985 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@cec.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码: 100010

发行处电话: 64033095 财经书店电话: 64033436

财经图书发行中心电话: 88119132 88119130 (传真)

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 8.375 印张 195 000 字

2000 年 6 月第 1 版 2000 年 6 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1500 定价: 15.00 元

ISBN 7-5005-4623-8/F·4155

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

风险投资出现的时间不是很长，在我国的时间更短。但它以其独特的魅力风行于世界，其主要原因是它与高新技术产业的发展有着密不可分的关系。

21 世纪是知识经济时代，高新技术产业将成为知识经济的第一支柱。因此，大力发展风险投资业，加快我国高新技术产业的发展，就成为我国面向新世纪、迎接知识经济挑战的必然选择。《中共中央、国务院关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定》（中发[1999] 14 号）（以下简称《决定》）中指出：要培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立风险投资机制。为了贯彻《决定》精神，科技部、国家计委、国家经贸委、财政部、人民银行、税务总局、证监会于 1999 年 11 月

16日联合下发了《关于建立风险投资机制的若干意见》，可见中央及有关部门对风险投资的重视。

我国的风险投资业由于起步晚，实践经验不够丰富，关于风险投资方面的理论研究正处于起步阶段。但由于科教兴国战略的实施，风险投资的实践将迅猛发展，这又对风险投资的理论研究提出更高、更迫切的要求。作为一位长期从事金融投资理论研究与实践的青年学者，自然要把风险投资作为关注与跟踪的焦点。《风险投资新论》一书就是作者奉献给广大读者的最新研究成果。本书在构思立意与写作过程中，突出以下几方面的特点：

第一，在研究方法上，尽量采用比较研究。这样容易把风险投资的内涵与外延、存在及发展的相关问题阐述清楚。

第二，在内容选择上，突出重点。主要包括风险投资与知识经济、金融危机的关系，风险投资的风险与弊端，风险投资与其他投资方式的比较，风险投资的发展模式，风险投资基金、风险投资与资本市场的关系，风险投资的几个误区，中国风险投资的现状及发展战略等。舍弃了风险投资运营的具体内容。

第三，本书在写作时，力求独辟蹊径。从较高的角度和较广阔的视野来审视风险投资，从战略的高度剖析风险投资及其发展，从而为系统和深入研究风险投资作铺垫。

第四，笔者始终把握住理论研究的目的是为实践服

务这个宗旨。在充分比较国际风险投资的发展模式、外部环境等方面的基础上，提出了中国发展风险投资业的独立见解，仁者见仁、智者见智。

当然，由于风险投资业对我国来说是一项崭新的事业，可供参考的资料不多，笔者思考得还不深，仅是对风险投资研究的一次大胆尝试，难免存在一些缺陷，希望各位专家、同仁提出批评，从而进一步丰富与发展风险投资理论与实践。就在本书即将付梓之际，我进入了中国人民大学博士后流动站，并在中国嘉陵集团博士后工作站从事相关问题的研究，这将为继续从事风险投资的理论研究与实践提供更好的条件，同时我奉命组建中国嘉陵集团的风险投资管理公司，这是千载难逢的机会。我相信：在中国人民大学财政与金融学院的安体富教授、吴晓求教授及其他专家的指导下，在中国嘉陵集团的何世斌总裁、郑代伟书记等领导的支持下，我在风险投资的理论研究上一定会有新的收获。

本书在写作过程中，四川省副省长李达昌教授、西南财经大学博士生导师刘邦驰教授提出了很好的建议，在此对他们——长期指导我学习和研究的恩师——表示由衷的谢意。本书在写作中参考了大量的报刊和书籍，在此，谨对这些作者表示由衷的谢意。

同时，中国财政经济出版社第三编室的涂珠丽主任、杨静小姐为本书的顺利出版作了大量的工作，没有她们的辛勤劳动，本书不可能尽快面市。

最后，我要特别感谢我的爱妻罗媛女士，是她默默

地为我搜集、整理资料，同时负担了全部家务并抚养幼子，才使我有更多的精力从事这一研究。在此，我要深深道一声：永远深爱你和我们的儿子——王子归。

2000年5月3日

目

录

目 录

第一章 金融危机、知识经济与风险投资 (1)	
第一节 金融危机与风险投资..... (1)	
第二节 知识经济与风险投资..... (6)	
第二章 风险投资及其发展 (12)	
第一节 风险投资一般..... (12)	
第二节 风险投资六要素..... (16)	
第三节 风险投资的发展历程..... (22)	
第四节 风险投资运作的外部环境	
..... (24)	
第五节 风险投资的弊端..... (25)	
第六节 风险投资的风险及管理	
..... (29)	
第七节 全球风险投资的发展趋势	
..... (39)	
第八节 风险投资在一国乃至全球	
经济中的地位和作用..... (44)	

第三章 风险投资与其他投资的比较	(47)
第一节 风险投资与商业信贷	(47)
第二节 风险投资与股权投资	(49)
第三节 风险投资与传统产业投资	(50)
第四节 四种投融资模式的比较	(52)
第四章 风险投资的国际比较	(57)
第一节 国际风险投资业发展模式比较	(57)
第二节 国外政府对风险投资业的政策扶持比较	(61)
第三节 国外风险投资家的特点比较	(65)
第四节 风险投资机构的国际合作模式比较	(70)
第五节 发达国家和地区的风险投资比较	(72)
第五章 风险投资基金	(81)
第一节 风险投资基金的发展	(81)
第二节 世界主要国家或地区风险投资基金发展概况	(85)
第三节 中外风险投资基金成长的前提条件比较	(92)
第四节 风险投资基金与风险投资管理模式	(96)
第五节 风险投资基金的主要组织形式	(99)
第六节 我国风险投资基金的发展	(101)
第七节 我国公募型风险投资基金的募集与管理构思	(111)
第六章 资本市场与风险投资	(119)
第一节 风险投资与二板市场的关系	(119)
第二节 二板市场运作模式	(121)

第三节	美国纳斯达克市场·····	(126)
第四节	欧洲小盘股市场·····	(130)
第五节	关于我国第二板市场的思考·····	(133)
第六节	我国高技术风险企业的融资上市·····	(135)
第七节	券商在风险投资和创业板市场中的角色与 作用·····	(137)
第八节	产业资本与风险投资·····	(142)
第七章	中国风险投资业的发展·····	(150)
第一节	中国风险投资业的发展概况·····	(150)
第二节	中国风险投资业发展面临的主要问题·····	(157)
第三节	中国发展风险投资业的必要性与可行性·····	(161)
第八章	中国发展风险投资业的战略构思·····	(166)
第一节	风险投资业的发展模式·····	(166)
第二节	构建多层次立体风险投资网络·····	(171)
第三节	创造有利于风险投资发展的环境·····	(174)
第四节	正确定位政府在风险投资中的角色与作用 ·····	(180)
第五节	国内风险资本的来源与组织形式·····	(184)
第六节	国内风险投资的退出问题与解决途径·····	(187)
第七节	建立梯级风险资本市场·····	(190)
第八节	中国风险投资业走向国际化·····	(192)
第九章	走出中国风险投资业发展的几个误区·····	(195)
第一节	风险投资与高科技产业·····	(195)
第二节	科技企业家、创业管理和风险资本家·····	(197)

第三节	风险投资与证券投资基金和股市第二板·····	(199)
第四节	风险投资与金融市场改革·····	(200)
附录一	国内外著名风险投资机构简介·····	(202)
附录二	我国与风险投资相关的法律法规介绍·····	(210)
附录三	北京烽森技术公司关于新产业风险投资基金的系 列办法·····	(229)
附录四	香港联合交易所创业板上市的基本要求·····	(247)
参考资料	·····	(255)

第一章

金融危机、知识经济与风险投资

第一节 金融危机与风险投资

一、金融危机是工业经济向知识经济过渡时期结构调整的产物

面对自 1997 年 7 月 2 日始于泰国迅速蔓延全球的金融风暴，学术界、工商界、舆论界从各个角度作出了自己的解释或猜测。归结起来看，这些解释或猜测大体可分为两类。

一是“内因论”。认为亚洲国家内部经济不健康，或因体制、或因“泡沫”使其经济扭曲所致；二是“外因论”，认为是国外投机资本恶意炒作所致，甚至有阴谋之嫌。持第一种看法的多为西方发达国家，而持第二种看法的多为亚洲发展中国家。双方甚至为此展开了论战，论战双方虽各有其道理，但不无偏颇，因为与所观察到的事实有出入。一年多亚洲金融

危机的发展情况表明，它大体可区分为三种类型。

一种是因“泡沫”破灭而触发的，如泰国；另一种是实质经济尚可，但因债务链条崩断而陷入的，如韩国；还有一种是宏观经济指标尚佳，但却因经济前景不明、缺乏信心所致的，如日本。显然，这三种情况发生的条件各有不同，难以以上述任何一种单一原因加以解释。如果我们从更宏观的角度观察亚洲金融危机时，就会发现它是世界经济工业经济向知识经济过渡时期调整的产物，而这一调整又是在冷战结束后经济全球化背景下展开的，从而出现了前所未有的广泛性和深刻性。

概括地讲，由亚洲进而波及俄罗斯和拉美的金融危机是在经济全球化条件下知识经济兴起的挑战。

二、金融危机提出的挑战

亚洲金融危机发生以后，亚洲各国进行了大刀阔斧的金融体制改革，对金融市场的几乎每个方面都进行了调整，使之更加开放、灵活、透明、进取而富于竞争力，从而吸引更多的外国资金。重要的是在吸引资金的同时，必须充分注意资金配置的流动机制和使用效率，确保它的生产性，而不是产生已由多次金融危机所显示的巨大破坏性。资金是经济发展的双刃剑。从 1987 年全球股灾发生以来，全球金融市场发生了一系列事件：

- 80 年代末的拉美国家债务危机，90 年代中的墨西哥金融危机；

- 韩国、日本金融体系的危机和重组，东南亚的货币危机；
- 巴西、俄罗斯的金融危机之后，亚洲金融危机接踵而至，令全球经济四面楚歌；

- 中国证券市场在短短几年中几次大起大落，数家信托公司因债务危机而重组，国有银行的体制性缺陷和历史包袱潜伏着

巨大的信贷风险；

- 在欧美，里森狂炒金融衍生产品，使百年历史的巴林银行毁于一旦，BCCI 实施金融欺诈，美国长期资本管理公司被迫重组；

- 以索罗斯为代表的互惠基金利用各国金融体制的缺陷对各国货币大肆冲击，金融衍生产品更多地被用于投机套利而不是规避投资风险；

欧美银行相互间大量兼并，试图以规模效应和多种业务的一站式服务来维护竞争力，而亚洲国家的银行在不断重组的同时，坏账准备金越提越高……

触目惊心的事件不断向金融业和政府提出新的挑战：在技术日新月异、全球经济一体化的今天，金融市场如何接受政府监管的全球协调？如何调整现有的市场机制来引导有效的投资行为？金融市场配置资金的功能和机制是否存在本质的缺陷？金融体制的改革应如何适应创新科技和知识经济的发展？知识经济时代需要什么样的金融再造工程？

三、对投融资机制的重新审视

人们有必要反思现有的金融市场进行融资和投资的目的、手段与机制。私债（银行信贷）、公债（国债或企业债券）、股票（上市股权）、私有股权是主要的融资形式。其中与企业融资有关的债券和股票的交易通过投资银行进行，投资银行作为中介咨询机构并没有承担投资者的风险，也没有有效减少投资者与融资者之间的信息不对称。在银行借贷业务中，商业银行作为一个投资者事实上承担了储户的投资风险，但银行与借贷企业存在根本上不可能克服的信息不对称，大大影响了银行的盈利能力。信息不对称和代理人风险向以信用为基础的金融经济提出了挑战。

那么股票市场的本质缺陷表现在哪里呢？投资者与融资企业的目标不一致，信息不对称是其主要表现。股价不能真实反映企业的资产价值和盈利能力及未来趋势，更多由对股票这种证券的供求关系决定，投资者对股市走势进行盲目预期和无效预测，股价更受信心因素及其他与企业经营业绩无关的政治、社会、心理等多种因素的影响，加上投资者的短期炒作，呈现反复波动。正是这些原因导致了股市投资、融资机制不可能有增值作用，反而存在巨大的浪费。证券投资基金投资与个体散户投资相比虽是一种进步，但基金经理更多地用投资组合的技术来减少风险和提升收益率，基金经理与融资企业的信息不对称依然存在，基金经理关心的是股票、债券在市场上的表现，而不是企业真正的增长潜力，基金经理的投资行为与融资企业的经理层没有互动的增值性关系，二者的目标并不一致。基金经理在公司治理机制中并没有发挥应有的作用。

人们在怀疑股市机制的效率和生产性的同时，也发现股市融资投资产生的历史条件已发生了变化，西方国家在资本主义经济发展的初始阶段，资金是主要的驱动力，作为相对稀缺的资源，资金的配置必须有一个良好的市场导向机制。而今天西方国家的经济发展越来越多地依赖于技术的发展，生产率对经济发展的作用已不亚于投资率，或者说投资率必须有与此匹配的生产率才能让资金发挥作用，生产率和投资率的同步增长才能确保持续稳定的经济增长。

西方资金大量涌入其储蓄率和投资率较高的亚洲国家，推动了投资的过热，亚洲国家正处于经济发展周期的青春期，较高的增长率使这些国家对自己的发展能力过于乐观，而忽视了本身的经济基础较弱、生产率较低、金融市场体系不够健全完善的基本面，盲目扩大投资，过多的资金追逐少量有生产率的投资项目，

造成了亚洲国家几乎是无一例外的泡沫金融经济，无论是国力殷实的日本，还是所谓的“四小龙”和“四小虎”。货不真价不实的金融产品所包含的泡沫成分使投资者信心容易滑落，一旦受投机冲击，股市应声而落，外国资金纷纷撤走，留下一个瘫痪的亚洲市场。一个没有生产率作基础的金融市场无论发展多么迅速，都只能是昙花一现。当今天亚洲国家试图再次引进更多资金时，它本身不可能充分消化和使用这些资金。亚洲国家的经济基础、金融市场体制和生产率在短期内难以得到明显改善，国外资金的进入也许能带来信心，但不能带来生产率的提高，产生泡沫成分的可能性依然存在。而资本市场中投资者与融资者的信息不对称，目标不一致，更加剧了这种泡沫和投机的膨胀。

四、风险投资的出现

如何解决这种融资投资中信息不对称的价值链脱节问题呢？风险投资或创业投资（venture capital）的发展给我们提供了一种新思路：高风险的创业投资迫使在风险资本家（venture capitalist）与投资者或资金供应者之间，建立一套规范的融资机制，在风险企业建立一套严格的投资管理机制。风险资本投资对经济发展的作用不仅体现在它对高新科技创业企业的支持和推动，而且还在于它发展了一套行之有效的资金配置、使用、监管的机制。当我们今天感叹许多风险企业如网景（Netscape）、英特尔（Intel）、苹果电脑（Apple）、康柏（Compaq）、联邦快递（Fed Express）、戴尔电脑（Dell Computer）、雅虎（Yahoo）、亚马孙网上书店（Amazon）、微软（Microsoft）在我们生活中举足轻重的影响时，我们不仅佩服风险资本家注入资金的勇气，更体会到这种投资机制的独到之处：把投资者、投资经理（风险资本家）和企业经理的目标统一起来，建立了一套以绩效为标准的激励机制，

把资金、人力资源（创业家）、高新技术这三大宝贵资源有机地结合起来而产生高投资收益，由风险资本家参与所投资企业的战略规划、融资跟进、人事安排等关键决策，大大减少了信息不对称和代理者成本；风险资本家更以其严格的项目审核、分段投资、合同制约及设计巧妙的可转换优先股和管理监控，来确保投资者的利益，促使企业经理发挥最大的增值作用，为投资者提供最大回报。同时，风险资本家的收益也与投资者的收益线性相关，因此风险资本家不仅向投资企业提供资金，而且提供增值的服务，成为风险企业或创业家的管理顾问和有利的支持者与激励者。正如风险资本家所言：我们投资于 People（人），而不是 Paper（证券）。这一点正是与证券市场投资的最大的区别了。

第二节 知识与经济风险投资

一、知识经济是以柔性化为基础的生产方式

从某种角度观察人类的经济的发展，可以看到它已经历了两个阶段并正在进入第三个阶段。它们是农业经济阶段、工业经济阶段以及即将进入的知识经济阶段。

在农业经济阶段经济活动的基础是土地，因而包括经济组织在内的社会组织是围绕着土地这个核心展开的。

工业经济是指以工厂制度为基础的工业化的生产方式。这一生产方式的基本特点是单一品种、标准化、大批量，其经营管理的目标是成本最小化。由于专业化的单一品种，使其可以使用成熟的主流技术，并实现产品的标准化，进而实现生产工艺的标准化。而产品及工艺的标准化又构成大批量生产的技术基础，从而