

风险投资运行机理 与操作实务

潘焕学 钱军 秦涛 / 编著

FENGXIAN TOUZI
YUNXING JILI
YU CAOZUO SHIWU



经济科学出版社

风险投资运行机理 与操作实务

潘焕学 钱 军 秦 涛/编著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

风险投资运行机理与操作实务 / 潘焕学等编著. —北京: 经济科学出版社, 2006. 6

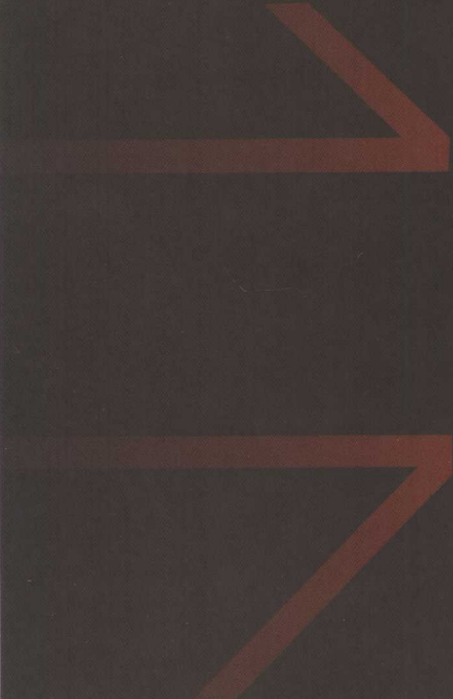
ISBN 7 - 5058 - 5634 - 0

I. 风... II. 潘... III. 风险投资 - 研究
IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 052631 号

风险投资运行机理与操作实务

**FENGXIAN TOUZI
YUNXING JILI
YU CAOZUO SHIWU**



责任编辑：杜 鹏 李新旭
封面设计：云 庭

前 言

高新技术产业具有极高的成长性和效益性，对国民经济具有极强的带动性和渗透性，是国民经济的先导产业，关系到国家的综合竞争实力和经济安全。高新技术产业的发展离不开金融的支持，作为与高新技术产业的特征相适应的金融运作方式，风险投资对高新技术产业的支持作用是十分巨大的，可以说，风险投资是高新技术产业发展的助推器。目前风险投资已经成为世界各国发展高新技术产业的催化剂和推进器，且这种支持作用是其他任何方式的投资所不能比拟的，它主要体现在高新技术成果向生产力转化过程中风险资本对其的扶持上。由于风险投资的迅速发展，使其无论从资本规模上还是从其所实现的产值上看，都已经形成了新兴产业，并对国民经济的增长有着巨大的推动作用。正如英国前首相撒切尔夫人所言，“欧洲经济之所以落后于美国，是在于美国有比欧洲运转更为有效的风险投资机制。”

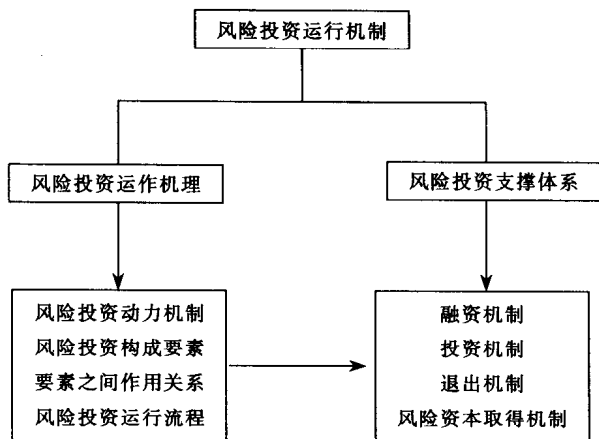
随着知识经济的到来，风险投资的作用日益凸显，美国、英国、德国、日本、以色列等国都加大了对风险投资的扶持力度。在我国，要求建立完善的风险投资机制的呼声也越来越高，政府也已经付诸行动。尽管如此，由于风险投资在现代经济中扮演着极其重要的角色，并且在现实经济生活中，风险投资业正在全世界范围内迅速扩展，尤其是应我国资本市场发展的需要，对之进行研究是不可回避的历史使命。

目前国内外对风险投资的研究存在两种路线：一种是技术路

线,研究集中在影响风险资本筹资数量变动因素、风险投资决策优化、风险投资基金回报以及风险资本退出战略等方面,目的在于探讨风险投资运行各个阶段的帕累托最优;另一种是制度路线,研究集中在风险投资运行中的微观企业制度设置,包括风险投资基金和风险企业的特殊治理结构安排,近几年有关风险投资中宏观金融体系和政策法规的国际比较以及创业文化的研究也开始成为关注的重点。风险投资机制的建立和完善离不开对其内在规律的认识与运用,这其中包括风险资本的流动与增值原理,筹资机制、投资机制和退出机制等风险投资运作过程的宏观与微观的内在机理和制度安排,即风险投资的运行机制。对风险投资运行机制的研究能为通用意义上的风险投资运作主体提供切实可行的操作原则,为我们发展风险投资业提供更高层次、更宽阔的视角,便于我们引进国外较为发达的风险投资运作先进经验,与我国的具体情况相结合。因此,对风险投资运行机制研究是一项很有意义的工作。

笔者从市场需求出发,以风险投资运行的内在机理为主线,对风险投资的融资机制、投资机制、退出机制以及风险资本取得机制等微观运行机制进行研究,同时着重分析了风险投资外部支撑体系中政府及相关中介机构在风险投资中的作用。本书研究的重点是风险投资的运行机制问题。机制,简单而言就是机理和制度。机理是指事物构成的内在模式和发展的客观规律;制度则是规范或影响事物的外在环境,一般是指人为制定和建立的软环境。在考察风险投资内涵的基础上,本书确立了研究的内容和框架:我们必须深入地考察风险投资的特点和机制的本质内涵,风险投资是一种解决特定供求的新型融资方式,有着不同于传统市场融资方式的运行规律,它不仅仅是对传统市场风险和收益的比例放大,而且更主要的是由这种“放大”引致的市场要素行为的变化。通过研究风险投资构成要素之间的作用规律,动态地考察风险投资运行主体和客体之间的作用规律就是运行机理,包括风险资本筹集机制、投资机制、退出机制和风险资本取得机制,其动态的结果即为增值原理。制度建

设则是根据风险投资运行主体发展的要求，重点研究政府及中介机构对风险投资的作用机理。



基于上述思路，本书的研究围绕以下主要内容展开，共分八章：第一章阐述风险投资的基本内涵与功能，同时，分析比较世界主要国家风险投资发展模式，为发展我国风险投资提供参考。第二章探寻风险投资的运行机理，重点从风险投资运行的动力机制、风险投资外部支撑体系、风险投资构成要素及投资运作流程等方面阐述风险投资独特的运行机理。第三章主要研究风险投资运作主体的组织形式及其融资机制，一是研究有限合伙制度、公司制和信托基金制这三种组织形态下风险投资机构与投资者之间的有关制度安排、契约设计和市场规范及运作效率等问题；二是研究我国风险投资基金的主要来源，以及风险投资基金的募集程序和策略。第四章在概述风险投资机构运行轨迹的基础上，重点研究风险投资机构运作方略，主要对风险投资项目的选择与评估、投资策略与投资方案的构建、风险企业的价值评估、风险投资协议的签署、项目监控与增值服务管理、风险投资的风险管理与控制等关键环节的实施要点

进行全面归纳与总结。第五章阐述风险资本的取得机制，详细地介绍了获取风险投资的程序。第六章分析风险投资退出机理，简述了公开上市、股权回购、兼并与收购、破产清算等风险投资的主要退出方式，重点研究适合我国风险投资的退出方式，并就相关退出方式提出具体操作策略。第七章和第八章分别探讨了政府和有关中介机构在风险投资中的支持与服务作用。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 风险投资的内涵与基本特点	1
第二节 风险投资国际经验的借鉴	14
第二章 风险投资的运行机理	29
第一节 风险投资运行的动力机理	29
第二节 风险投资的构成要素及运作流程	34
第三节 风险投资运行的支撑系统	47
第三章 风险投资的组织形式及融资机制	52
第一节 风险投资基金概述	52
第二节 风险投资基金的资金来源	59
第三节 风险投资基金的组织形式与管理构架	66
第四节 风险投资基金的募集程序与策略	93
第五节 风险投资家的激励与约束	97
案例 1 风险投资基金募集说明书	107
第四章 风险投资的投资机制及运作	128
第一节 风险投资公司的运作程序	128
第二节 风险投资项目的选择与评估	132

第三节	风险企业与项目的价值评估·····	154
第四节	投资策略与投资方案的构建·····	170
第五节	项目管理监控与增值服务管理·····	195
第六节	风险投资的风险管理与控制机制·····	210
第五章	风险资本的取得机制与操作·····	229
第一节	获取风险投资的程序·····	229
第二节	撰写商业计划书·····	231
第三节	选择风险投资公司·····	252
第四节	会晤与谈判·····	253
案例 2	商业计划书·····	267
第六章	风险投资的退出机制与操作·····	314
第一节	风险投资退出机理·····	314
第二节	风险投资退出操作方略·····	333
第七章	政府在风险投资中的作用·····	366
第八章	中介机构在风险投资中的作用·····	392
第一节	投资银行·····	394
第二节	律师事务所·····	402
第三节	会计师事务所·····	412
第四节	其他相关中介机构·····	414
参考文献	·····	417

第一章 绪 论

第一节 风险投资的内涵与基本特点

一、风险投资的内涵

风险投资 (Venture Capital), 在国外又称为风险资本, 是对那些新兴的高技术和具有很大发展潜力的产业的投资。风险投资作为一种资本组织形态, 最早出现于 19 世纪末 20 世纪初期。当时美国和欧洲的投资集团贷款给美国企业, 主要以铁路、钢铁、石油及玻璃等新兴工业为投资对象, 从 1911 年开始投资于计算机产业, 到 1946 年, 哈佛大学商学院教授 George Doriot 和新英格兰地区的一些企业家共同组织了美国研究与发展公司 (简称 ARD), 专门对一些处于早期阶段的非上市公司进行股权投资, 从而揭开了现代风险投资的序幕。

什么是风险投资呢? 美国全美风险投资协会将风险投资定义为: 风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本^①。经济合作与发展组织 (OECD) 对风险投资的含义曾经有三种解释: (1) 风险投资是以高新技术和知识为基础, 对生产技术密集型的创新产品或服务进行的投资; (2) 风险投资是购买在新思想和新技术方面独具特色的中小企业的股份, 并培养和促进这些企业的形成与创立的投资;

^① 曹红辉、彭作刚:《创业投资——知识经济时代的创业新概念》, 中国城市出版社 1999 年版。

(3) 风险投资是一种向极具发展潜力的新建企业或中小型企业提供股权资本的投资行为。

国内对风险投资的定义也是众说不一，对 Venture Capital 翻译或界定的时候，出现了诸如风险投资、创业投资、科技融资等不同概念。我国官方文件则将风险投资描述为：风险投资是指向主要属于科技型的高成长性创业企业提供股权资本，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^①。

我们认为，风险投资目前作为约定俗成的一种概念，其内涵无论是从现代意义还是从传统意义上来说，与其他融资方式如银行贷款、债券和股票等相比，应是一种以私人股权方式从事向高成长风险企业投资的资本经营，并且以放弃资本流动性为条件追求长期资本增值的投资方式。因此，本书不准备对风险投资的定义展开讨论，而是着重从风险投资的本质特征和内涵上去把握。就内涵而言，尽管其定义不一，但并无本质差异，只是描述的侧重点不同而已。从风险投资的本质特征和内涵出发，我们可以将风险投资概括为：有风险的投资、长期投资、权益投资、组合投资和专业投资。它主要包含四层基本含义：

1. 投资对象主要是具有高成长潜力同时又蕴藏较大风险的中小型创业企业，尤其是高科技企业，因而具有投资方面的前沿性和前瞻性，以及投资价值的高风险性和高收益性。

2. 风险投资属于中长期战略性投资，风险投资机构不仅仅提供资本金支持，而且提供特有的资本经营、管理及市场等服务（根据企业需求），追求企业成长期、成熟期后通过股权转让实现高回报，区别于单纯的投资行为。

3. 在被投资企业发育成长到相对成熟后，即退出投资（一般

^① 国家科技部、国家计委等七部委：《关于建立风险投资机制的若干意见》，1999年11月16日。

指在风险企业成熟上市后,将所持股票出售),以便于一方面实现自身的资本增值,另一方面能够进行新的投资,从而与那些长期持有被投资企业的股权以获取股息为主要收益来源的普通资本形态有着本质的不同。

4. 风险投资主要采用组合投资和分段投资的方式,组合投资的目的是尽可能化解非系统性风险,分段投资的目的是化解不对称信息的管理风险,从而形成有效的风险防范机制。

风险投资主要投资于高新技术产业,由于高新技术产业区别于一般传统产业的最大特点是技术起点高,属技术应用水平的最高层次,因此,在技术、产品、生产和市场的成熟程度等方面都比一般产业存在着更大的不确定因素,即高风险。另外,高新技术企业随着规模的不断扩大,其资金需求量大、增长快速的特点也很明显,因此,风险投资的实质是一种科学技术和金融相结合,将资金投入风险极大的高新技术开发生产中,使科技成果迅速转化为商品的新型投资机制,是高新技术产业化中一个资金有效使用过程的支持系统。

二、风险投资的特点

风险投资与一般金融投资截然不同(见表1-1),具有以下几个比较鲜明的基本特征。

表1-1 风险投资与一般金融投资的比较

	风险投资	一般金融投资
投资对象	用于高新技术创业及其新产品开发,主要以中小型企业为主	用于传统企业扩展、传统技术新产品的开发,主要以大中型企业为主
投资审查	以技术实现的可能性为审查重点,技术创新与市场前景的研究是关键	以财务分析与物质保证为审查重点,有无偿还能力是关键
投资方式	通常采用股权式投资,其关心的是企业的发展前景	主要采用贷款方式,需要按时偿还本息,其关心的是安全性
投资管理	参与企业的经营管理与决策,投资管理较严密,是合作开发的关系	对企业经营管理有参考咨询作用,一般不介入企业决策系统,是借贷关系

续表

	风险投资	一般金融投资
投资回收	风险共担、利润共享, 企业若获得巨大发展, 进入市场运作, 可转让股权, 收回投资, 再投向新企业	按贷款和合同期限收回本息
投资风险	风险大, 投资的大部分企业可能失败, 但一旦成功, 其收益足以弥补全部损失	风险小, 若到期不能收回本金, 除追究企业经营者的责任外, 所欠本息也不能豁免
人员素质	需要懂技术、经营管理、金融、市场, 有预测风险、处理风险的能力, 有较强的承受能力	懂财务管理, 不懂技术开发, 可行性研究水平较低
市场重点	未来潜在市场, 难以预测	现在市场, 易于预测

资料来源: 俞自由等著, 《风险投资理论与实践》, 上海财经大学出版社 2001 年版。

(一) 以高新技术产业为主要投资领域

风险投资的对象主要是具有开拓性和创新性的高新技术项目或企业, 风险投资的目标就是使高科技成果产业化、商品化后获取高额回报。风险投资主要以高新技术产业中具有增长潜力的未上市的创业公司作为投资对象, 以高新技术的创业投资为己任。正如经济合作与发展组织在 1983 年召开的第二次投资方式研讨会上明确指出的: “凡是以高科技为基础, 生产和经营技术密集的创新产品或服务, 都可视为风险投资。” 风险投资不仅是高科技投资, 而且是创新投资。对投资对象, 不仅要求科技含量高, 而且要求创新性强; 不是选择已经老化的技术项目和成熟的公司, 而是选择新兴的技术项目和新生的创业公司, 能创造新产品或新服务, 开辟新市场。

风险投资之所以钟情于高新技术, 是因为高新技术创造超额利润, 并且高新技术往往能够形成自然障碍, 使其他对手不容易进入市场, 从而能够保证获取高额利润。风险投资还是专业投资, 主要投资对象高度专业化。在美国, 依据投资对象专业性质的不同形成了计算机软件、生物制药、通信技术、新材料等专业的风险投资机

构，在世界范围内，在各自的专业领域中寻求投资对象。美国领先的高新技术和丰裕的技术资源为发展风险投资提供了牢固的技术基础。目前，美国 75% 以上的风险投资集中在微电子、生物工程、信息技术等高新技术领域。

（二）高风险与高收益并存的投资

高科技项目的风险不确定性决定了风险投资的高风险，同时，高科技项目成功所带来的巨大回报也决定了其高收益。风险投资不同于一般的金融投资，通常是在没有任何抵押和担保的前提下，把资本投入前景不明的高新技术项目和创业企业，风险很大。这不仅由于高新技术项目既具有独创性和开拓性，本身又带有不成熟性和不稳定性，而且还由于新生的创业企业信息透明度较低，增加了投资决策和管理的盲目性。因此，风险投资不确定性因素很多，要面临技术、市场、经营管理、政治、道德等多重风险，成功率低。据国外统计，风险投资项目在总体上约有 1/3 完全失败，血本无归；1/3 以上部分失败，不能收回全部投资。美国风险投资的成功率比其他国家高一些，也没有超过 30%。风险投资不仅风险性高，而且流动性低，周期长。在美国，一个典型的风险投资过程一般要经过选择、协议、辅导、退出四个环节，大约需 3~7 年，平均期限为 5 年。

与高风险相伴的是高收益，在美国，风险投资年平均回报率为 35% 以上，近 5 年年平均回报率高达 40%，远远高于同期股票和债券的回报率。世界上第一家风险投资公司——美国研究与发展公司曾于 1946 年以 7 万美元投资的美国数据设备公司，1968 年增值到 5 亿美元，其高额回报令人惊讶地达到 7 000 倍。与此相同的还有苹果公司、英特尔公司。众所周知，高科技的附加值高，资本投入主要集中在产品的研制开发期间，后期的复制生产成本一般很低，因此其售价中利润占很大部分。风险项目的高风险高收益使得风险投资（基金）公司不要求所有的项目都成功，十个项目中有

四五个不错就行了，这四五个项目的超额回报会远远超过其他失败项目的损失，超额部分就是整体的利润。

（三）高附加值、高参与性的投资

风险投资是企业孵化器的一种，是伴随着高科技项目（企业）不断成长的过程。高科技项目企业往往由几个主要技术发起人组成，创业者基本上没有管理经验，对市场也仅有大概的认识，更没有详细的可行性研究。针对这些缺陷，风险投资（基金）公司在投资过程中须注入管理模式、市场规划、财务战略、发展计划等。在风险投资项目的发展过程中，利用风险投资（基金）公司的各种资源，比如合作伙伴、客户来源、政府关系、特许经营权等，通过诸多支持，有助于风险投资项目建立科学的管理体制，形成经济的盈利方案，构建成功的商业模式。同时，对有着不同背景的风险投资（基金）公司来说，对风险项目的帮助有其自身的特色。此外，这种管理有别于战略投资对子公司的管理，战略投资中视子公司为其长久拥有的一部分，对子公司的管理是强制性的，将其纳入总体的框架，它对子公司的管理往往按自身既有的固定模式直接地、强制地执行。风险投资（基金）公司不强调既有模式，而是根据创业企业的特点确定管理体制，根据市场的特点制定适合创业企业发展的管理模式。

（四）投资形式权益化

风险投资是权益投资，不是一般的金融投资，既不同于为赚取手续费的一般金融服务，也不同于为赚取利息的一般银行贷款，而是通过购买创业企业的股份，并进行管理、咨询等服务，使资本增值，最终通过股权转让，收回投资资本，并获得投资收益。风险投资不是追求短期利润，而是着眼于长远的权益增长所带来的高额利润；不是通过向成熟型企业投资来获取平均利润，而是通过向创业型或成长型高新技术企业投资来追逐超额利润。如1995年对新生