

创新与创业是一个国家经济发展的不竭源泉，
是产业-技术结构升级的主要动力。

风险投资 与创业板

房四海 主编



机械工业出版社
China Machine Press

风险投资 与创业板



机械工业出版社
China Machine Press

本书“以理论和政策法规为起点，最终定位于实践”，紧跟学术研究前沿。本书依托国家自然科学基金课题，是国家自然科学基金项目的主要成果之一，保障了内容的理论可靠性；借鉴大量国际实证研究成果，针对我国风险投资行业所遭遇的现实问题进行实践操作指导。本书专栏与案例分析丰富，力求融合“理论、实践、政策”，使其三位一体，最终归于实践。本书不仅注重知识性、逻辑性、实践性，更注重可读性，使得理论不枯燥，应用有依据，实践可借鉴。

本书适用于 MBA、EMBA、EDP、企业管理者、金融投资人员以及相关政府部门的领导等。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

“ 本书法律顾问 北京市展达律师事务所

图书在版编目（CIP）数据

风险投资与创业板/房四海主编. —北京：机械工业出版社，2010.1

ISBN 978-7-111-29299-9

I. 风… II. 房… III. 高技术产业—风险投资—研究—中国 IV. F279.244.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 232211 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

责任编辑：程 琨 版式设计：刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2010 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

184mm×260mm·20.5 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-29299-9

定价：38.00 元

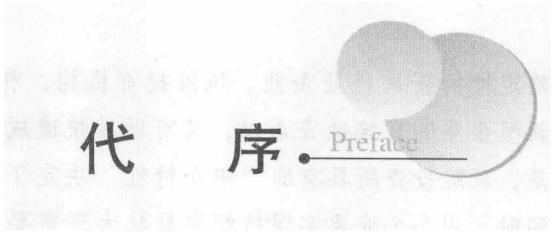
凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 88379210；88361066

购书热线：(010) 68326294；88379649；68995259

投稿热线：(010) 88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com



代序 · Preface

风险投资、契约精神与国家战略

中国共产党的十七大已明确指出：“提高自主创新能力，建设创新型国家。这是国家发展战略的核心，是提高综合国力的关键。要坚持走中国特色自主创新道路，把增强自主创新能力贯彻到现代化建设各个方面。”

中国共产党中央委员会，关于“十一五”规划的建议将自主创新提到了国家战略的高度，把增强自主创新能力作为调整产业结构、转变经济增长方式的中心环节，使经济增长建立在提高人口素质、高效利用资源、减少环境污染、注重质量效益的基础上。

建立国家创新体系，走创新型国家之路，自主创新能力是关键。自主创新，即原始创新、引进消化吸收再创新和集成创新之有机统一。原始创新之关键在于知识创新；引进消化吸收再创新之关键则在于模仿与创新的结合；集成创新之关键在于形成国家意志。通过强化和提升自主创新能力，从根本上解决我国创新落后或滞后的局面，是建设创新型国家战略的归依。

各国实践表明：中小企业是自主创新的主要载体，创新型中小企业更是其中最为活跃的力量。创新型中小企业技术创新的动力往往源于市场拉动，其熟悉市场环境，了解客户关心的问题，技术创新活动有的放矢，增强了消费者对新产品的认可度。与此同时，中小企业所面临的激烈竞争，使其对市场和技术变化更为敏感，技术革新的意识与动力更加强劲。这些内在的本质原动力不断引导着中小企业持续的技术创新活动。

既然创新型企业之高度不确定性和信息不对称为其标志性特征，那么随之所相应产生的高风险更是不容轻视。如此特性，显然与商业银行的集中资金管理模式和审慎经营原则相悖，因而创新型企业往往无法从诸如银行等传统的融资渠道获得发展资金。那么，即使政府有意直接资助，也因创新型企业科技开发周期长、风险过大，更加之其数量众多而难以承受财政压力。

风险投资的引入，则是应运而生！风险投资作为一种新型的专业型金融中介，不同于传统融资渠道的仅针对稳定性较强的成熟企业，而是投资于具有高

成长、高不确定性的新兴行业企业。风险投资机构，利用其专业的投资技能与增值服务，既可满足创新型企业的直接融资需求，又可助其快速成长、健康发展，实现风险共担、收益共享。但是，风险投资所具有的“中介特性”决定了其投资必须在持有一段时期后退出获利，与此同时，中小企业要实现持续发展壮大还需要通过除风险资本之外的其他渠道获得低成本的成长资本。

正因如此，作为自主创新的引擎与助推器的资本市场机构体系的完善，不仅有助于有效利用资本实现创新性科技成果的推广与产业化，还有助于风险资本的良性循环，更是让自主创新型企业与科技人才的付出获得合理回报并保持积极创新能力的一个动力。

自1998年3月，中国民主建国会中央委员会向九届全国政协会议所提出的《关于借鉴国外经验，尽快发展中国风险投资事业的提案》被列为“一号提案”，至2008年3月22日，中国证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（意见稿）》，又至2009年10月30日创业板上市股票首日交易顺利进行，创业板市场从理想到现实，不觉间已过11年！

11年间，我国经济高度发展，历经“东南亚金融危机”、“互联网泡沫”以及“次贷危机”而巍然挺立。如此良好的经济环境、强大的经济实力、和谐的经济氛围，成为了国家自主创新战略规划坚实基石。

11年间，中共中央将自主创新提到了国家战略的高度，从系统层面倡导创新内容的体系化，树立创新主体的多元化，强化创新体系的整体性，推出了“十大行业振兴计划”。又把完善多层次资本市场体系建设作为支柱之一，建立应时所需的高市场化程度的创业板市场。如此清晰的创新体系构建思路，为自主创新战略的实施指明了方向。

11年间，中共中央从制度层面致力于完善创新的国家政策，引导其适应在新经济现状下的国家自主创新战略实施方略；健全创新的激励机制以引导创业活动的兴起与发展，激励风险投资行业的成长与持续壮大；建立创新的法律保障与政策监管，以打破创新经济发展中的历史遗留桎梏，扫清自主创新道路上的法规障碍，提供独立、公平的投融资环境。

11年间，我国风险投资行业快速发展，从最初的“默默无闻”到如今的“家喻户晓”，涌现了诸多专业型风险投资人才，无论风险投资基金之募集数量或募集金额抑或投资金额或投资项目数量均得到飞跃般提升。风险投资行业的蓬勃发展为自主创新战略的高效开展提供了强大的支撑。

11年间，在创新思潮与创新思维的引导下，在创新观念与传统思维的相互融合与撞击下，在各级部门、各地政府的培育、支持、鼓励下，优秀的创业者与优质的创业企业不断涌现、成长、壮大。据统计，目前中国证券市场上市公司不到2000家，其中中小板上市公司300家，而按照《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（意见稿）》的规定，仅在科技部的统计范围内就有1100多家企业符合创业板发行标准。如此优质的企业资源与良好的创业氛围，为自主创新战略提供了最直接的实践前沿。

一言以蔽之，上述各要素构成了国家创新战略之核心内容与逻辑脉络，即：以坚实的经济实力作为国家创新战略的基石，以自主创新发展作为国家创新战略的实施途径，以合理的创新体系作为国家创新战略的前进保障，以创新的政策法规打破历史遗留的桎梏，以完善的资本市场结构体系作为国家创新战略的引擎与助推器，以风险投资行业的蓬勃发展作为国家创新战略的坚强支柱，以活跃的创业活动与创业氛围作为国家创新战略的实践前沿。

正如 2009 年诺贝尔经济学奖得主奥利弗·威廉姆森（Oliver Williamson）教授所述，“现实中的人都是‘契约人’，他们无不处于交易之中，并用各种或明或暗的‘契约’来规制他们的交易”，而“不同的交易需要不同的契约关系”。

“契约”一词源于拉丁语，基本意思乃指交易，其强调的是交易双方或者多方的合意，其特征为选择缔约方的自由、决定缔约内容的自由和选择缔约方式的自由，其原则隐含着契约各方的地位平等。西方文化中的契约范畴不仅具有私法上的含义，而且被广泛应用于公法之中；它不局限于法律范畴，而被赋予了宗教、政治、经济和社会意义。

契约是人类行为的一种理性选择。契约是一种规则，是一种道德，更是一种精神。贯穿连接着国家创新战略各核心要素之间的“契约”与“契约关系”，并非仅通过法律法规的颁布执行便可予以规范，而需要创新的法律法规中所蕴涵、所传递、所散发的源于平等自愿的“妥协互助、协商互惠、守信互尊、双赢互利”之“契约精神”之引导。从契约关系和契约原则中衍生出来的自愿、平等、尚法、守信的品格就是“契约精神”的集中体现。

正如当人类的物质财富充实之后，更需要精神上的陶冶与鼓舞一样；当国家创新战略各核心要素皆已基本完备时，则更需要的是自愿、平等、守信之“契约精神”的引导与支持。

本书正是顺应时代对创新的整体性关注，结合学术理论与实证研究探讨创业企业和风险投资，立足国家创新战略规划视角剖析创业板市场建设，以隐含之“契约精神”贯穿全文、传递精神，本书具有理论、实践、政策、“精神”相融合之特性。一个有效的资本市场需要有风险投资，有风险投资必须有创业板，两者的理性发展是市场功能完善的前提，房四海教授的著作是理性投资者的重要工具书。

汤世生

宏源证券股份有限公司前任董事长

2009 年 11 月



金融危机造成全球经济下滑与资本市场低迷，似乎并未实质性影响全球投资者将中国列为全球投资的第一选择。以股权投资为目的的“新型”投资资金，无论其作为风险投资基金的资金提供者，还是以风险投资基金的形式直接参与投资，似乎也已呈现出稳步回升的迹象。加之国家贯彻实施自主创新战略支持，创业板开市，创业活动兴起以及本土风险投资行业的不断发展壮大，《风险投资与创业板》一书的出版，可谓正逢其时也，对风险投资行业相关人士应该具有一定的参考价值与启发意义。

冼国明

南开大学跨国公司研究中心主任

风险投资产业，其兴盛程度与一个国家的自主创新紧密相关。它不仅为中国的创业企业提供了更加优质的公司治理机制，其在中国市场的日渐活跃也代表着中国对科技创新的重视，昭示着本土创新模式在全球资本市场获得的全新定位与认可。我院房四海教授主编的《风险资本与创业板》，融合“理论、实践、政策”于一体，最终归于实践，紧跟国家政策风向，作为 MBA、EMBA 和 EDP 的教材，为我国企业高层管理者及风险投资行业相关从业人员提供了可靠的学习依据，颇具指导意义。

曾 勇

中国电子科技大学经济与管理学院院长、博士生导师

推荐序 · Preface

作为应对金融危机举措的一部分，在比较仓促的情况下，2009年7月26日中国证监会开始接受创业板申报材料，目前28家企业已挂牌，十年翘首以盼的创业板终于开启了，作为多层次资本市场的一部分，创业板前期理论探讨还很不充分，什么是创业企业、创业板？中小板与创业板有什么区别？目前挂牌的28家上市公司中有20家存在创业资本投资行为，在全球性金融危机对经济的影响还远未结束的当下，上市前创业资本对尚处于成长中的创业企业的投资和引导作用到底如何？在中国国有资本和间接融资占据主导地位的背景下，鼓励民营创业资本进入资本市场，对启动民间投资的重要性在哪里？此时房教授主编的这本书恰逢其时地回答了这些问题：本书从创业机会捕捉、创业企业的不同发展阶段特征、创业企业估值、投资创业企业方法、法人治理方式选择、创业资本如何退出等方面描述了创业资本活动的全过程，全面展示了创业资本在各个环节上的运作技巧。更难能可贵的是在如此短的时间内，本书系统、全面地介绍了全球创业板市场在定位、审核、上市、交易、信息披露、保荐制度和退市机制等实务操作方面的全部内容。

在我看来，本书对创业企业和创业板的研究独具特色：

第一，理论与实践性兼具。本书各章先从金融理论介入，然后对具体操作方法与过程进行描述，最后还编写了专门案例，这样不但能够提高读者理论水平，还能提高其实务操作能力。

第二，中外比较分析的编写方法极大地开阔了读者的视野。尤其是对中外创业资本运作过程的各阶段进行全方位的对比分析，这样的编写方式非常新颖。

第三，在知识经济背景下的创业企业是典型的资本与智力的结合，在人力资本和金融资本结合时企业控制权分配方面总结了世界最新理论研究成果并进行了发展，回答了创业板企业特有的法人治理规律。

第四，准确把握了中国资本市场发展的最新动态，对今后创业板市场改革和创新也具有一定的提示性。

房教授只给我一个晚上的时间作序，在外地出差的我怀疑我一个晚上是否有耐心把书稿读完，但当我开始阅读后发现自己完全爱不释手，通宵达旦读完

了这本书，作为一名工作在投资银行业务第一线的业务人员，本书为投资银行人员在投资银行业务中如何平衡各方股东关系，完善公司治理结构、提高治理水平做出了重要提示。我想本书也能为作为我们的同路人的创业基金投资人在企业不同发展阶段如何对企业进行判断、估值、投资、管理和安排退出提供清晰的思路；为创业企业家在不同创业发展阶段如何适时引入创业资本也具有十分重要的借鉴意义。

温 泉

宏源证券投资银行总部总经理

中国证监会注册保荐代表人（具有律师、注册会计师资格）

目 录

Content

代序 (汤世生)

推荐 (冼国明 曾勇)

推荐序 (温泉)

第1章 风险投资与私人权益

资本市场介绍 1

1.1 风险投资的概念与内涵 1

1.2 创业金融学与公司金融学的
五点不同 3

1.3 私人权益资本市场 5

本章小结 6

专栏 1-1 另类投资简介 6

模块一 创业机会与创业企业

第2章 机会识别与开发 12

2.1 创业机会：概念与分类 12

2.1.1 创业机会的概念 12

2.1.2 机会的来源 13

2.1.3 机会分类 14

2.2 创业机会的识别 15

2.2.1 创业机会识别
过程 15

2.2.2 创业机会识别之影响
因素 15

2.3 创业机会评价与开发 16

2.4 商业模式 18

2.4.1 商业模式的概念与

基本特征 18

2.4.2 商业模式与企业

战略 20

本章小结 20

专栏 2-1 商业模式与企业战略的

互动：大连泰德煤网商

业模式案例分析 21

第3章 创业企业 29

3.1 团队生产与代理关系结合体

假说 29

3.1.1 创业企业家的

投入 29

3.1.2 风险投资家的

投入 30

3.1.3 团队生产和代理关系

结合体 30

3.2 基于知识的企业理论与创业

企业 31

3.3 创业企业发展阶段及特点 ... 33

3.3.1 创业企业的定义 33

3.3.2 创业企业的发展

阶段 34

本章小结 35

专栏 3-1 商业计划书的重要性：

兼谈如何写好商业计

划书 35

模块二 估价创业企业

第4章 调整现值法与风险

资本法	42
4.1 DCF 模型与调整现值法	42
4.1.1 创业企业的估值与成熟 企业有何不同	42
4.1.2 DCF 模型	43
4.1.3 为何是 APV 而不是 WACC	43
4.2 APV 法估价创业企业	44
4.3 风险投资法估价创业 企业	46
本章小结	49
专栏 4-1 APV 法估值案例	49

第5章 实物（战略）期权

5.1 实物期权与金融期权参数 对照	52
5.1.1 期权的定义	52
5.1.2 金融期权与实物 期权	52
5.1.3 实物期权与金融期权的 参数对照	53
5.2 实物增长期权和实物交换 期权	54
5.2.1 实物增长期权	54
5.2.2 实物交换（转换） 期权	55
5.3 风险中性定价与隐含 波动率	55
5.3.1 风险中性定价原理	55
5.3.2 隐含波动率	56
5.4 战略期权	57

5.4.1 延迟期权	58
5.4.2 分阶段投资期权	58
5.4.3 放弃期权	59
本章小结	60
专栏 5-1 放弃期权的价值	60
专栏 5-2 二项式模型估算实物 期权价值	61

第6章 实物期权估价

6.1 单一企业范式增长机会的 估价模型	63
6.2 复合实物期权估价模型	65
6.2.1 生产决定的增长期权 评估	65
6.2.2 营销决定的交换期权 评估	66
6.2.3 复合实物期权价值	67
6.2.4 比较静态分析	67
6.3 拓展的 DCF 模型	68
6.4 实物期权应用误区与难点	70
6.4.1 实物期权方法之几个 认识误区	70
6.4.2 实物期权方法在风险投 资领域应用之困难	71
本章小结	71
专栏 6-1 “精确的错误”与“上帝 在发疯”	71

模块三 动态资本结构和 状态依存治理

第7章 不对称信息和动态资本 结构

7.1 信息揭示与动态博弈	74
---------------------	----

7.2 分阶段投资与动态资本结构	76	9.4 产业组织范式资本结构理论	123
7.2.1 分阶段投资	76	本章小结	125
7.2.2 动态资本结构	78	专栏 9-1 风险资本与公司治理：基于 33 个国家(地区)实证研究	125
7.3 法律作为控制变量之创业者持股比例	80	专栏 9-2 委托代理与创业企业估价	127
7.4 面对风险之契约选择	82	专栏 9-3 融资策略与产品市场行为	129
本章小结	87		
专栏 7-1 风险融资的资本结构：寻找最优投资工具	88		
专栏 7-2 深究反稀释条款	92		
第 8 章 控制权配置与状态依存治理：创新企业预期估值之风险规避	98	模块四 流动性事件与退出机制	
8.1 基于知识的企业理论视角下之控制权配置	98	第 10 章 流动性与流动性事件	132
8.2 不完全契约理论视角下控制权配置	101	10.1 流动性的六种内涵	132
8.3 学习模型与创业企业 CEO 更替	103	10.2 宏观流动性与创业企业估价：美国实证研究	134
8.4 对赌协议：兼谈创新企业预期估值之风险规避	106	10.3 风险投资的最佳退出路径：基于欧美的实证研究	138
本章小结	109	本章小结	141
专栏 8-1 投资协议条款清单之雇佣协议	110	专栏 10-1 风险资本的六种退出方式	142
专栏 8-2 报酬机制设计：以有限合伙为例	113	专栏 10-2 好耶网的成功退出之道：IPO 并非最优选择	146
第 9 章 产业组织视角	117	第 11 章 退出机制与交易结构设计	149
9.1 产业组织视角下战略性构建创业企业组合	118	11.1 红筹模式	149
9.2 产业组织视角下风险投资机构：辛迪加	120	11.1.1 “红筹”、“大红筹”与“小红筹”	149
9.3 产业组织视角创业企业组合构建策略：中国大陆的实证	121	11.1.2 外资 VC 在中国的运作模式	150
		11.1.3 外资 VC 机构选择“离岸”运作的原因	151

11.2 跨境换股	152	本章小结	177
11.2.1 特殊目的公司与返程 投资	153	专栏 12-1 风险资本在 IPO 中的 效应：基于美国的实 证研究	177
11.2.2 跨境换股的概念	153	专栏 12-2 IPO 抑价之原因：多方 博弈的缩影	180
11.2.3 跨境换股与买壳上市 和造壳上市	153		
11.3 “盛大模式”与“境外期权 模式”	155		
11.3.1 如何合法规避政府 对外资收购战略性 行业企业的管制： 盛大模式	155		
11.3.2 如何合法规避政府 对个人控股海外壳 公司的管制：境外 期权模式	156		
本章小结	158		
专栏 11-1 “蒙牛股份”的交易 结构	158		
第 12 章 创业企业首次公开发行 估值与表现	165	模块五 风险资本专题	
12.1 IPO 简介	165	第 13 章 风险投资机构	186
12.1.1 为什么要 IPO	165	13.1 VC 组织形态与治理	186
12.1.2 发行与上市过程中的 几个重要概念	166	13.1.1 有限合伙型	186
12.2 IPO 估价与上市时机的 选择	167	13.1.2 公司型	187
12.2.1 IPO 估价	167	13.1.3 天使型	187
12.2.2 上市时机选择的 重要性	168	13.1.4 公司信托型	188
12.2.3 上市时机选择的 影响因素	168	13.2 积极而专业之金融中介： 人力资本专业化	188
12.3 VC 与 PE 支持的公司 IPO 表现：中国大陆实证研究	169	13.3 独立 VC 之创业企业组合 规模研究	190
		13.3.1 中国大陆实证 研究	190
		13.3.2 加拿大实证研究	191
		13.4 VC 之收益衡量：内部收益 率 (IRR)	194
		13.4.1 内部收益率的定义与 特点	194
		13.4.2 内部收益率的 缺陷	195
		本章小结	196
		专栏 13-1 外国 VC 投资中国的 六种模式	196
		专栏 13-2 中国风险投资基金与 证券投资基金之特征 区别	198

第 14 章 风险资本与创新	200
14.1 公司风险投资 (CVC)	200
14.1.1 CVC 的五个目的	200
14.1.2 内部市场驱动 创新	202
14.1.3 寻租与无效投资	203
14.2 风险资本与技术创新	204
14.2.1 风险资本对技术创新 的影响	204
14.2.2 风险投资对技术创新 的促进	204
本章小结	205
专栏 14-1 网络泡沫时代“估价 理论”与行为金融; 兼谈 DCF 模型之基准 作用	206
专栏 14-2 巴西的 PE/VC 经验	207
专栏 14-3 从境外风险投资新发 展看中国风险投资之 抉择	210

模块六 创 业 板

第 15 章 创业板市场的设立

与定位	217
15.1 创业板市场的概念与内涵	217
15.2 中外主要创业板市场的设立 方式与模式比较	217
15.3 中外主要创业板市场定位 比较	220
本章小结	221
专栏 15-1 如何理解与把握“五新 三高”	221

第 16 章 创业板市场发行上市

制度	227
16.1 创业板市场发行上市的审核 制度的概念与内涵	227
16.2 中外主要创业板市场发行 上市的审核制度比较	228
16.3 中外主要创业板市场发行 上市的审核程序比较	230
16.4 创业板市场发行上市条件	231
16.4.1 中外主要创业板市场 发行上市的定量标准 比较	231
16.4.2 中外主要创业板市场 发行上市的定性标准 比较	238
本章小结	242
专栏 16-1 发行上市审核制度中外 比较之启示	242
专栏 16-2 中小企业发行审核要点 及案例分析	244

第 17 章 创业板市场交易

制度	250
17.1 中外主要创业板市场价格 形成机制比较	250
17.2 中外主要创业板市场交易 委托方式比较	253
17.3 中外主要创业板市场委托 匹配原则比较	255
17.4 中外主要创业板市场的市场 稳定措施比较	255
本章小结	256
专栏 17-1 创业板市场交易制度 中外比较之启示	256
专栏 17-2 合伙企业法修改与风险 投资的法律实务	257

第 18 章 创业板市场信息披露

制度	262
18.1 创业板市场信息披露类别	262
18.2 中外主要创业板信息披露 管理体制比较	263
18.3 中外主要创业板信息披露 内容比较	265
本章小结	267
专栏 18-1 信息披露制度中外比较 之启示	267
专栏 18-2 风险投资基金的非法募 资问题探讨	268

第 19 章 法人治理之特殊性与**保荐人职责**

19.1 创业板市场独立董事 制度	273
19.1.1 中外主要创业板上市 企业之独立董事制度 比较分析	273
19.1.2 关于独立董事制度: 中国主板经验教训	275
19.2 创业板市场保荐人制度	276
19.2.1 保荐人制度之概念 与内涵	276
19.2.2 中外主要创业板保荐 人制度模式比较	277

19.2.3 中外主要创业板保荐

人职责要求比较 ... 279

本章小结

专栏 19-1 独立董事制度中外比较
之启示专栏 19-2 保荐人职责中外比较之
启示专栏 19-3 有限合伙制风险投资机
构证券开户探讨**第 20 章 创业板市场退市****制度**

20.1 中外主要创业板市场退市 标准比较	286
20.2 中外主要创业板市场退市程序: 以美国与中国香港为例	290
20.3 创业板市场退市渠道分析: 以美国 NASDAQ 市场为例	294
本章小结	296
专栏 20-1 退市制度中外比较之 启示	297
专栏 20-2 《首次公开发行股票 并在创业板上市管 理暂行办法》条款 解读	298

代后记

参考文献

风险投资与私人权益资本市场介绍^①

本章导读

本章，我们首先总结了国内外有关风险投资的九种常见定义，在总结这九种定义的基础之上，给出本书我们要研究的风险投资的定义。然后，从五个方面比较了创业金融学与公司金融学的不同。最后，我们介绍了私人权益资本市场的概念，对广义私人权益与狭义私人权益做了辨析，并对过桥融资、并购基金以及夹层资本做了介绍。在本章专栏 1-1 “另类投资简介”中，我们分别介绍了另类投资的分类、原因以及另类投资面临的主要风险，并介绍了 12 种主要的另类投资策略。

1.1 风险投资的概念与内涵

从世界范围来看，风险投资已经有半个多世纪的发展史，但迄今为止，学术界对这一概念并无统一的阐述，下面，我们列出常见的风险投资的九种定义，以及本书中我们对风险投资的界定。常见的对风险投资的定义如下：

(1) 全美风险投资协会（NVCA）。风险投资是由专业投资者投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种股权性资本。

(2) 英国风险投资协会（British Venture Capital Association, BVCA）。该协会并没有公布风险投资的正式定义，但规定其成员为“积极活跃地管理资金，用于对英国未上市公司进行长期股权投资的机构”。

(3) 欧洲投资银行。风险投资是为形成和建立专门从事某种新思想或新技术生产的小型公司而进行的以股份形式承诺的投资。

(4) 经济合作与发展组织（OECD）。该组织有过三种不同的表述：风险投资是投资于以高科技和知识为基础，生产与经营技术密集型的创新产品或服务的投资；风险投资是专门购买在新思想和新技术方面独具特色的中小企业的股份，并促进这些中小企业形成和创立的投资；风险投资是一种向极具发展潜力的新建企业或中小企业提供股权资本的投资行为。

(5) 美国《企业管理百科全书》。对不能从股票市场、银行或与银行相似的传统融资渠道获得资本的工商企业的投资行为。

① 本章执笔人：孙明。

(6) 王松奇。风险投资的显著特点在于其是一种有别于一般性产业投资的财务投资,或者更准确地说,是一种“与创业相联系的资本经营过程”。风险投资并不是直接通过经营产品来获取产业利润,而是通过经营整个企业来获取资本增值收益,因此,风险投资者必须立足于从“创建企业”的整体角度来审视投资对象,而不能仅仅局限于“技术”这一个方面。由于除了基于技术创新而创建企业之外,基于工艺创新,或是市场营销模式创新,或是企业组织管理制度创新,同样有可能创建出伟大企业,所以,风险投资并不必然与高技术相联系。相反,一些科技项目,虽然技术含量高,但如果不能创造出现实的社会需求,它就不具有创业价值,因而自然不具有风险投资价值。

(7) 成思危。风险投资是指把资金投向蕴藏着较大失败危险的高新技术开发领域,以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为。

(8) 万志勇。风险投资是指投资于创业企业,并通过资本经营服务、培育和辅导创业企业成长,以期分享其高成长带来的长期资本增值。它包含三层含义:投资对象是创业企业,以区别于对非创业企业的投资;不仅提供资本金支持,而且提供特有的资本经营等增值服务,以区别于单纯的投资行为;在企业完成创业使命后即退出投资,以实现自身的资本增值,进行新一轮的创业投资,以区别于那种长期持有所投资企业股权,以获取股息红利为主要收益来源的普通资本形态。

(9) 匡晓明。风险投资是由确定多数或不确定多数投资者以集合投资方式设立基金,委托专业性的风险投资管理机构管理和运用基金资产,主要对未上市创业企业提供权益性资本,并通过资本经营服务直接参与企业创业过程,以其获取企业创业成功后的高资本增值的一种特定类型的投资。

参考上述九种定义,从VC的金融本质视角,我们给出独立VC的定义。本书中,独立风险投资企业(VC、风险投资基金、风险投资机构、风险投资公司),我们的描述性定义如下:

基于中长期的私募基金来源(政府专项资金、养老金、机构、富人等),资金采用封闭或半封闭方式,对形成期和成长期产业中之企业进行直接投资和组合投资,同时获得对该企业某种控制权并在一定时间内退出投资,其收入来源于股权溢价、股权现金流和增值管理服务,盈利来自于管理投资组合之佣金和超额收益的提成,一般采用有限合伙制,也可采用普通公司制,从事狭义投资银行^①的价值链前端业务,同时也为资产(投资)管理机构的一类,属信托本质的金融(资产)投资业务,因其私募基金来源性质,金融管理部门一般不予监管。

独立VC同基于战略考虑的大型企业内设创业机构(如大型企业内设的非独立核算创投部门)、投资成熟产业的直接投资机构(如基础设施和房地产直接投资基金)有本质的区别:独立VC以市场为导向并推测未来经济社会趋势,从而促进一类或几类产业在某个地区内形成和成长,后两者基于战略性、垄断性势力运作的考虑或基于稳定现金流之考量。独立VC也与业务相关企业之间或一个企业集团内部的战略性投资有本质的区别:后两者基于供应链控制和

① 狭义投资银行,即金融业界所谓的“卖方金融业务”,广义投资银行还包括资产(投资)管理机构即“买方金融业务”,广义投资银行与广义资产(投资)管理机构是等价概念,同时有点“全能银行”概念,具体参见:房四海,《广义投资学与宏观金融研究》,人民出版社,2007年1月。