

金融学前沿课题研究文库

风险投资运行机制与模式

FENGXIAN TOUZI YUNXING JIZHI YU MOSHI


张元萍
著

 中国金融出版社

金融学前沿课题研究文库

风险投资运行机制与模式

张元萍 著

 中国金融出版社

责任编辑:邓瑞锁

责任校对:刘明

责任印制:丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

风险投资运行机制与模式/张元萍著.—北京:中国金融出版社,
2003.6

(金融学前沿课题研究文库)

ISBN 7-5049-3003-2

I. 风…

II. 张…

III. 风险投资—研究

IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 010842 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66024766 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 墨海印刷厂

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 10.25

字数 305 千

版次 2003 年 7 月第 1 版

印次 2003 年 7 月第 1 次印刷

印数 1-2090

定价 28.80 元

如出现印装错误本社负责调换

总 序

20 世纪的金融发生了有史以来最为深刻的变化，这些变化有力地推动着历史的进步和社会的发展。西方现代金融理论以 1952 年马柯维茨投资组合理论为起点，越来越多地从微观层面研究金融领域的问题，运用数学方法，借助现代信息技术，建立模型，侧重于定量分析，并且凭借科学的论证而日益成为微观金融企业行为与决策的重要依据。公司财务（企业金融）和资本市场（投资学）构成其核心理论基础，金融工程学等为其提供必要的技术手段，研究对象密切贴近金融实践，而且跨越了设计、评估、核算、决策、管理等多个方面，日渐趋向工程化。从此，金融工具定价、金融风险管理技术、金融机构业务设计与决策等开始成为经济学家们研究的重点。而且，在资本流动日益频繁以及金融全球化的背景下，考虑汇率风险的国际金融市场研究以及国际汇率制度研究日益完善。当然，发展中国家的金融发展问题、金融市场运行以及资本市场的有序开放等问题也很重要，近年来对金融体系稳定性、监管模式等的研究也有所加强，但并没有影响到微观金融理论的主流地位。

改革开放以来，我国金融发展很快，带来了我国金融科学研究的空前繁荣，新人辈出。天津财经学院金融学科是天津市十大重点学科之一。近几年来，天津财经学院涌现出一批很有才华、著作颇丰的中青年学者。他们在金融理论的研究、金融改革的探索和教学改革的创新方面，都取得了突出成就。现应邀为此套《文库》作序非常高兴。

本套文库选题至少已达到了以下三种标准之一。第一，在紧密结合中国金融改革理论与实践的基础上，引进国际金融界最新理论研究和当前最新的金融业务，包括最新金融工具、金融产品、经营理念和

技术手段，从而填补国内空白；第二，在前人研究的基础上，第一次对某个专题进行系统整理，得出令人信服的结论，给人以启示；第三，对中国金融改革提出深层次的思考，有所创新，对实践活动有较大借鉴意义。

加入世界贸易组织后中国金融在经济全球化背景下的发展，确实给我们提出了许多亟待深入研究的重大课题，迫切需要进行经济金融理论和实践上的积极探索。我认为在全球化的浪潮中，只要中国金融界立足中国实际情况，充分借鉴国际经验，深入研究和解决经济全球化进程中的一系列重大问题，发挥优势，推进改革，中国金融就必然会为中国经济的发展作出重大贡献。我非常希望能有更多的中青年学者积极投身到此项研究中来，为金融理论发展、为中国金融改革作出有益的探索和积极的贡献。

戴园晨

2001年6月1日
于北京拾砾斋

出版说明

《金融学前沿课题研究文库》经过了两年认真的筹备，今天终得以付梓。为了编好这套丛书，我们先后邀请了我国金融领域里的多位专家学者，就有关问题进行了数次深入的探讨与交流。为了使更多的读者接受这套丛书，我们力争使《文库》具有专业性强、理论性高，同时又具有较强的可读性，从《文库》的选题到每一册书的内容、从封面设计到行文风格，从理论性到可读性都进行了精心的策划与设计，力争做到追求新思想、新观点、新内容，用深入浅出的语言将晦涩难懂的金融问题变成清新生动的讲述和严谨的数理推导，希望更多的读者能从这套丛书有所受益。《文库》作者大多具有博士学位，又多是在金融研究领域颇有建树的青年专家学者。他们大都长期在天津财经学院从事教学和理论研究工作，并有过出国留学经历或作为访问学者与国际金融学界进行过学术交流，对金融学科各领域的前沿问题具有很深的研究。他们以自己丰富的经验、扎实的理论基础和严谨的治学态度，提出了许多新思想、新观点，为《文库》增添了光彩。

《金融机构的风险管理技术》：金融风险是金融工程理论方法的核心内容，也是金融机构业务的核心部分。目前对金融风险管理技术的研究在现代金融理论框架下，综合了统计学、计量经济学和实验科学的手段，已经成为一门以数量分析为主的学科。该书深入分析了金融市场理论、市场风险管理技术、利率风险管理技术、信用风险管理技术和商业银行监管与内控的定量研究、无套利定价模型在金融机构风险管理中的应用等课题，各章节包含了大量独创的研究方法、成果及结论，代表了该领域的最新研究成果，对于规避我国金融行业面

临的潜在与现实的风险具有重要的理论和应用价值。

《保险定价：经验估费系统研究》：非寿险精算的理论和应用研究在我国尚处于初始发展阶段，而作为其重要内容的经验估费系统则更是该领域的薄弱环节。该书在国内外有关学术研究成果的基础上，主要研究保险公司如何根据被保险人的索赔经验调整其续期保费，并重点对最优 BMS 系统进行了较为全面系统的研究，提出了一些新的理论模型，进而通过保险公司的实际数据对理论精算模型的应用效果进行了检验，结果表明该研究成果不仅具有扎实的理论基础而且具有良好的实践检验效果，对实际工作具有很强的应用价值。

《风险投资运行机制与模式》：随着现代高新技术的发展，知识经济已成为 21 世纪经济发展的主旋律，而为知识经济提供这种创造性知识的资本形态就是风险投资。该书系统地总结了国内外风险投资的运行现状，分析了其特点，并与我国风险投资进行了对比，设计了风险投资运行机制，并从资源整合效应、配置效应和公司治理融资的角度对风险投资的相关理论问题进行了分析，构建了我国风险投资支持体系的基本框架。该书从金融操作、资本运营的角度论述风险投资的运作机制和实际操作模式，对建立和完善我国风险投资市场具有重要的理论和实际参考意义。

《发展中国家资本项目有序开放研究》：自东南亚金融危机爆发以来，发展中国家的资本开放问题令世人瞩目：一方面资本开放为发展中国家带来了巨大的利益，另一方面其风险也是显而易见的。该书从考察第二次世界大战后资本项目由管制到放松的历史入手，对资本管制的原因、机制及放松管制的背景进行了分析，并重点研究了 20 世纪 90 年代以来资本开放的动因。在此基础上，该书从理论联系实际的角度，结合中国实际状况，分析了发展中国家资本开放后的利益与风险，提出了有序开放的观点及原则。

《金融工程》：世纪之交，国际金融市场发生了根本性的变化，金融资产越来越多，虚拟经济发展超过实体经济，特别是金融创新层出不穷。鉴于中国已加入世界贸易组织，金融市场将逐渐与世界接轨，结合中国国情，该书根据国际金融市场的存在依据和发展规律，从金

融创新的主要源泉——金融衍生工具入手，讨论了其运作现状与特点，进而对其风险与收益状况及价格决定作出了理论分析，并构建了金融市场监管机制的基本模式。该书配有相关模拟动态市场软件，对金融市场参与者从事理性投资和风险防范操作具有现实意义。

《金融创新与虚拟经济》：虚拟经济是全球化、信息化和金融自由化的产物，是资本脱离实体而独立运动的经济。目前，虚拟经济总体规模已经超过了实体经济，为社会经济的发展作出了巨大贡献。该书系统全面地分析了国内外虚拟经济发展现状，深入研究了虚拟经济的内涵、特征、作用及其对实体经济的影响。分析了虚拟经济自身的运行规律，探讨了金融创新与虚拟经济的关系、金融深化与虚拟经济发展的关系，并进而研究了虚拟经济与实体经济关系、虚拟经济与现代信用关系、虚拟经济的经济学分析、虚拟经济发展的合理规模等问题，同时强调指出，虚拟经济的发展必须与实体经济相适应，必须防范与规避虚拟经济给实体经济带来的风险与不确定性。该书对于防范金融风险、促进虚拟经济合理发展，解决中国经济改革中的难点问题具有重要的理论与现实意义。

《文库》的出版主要归功于领导和专家的支持与帮助。感谢我国经济学界著名专家戴园晨先生为本书作序，感谢著名金融专家白钦先教授、何泽荣教授、王继祖教授、刘玉操教授、马君潞教授、常修泽教授、王松奇教授、宋逢明教授和张杰教授对学科发展和学术方面的指导。中国金融出版社邓瑞锁副编审对本《文库》的出版付出了辛勤的劳动，在此我们一并表示感谢。

作为一套研究金融前沿课题的丛书，探索金融领域新观点、新思想、新事物、新信息是其主要任务，这样本书不可避免地会有不成熟的地方，恳请各位同仁和广大读者不吝赐教。

王爱俭于天津财经学院

2002.8.16

目 录

第一章 风险投资概述	(1)
第一节 风险投资的含义及特点	(2)
一、风险投资的含义	(2)
二、风险投资的特点	(3)
第二节 风险投资的构件组合及流程	(6)
一、风险投资的构件组合	(6)
二、风险投资的流程	(8)
第三节 风险投资的相关效应	(12)
一、资源整合效应	(13)
二、资源配置的生产性效应	(16)
三、公司治理和融资模式的互动效应	(17)
第四节 风险投资机制的功能分析	(19)
第二章 风险投资的国际对比	(22)
第一节 美国的风险投资	(23)
一、美国风险投资发展历程及影响因素	(23)
二、美国风险投资的特点	(26)
第二节 欧洲的风险投资	(32)
一、英国风险投资业的发展历程和经验	(34)
二、法国的风险投资	(35)
三、荷兰的风险投资	(38)
第三节 亚洲的风险投资	(42)
一、日本风险投资业发展历程和经验	(42)
二、韩国的风险投资	(44)

三、新加坡的风险投资	(47)
四、印度的风险投资	(48)
第四节 国际风险投资的主要特征	(49)
一、资本来源多样化	(49)
二、风险与收益的全对称	(51)
三、资本、市场、管理和时间的多元组合投入	(55)
四、地理上集中	(56)
第五节 国际风险投资对比分析	(57)
一、资金来源对比分析	(57)
二、投资对象对比分析	(57)
三、风险投资的组织形式	(57)
四、政府作用分析	(58)
五、资本市场的对比分析	(59)
六、风险投资的投资时机选择分析	(60)
七、社会环境对比分析	(61)
八、风险投资运营比较	(61)
第三章 风险投资的投入机制	(62)
第一节 风险投资的资金来源	(62)
一、国外风险投资的资金来源	(62)
二、相对单一的我国风险投资来源	(66)
三、我国各类资金来源存在的问题	(69)
第二节 风险投资的项目筛选	(71)
一、投资项目的产生与筛选	(72)
二、尽职调查与投资决策依据	(77)
三、我国风险资本投资项目选择的战略	(80)
第三节 风险投资中项目评估与决策	(82)
一、项目评估中的专家评审模式	(82)
二、风险企业价值评估模型	(83)
三、高新技术产品开发投资风险评价	(86)
四、风险投资决策规则	(94)

第四节 风险投资的投入策略	(97)
一、风险投资公司分阶段投入策略	(97)
二、风险投资公司组合投资策略	(97)
三、风险投资公司联合群体投资策略	(97)
四、企业家式的融资策略	(98)
第四章 风险投资的运作机制	(100)
第一节 风险投资运行机制的建立与管理	(100)
一、风险投资的运作形式	(100)
二、风险投资的管理模式	(103)
三、风险投资创业基金的设立	(104)
四、风险投资的定价方法	(105)
五、风险投资契约及内涵	(108)
六、风险投资机构的评价指标	(114)
第二节 风险投资的交易机制	(117)
一、金融工具设计	(118)
二、股权安排与交易定价	(124)
第三节 风险投资的组织结构设计	(126)
一、风险企业人事制度分析	(126)
二、风险企业组织制度分析	(127)
三、风险企业文化分析	(129)
第五章 风险投资退出机制	(132)
第一节 风险投资退出机制的相关机理	(132)
一、风险投资寻求退出的原因	(132)
二、风险投资退出机制的作用	(133)
第二节 风险投资的退出渠道	(135)
一、公开上市	(135)
二、技术产权交易市场	(139)
三、买壳上市	(142)
四、收购与兼并	(143)
五、其他退出方式	(150)

六、几种常见的退出方式的比较·····	(154)
第三节 我国风险投资退出机制的主体——创业板市场 ·····	(155)
一、我国设立创业板市场的必要性分析·····	(155)
二、境外创业板市场的成功经验与失败教训·····	(159)
三、我国设立创业板市场基本构想·····	(179)
第六章 风险投资的监控与激励机制 ·····	(186)
第一节 投资方对风险投资家的制约机制 ·····	(186)
一、风险投资家在风险投资中的重要作用·····	(187)
二、对风险投资家和风险企业家的筛选·····	(187)
三、在合同中规定的约束性条款·····	(192)
第二节 风险投资家对风险企业的监控机制 ·····	(192)
一、风险投资中的管理监控·····	(193)
二、影响管理参与程度的因素·····	(195)
三、风险投资家对企业的监控模式·····	(197)
第三节 风险控制的方法 ·····	(200)
第四节 风险投资的人力资源管理与激励机制 ·····	(201)
一、人力资源管理是风险投资管理的核心内容·····	(202)
二、人力资源管理的方法·····	(204)
三、风险投资公司人力资源管理的几个问题·····	(208)
第七章 风险投资的获取方式与操作策略 ·····	(211)
第一节 获取风险投资的程序 ·····	(211)
一、初步的意向目标·····	(211)
二、准备文件·····	(213)
三、会谈·····	(214)
四、价格谈判·····	(214)
五、签署文件·····	(216)
六、应当注意的事项·····	(216)
第二节 商业计划书的内容和格式 ·····	(218)
一、商业计划书的内容与编写准则·····	(218)
二、商业计划书的意义·····	(219)

三、商业计划书的格式·····	(223)
第三节 访谈的准备工作·····	(227)
一、小心应付风险投资家的提问·····	(227)
二、预先提醒风险企业的关系人·····	(230)
三、对风险投资家进行审查·····	(233)
第四节 风险投资的操作策略·····	(234)
一、风险投资决策的原则·····	(234)
二、风险投资决策方法·····	(235)
三、企业选择风险基金的因素·····	(236)
四、分段投资和分段融资·····	(238)
第八章 风险投资支撑系统·····	(241)
第一节 政府调控系统·····	(242)
一、风险投资中政府作用的最优设计·····	(243)
二、我国政府在促进风险投资中的作用·····	(244)
第二节 法律支撑体系·····	(252)
一、风险投资基本法·····	(252)
二、增加风险投资有效供给的法律·····	(254)
三、促进风险投资有效需求的法律·····	(256)
四、提高风险投资运行效率的法律·····	(258)
第三节 技术创新支撑系统·····	(260)
一、风险企业技术创新机制·····	(260)
二、风险企业技术创新的特点·····	(261)
三、风险企业技术创新存在的主要问题·····	(262)
四、风险企业技术创新对策·····	(263)
第四节 风险投资中介服务机构支撑体系·····	(265)
一、国家创新系统与中介服务机构的相关机理·····	(265)
二、我国中介服务机构的误区和错位·····	(266)
三、中介服务机构的功能和动力·····	(266)
四、中介服务机构的运行机制·····	(267)
五、我国中介服务机构的重组与集约化建设·····	(269)

第九章 我国风险投资现状及发展前景	(271)
第一节 我国风险投资公司的现行模式	(271)
一、我国风险投资公司的特点.....	(272)
二、我国风险投资机构的类型.....	(273)
第二节 我国风险投资的认识误区及主要问题	(292)
一、认识误区.....	(292)
二、主要问题.....	(293)
第三节 我国发展风险投资体系的构筑	(296)
一、适合我国国情的风险资本组织形式的选择.....	(297)
二、多层次资本市场体系的构筑.....	(299)
三、培育风险投资发展的软环境.....	(307)
参考文献	(312)

第一章 风险投资概述

风险投资亦称风险资本，是指将风险资本投入到那些具有很大潜能和广阔市场前景的企业或机构，并承担巨大风险的活动。风险投资以承担风险为前提，以获得最大的资本增殖为目的。它的目的不是对被投资企业股份的占有和控制，而是在投入的资本获得理想的增殖后转让其产权并撤出该企业，进行其他的投资。

风险投资不同于一般的投资，银行信贷投资力图回避风险，而风险投资则努力驾驭风险，主要特点是智力与资金紧密结合。风险投资的主要对象是高新技术产业，因为它承担着投资项目的技术开发与市场开拓的风险，通过严格的项目选择、评审和参与对该项目的管理以尽可能地减少风险性。同时以投资组合的高额效益来保证资金的回收，即以某些项目的高额回报补偿另一些项目的风险亏损，从而维持收支平衡，并在此基础上再逐步发展。为了把风险降低至最小，风险投资不仅仅是把资本给企业，还要参与企业战略决策的制定、技术的评估、市场的分析及投资回报的估算，真正达到与投资企业有福共享，有难同担。

现代经济社会中风险投资是科学技术成果尤其是高科技成果的商业化开发和实现产业化的一种新的投资机制。高科技研究开发及其商品化、产业化是一项高投入、高风险、高效益的事业，失败率较高，但一旦投资开发成功，就可能获得几倍、几十倍甚至几百倍的回报。传统的投资开发方式适应不了高科技成果商品化、产业化的特点，风险投资便成为科技与金融结合的一种新的有效形式。

第一节 风险投资的含义及特点

一、风险投资的含义

根据全美风险投资协会的定义，风险投资是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。因为风险投资大多投向新创业的高科技中小企业，所以又被称为创业投资。风险投资实质上是利用现代知识和信息改造传统投资的行为，是把投资行为和科技转化行为有机结合在一起的知识产业，是有关信息知识和理念的载体，是知识经济的主要推动器。传统的、严格意义上的风险投资是一种企业发展早期阶段的投资，投资对象只限于创新项目或创新企业，尤其是高科技企业。本书如无特别说明，也主要指这种风险投资，除了专业化管理的风险投资基金外，它还包括天使投资（Angels Investment）和布罗波投资（Bootstrap Investment）。

“天使”指既富有雄厚的资金实力，又富有管理经验的个人。他们看准了投资机会后，就用自己的钱加上自己的管理经验，参与企业的整个从小到大的成长过程，是最早的和最有典型特征的风险投资家。

“布罗波投资”是指那些在企业最初发展阶段，主要来自企业家本人和亲朋好友的个人投资。这时企业可能只有一个想法、一个概念，没有设备、没有资金、没有管理经验。这种投资或以私有直接投资的形式，或以放弃工资的形式实现，后者也叫“血汗资本”。相对来讲，“布罗波投资”更直接，困难更多，风险更大，一旦成功，所获利润也最高。

早期风险投资的高回报，带来了风险投资业的空前繁荣，吸引了一大批风险投资者和大量的资金。资金供给的增加，必然导致日趋激烈的竞争，而竞争的结果是纯经济利润的下降，风险投资不得不走出传统的风险投资范围，并转向企业的中期和晚期投资，如风险租赁、麦则恩投资、风险杠杆购并和风险兼并、风险联合投资等。

风险租赁是一种以风险企业（Venture-backed Company 即风险投资所资助过的公司）为对象的融资租赁形式，旨在解决新兴企业对资产的长期需求。风险租赁与一般租赁的区别在于：风险租赁的资金来源是风险投资资本；出租方大多是风险投资公司；承租方往往是高科技新兴企业；由于风险高，风险租赁的租金也高于一般融资租赁。随着其业务的发展，还出现了一种新型的标的为无形资产（以知识产权为主）的风险租赁。

麦则恩投资（Mezzanine Financing Investment）又叫半层楼投资，是一种中期风险投资。投资目标一般已进入发展扩大阶段，它们需要资金来增加人员、扩展生产，此时，可能还没有盈利，这种风险投资的风险介于传统银行贷款和纯风险投资之间。

杠杆购并就是收购方主要通过借债来获得目标公司的产生，即借助财务杠杆作用完成购并活动。其中债务资金来源于风险资本、运用于风险企业的杠杆购并称为风险杠杆购并。风险兼并是指风险投资所资助的兼并活动。风险杠杆购并和风险兼并风险较小，投资回报率也较低，但它参与扩大了风险投资的业务范围，给风险投资业务以更广阔的天地。

风险联合投资（Venture Syndication Investment）即辛迪加投资，是指多家风险投资公司为早期潜在投资机会而进行的合作，既避免了过度竞争，又降低了投资风险。

二、风险投资的特点

（一）风险投资是没有担保的投资

风险投资是以创意（Idea）为基础，而不是以总资产（Asset）为基础。换句话说，风险投资的基础不是货币，而是对未来的判断。风险投资就是经营想法，通过经营知识和信息引导资金流向，向未来要财富。美国风险投资家一般着重从“市场吸引力、产品新颖性、管理能力、环境阻碍和企业家能力”5个方面评估，尤其考核创业者是否具有管理水平和创业精神，考核的是高科技的未来市场。