

风险 投资

刘少波 主编

广东经济出版社

VENTURE INVESTMENT
风靡全球的新兴投资方式

- ▶ 风险投资创造了微软、网景、苹果、雅虎等一大批商业“神话”。
- ▶ 撒切尔夫人认为，英国落后于美国的不是高新技术，而是风险投资。
- ▶ 风险投资不仅能启动我国的知识经济，提高民族创新能力，而且可以改变产业结构，因而是振兴中华的必由之路。



风险 投资

VENTURE INVESTMENT
风靡全球的新兴投资方式

刘少波 主编
广东经济出版社



图书在版编目 (CIP) 数据

风险投资/刘少波主编. —广州: 广东经济出版社,
1999.9

ISBN 7-80632-573-5

I. 风… II. 刘… III. 风险投资 - 基本知识
IV. R830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 49159 号

出版 发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 5 楼)
经销	广东省新华书店
印刷	番禺市新华印刷有限公司 (番禺市市桥镇环城西路工农大街 45 号)
开本	850 毫米 × 1168 毫米 1/32
印张	10.5 1 插页
字数	245 000 字
版次	1999 年 9 月第 1 版
印次	1999 年 9 月第 1 次
印数	1 ~ 5 000 册
书号	ISBN 7-80632-573-5 / F · 260
定价	16.80 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

读者热线: 发行部 [020] 83794694 83790316

• 版权所有 翻印必究 •

编写说明

发达国家的经验表明，高新技术及其产业化发展是推动经济增长的重要力量，也是体现一个国家的民族经济创新能力的重要因素，而高新技术产业的发展离不开风险投资。在我国，风险投资还处于起步阶段，由于缺乏风险投资体系，我国高新技术的产业化发展及民族经济的创新能力受到严重的制约。尽管从根本上说解决这些问题并不完全取决于风险投资，但构建一个好的风险投资体系是必要条件之一。从这个意义上说，我国迫切需要风险投资。随着我国风险投资事业的发展，客观上需要这方面的读物，以供广大正在从事或有可能从事风险投资事业或对此有兴趣的人士参考。

本书是由主编承担的广东省自然科学基金课题“广东高新技术产业发展的金融支持体系”中的一个基础性子课题。本书力求全面系统地介绍和分析风险投资体系，并探讨我国风险投资的发展。为此，本书参考了大量国内外文献资料，在此一并表示感谢。

本书由刘少波提出写作构思并拟出全书大纲。各章的撰写者是刘少波（第一章）、刘涛（第二章）、周公策（第三、第五章）、卫海英（第四章）、张方方（第六、第十、第十一章）、钟飞宇（第七章）、王春艳（第八章）、廖志斌（第九章），最后由刘少波修改总纂定稿。

由于资料的局限及写作的匆忙，再加上作者水平所限，本

书的不足与缺陷在所难免，恳请读者批评指正。

最后，衷心感谢广东经济出版社有关人员，他们为本书的出版付出了辛勤劳动。

编 者
1999 年 9 月

目 录

✓ 第一章	纵览风险投资	(1)
	一、把握风险投资的内涵	(3)
	二、高风险与高收益相伴而行	(6)
	三、风险投资体系中的主角	(12)
	四、风险投资的运作流程	(22)
	五、风险投资的特色	(28)
第二章	来龙去脉	(35)
	一、追本溯源	(37)
	二、开山鼻祖	(38)
	三、几度沉浮	(43)
	四、渐入佳境	(53)
	五、争相仿效	(58)
第三章	丰功伟绩	(65)
	一、社会经济发展的助推器	(67)
	二、总体的高回报与“创业神话”	(77)
第四章	风险投资在中国	(91)
	一、正当其时	(93)
	二、意义深远	(97)

三、约束与障碍·····	(106)
四、中国风险企业“明星”·····	(112)

第五章 未来构想····· (121)

一、风险企业的催育·····	(123)
二、拓展风险资本来源·····	(128)
三、组建风险投资机构·····	(135)
四、风险投资中介机构的成立·····	(145)
五、构建退出渠道·····	(147)
六、政府的扶持·····	(161)

第六章 风险资本从何而来····· (167)

一、养老基金·····	(171)
二、公司资金·····	(174)
三、个人/家庭·····	(176)
四、金融机构·····	(178)
五、国家资本·····	(179)
六、外国资本·····	(184)
七、风险投资者的投资动因·····	(186)

第七章 风险投资机构····· (191)

一、风险投资机构在体系中的作用·····	(192)
二、风险投资机构的类型·····	(194)
三、风险投资机构如何筹措资金·····	(199)
四、我国的风险投资机构·····	(201)
五、风险投资机构的国际合作模式·····	(207)

第八章	各投资阶段的运作要点	(209)
一、种子期		(213)
二、初创期		(217)
三、成长期		(224)
四、风险投资的进入方式及原因分析		(229)
第九章	如何获取风险资本	(237)
一、风险投资的运作程序		(239)
二、摘要——获取信任的第一步		(244)
三、怎样写好投资建议书		(248)
四、如何应付风险投资家的调查		(268)
第十章	风险投资的科学组合	(271)
一、风险投资的时机组合		(274)
二、风险投资的项目组合		(281)
三、风险投资的行为组合		(293)
四、风险投资的主体组合		(298)
第十一章	风险资本的退出	(305)
一、风险资本退出的四大途径		(308)
二、风险资本退出的条件		(317)
主要参考文献		(327)

第一章

纵览风险投资

筹集各类机构和个人的资本，投入具有高度不确定性的中小型高新技术企业，以一定方式参与企业管理，并最终通过出售股份获取高额收益，这就叫“风险投资”。风险投资与知识经济密不可分。

大约在 53 年前，一个名叫多瑞尔特（Georges Doriot）的美国哈佛大学教授，在波士顿创办了一家名为“美国研究与发展公司”的企业，这被认为是世界上最早的风险投资机构，由此拉开了现代风险投资业的序幕。从那时以来，美国的风险投资业虽然几经曲折，几度沉浮，但发展到今天，几乎没有人会否认风险投资对美国高新技术产业发展的巨大推动作用，甚至可以这样说，没有风险投资，美国的高新技术产业就不可能发展得如此迅速和良好，并一直领导着世界潮流。迄今为止，美国那些傲视环球的高新技术企业，几乎都是在风险投资的支持下发展起来的。然而，在我国直到今天，类似 WPS 和求伯君的例子仍是屡见不鲜。在中国，凡使用计算机的人都应该知道 WPS 以及求伯君这个人。十几年来，求伯君致力于民族计算机软件业的创建，为了防止进口字处理软件在中国形成垄断，求伯君决心开发出国产的字处理软件 WPS 97，但他却始终没能从传统的融资渠道中得到 400 多万元的开发经费，最后只得卖掉了自己的别墅。于是，不断有人感叹：假如中国也有风险投资体系，恐怕就不至于会如此。然而，感叹归感叹，现实就是现实，当知识经济的浪潮扑面而来，我国的风险投资还只是处于起步阶段，风险投资体系远未形成，甚至对风险投资体系有较为系统和全面了解的人也不是太多。

一、把握风险投资的内涵

风险投资（Venture Capital）是一个舶来概念，也有译为“风险资本”或“创业投资”、“创业资本”者，甚至有一种观点认为，只有译为“创业投资”才能真正揭示出“Venture

Capital”的本质内涵及其特征^①。我们认为这种观点也有一定道理，但本书不准备就这一概念的译法和表述展开讨论，而是着重从内涵上去把握。就内涵而言，国内对这一概念不论采用何种称谓，都没有大的差异。正因为如此，本书采用了目前比较普遍的称谓，即风险投资或风险资本^②。

从世界范围来看，风险投资实践已有半个世纪的历史。但迄今为止，国内外对这一概念并无一个统一的阐释。国际上几个权威机构的定义分别是：美国风险投资协会（NVCA）认为风险资本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。欧洲投资银行认为风险资本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持有一定的股份形式承诺的资本。经济合作与发展组织（OECD）对风险投资的含义曾经有过三种不同的表述：①风险投资是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；②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的形成和创立的投资；③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；美国《企业管理百科全书》把风险投资定义为对不能从诸如股票市场、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。

国内对这一概念的定义更是五花八门，其中比较权威的当属全国人大副委员长成思危先生的观点，他认为“所谓风险投

①《中国证券报》1998年9月24日第九版刘健钧文及'98广州国际科技风险研讨会王国刚提交的论文。

②本书对风险资本的使用有时等价于风险投资，有时则仅指风险投资过程中的风险资金。

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”^①。这种定义高度概括了风险投资的基本内涵，但是，将风险投资仅作为一种投资行为来理解还是不够的。我们认为，风险投资是一种独特的投资体系，应从投资体系的角度来把握其内涵，为此，本书对风险投资给出如下定义：所谓风险投资，是指通过一定的机构和一定的方式向各类机构和个人筹集风险资本，然后将所筹资本投入具有高度不确定性的中小型高新技术企业或项目，并以一定的方式参与所投资风险企业或项目的管理，期望通过实现项目的高成长率并最终通过出售股权获得高额中长期收益的一种投资体系。

上述定义包括这样几个涵义：①风险投资首先需要有风险资本来源，风险资本既可以来自个人，也可以来自各类机构；个人或机构的资本可以直接投入风险企业及项目，但通常是通过进入风险投资机构如风险投资公司或风险投资基金，由这类机构进行投资；②风险投资的对象主要是具有高成长性的中小型高新技术企业或项目；③风险投资具有很高的投资风险，因为它的投资对象在技术和市场方面都具有很大的不确定性，因而投资失败的可能性很大；④由于风险企业或项目具有高成长性，因此，如果投资成功，则可获得极高的投资回报，这正是风险投资的吸引力所在；⑤风险投资的典型方式是股权投资，即风险资本通常以股权形式进入风险企业，因而投资者与风险企业的关系，不是债权债务关系，而是股东与企业的关系；⑥风险投资所期望的投资收益决不是企业的利润分配，而是通过

^① 成思危：“积极稳妥地推进我国的风险投资事业”，《管理世界》1999年第1期。

股票上市后的股权出售获得股权资本的高额增值；⑦风险投资注重参与对所投资风险企业的管理，管理参与的作用绝不亚于资金投入，目的既在于监控风险，更在于实现投资的成功。

由此可见，风险投资是一个相当复杂的投资体系，它是实业投资与金融投资的结合，是商品市场、技术市场与资本市场的结合，是投资行为与管理行为的结合，是知识资源与金融资源及人力资源的结合，是思维方式、投资理念、投资方式、管理模式及组织与运作结构的突破。从这样的意义上说，风险投资是知识经济的一个有机组成部分，是知识经济时代的投资体系。

二、高风险与高收益相伴而行

经济学意义上的投资都有收益与风险方面的内涵，而且，收益与风险具有对称性质或者说两者呈正相关关系。风险投资也不例外。然而，这种共性对解释与把握风险投资的风险与收益是远远不够的。

(一) 风险投资中的风险

一般意义上的风险是指因不确定性而可能造成的损失。风险通常是可以度量的，因而可以对风险进行程度上的区分，于是，便有对风险的高低或大小的界定。如上所述，风险投资蕴藏着极大的风险，因此，高风险性是风险投资的一个本质规定。然而，并非所有高风险的投资都属于风险投资，比如说，股票及其衍生工具的投资是公认的高风险投资，但是，国内外

几乎都没有人视股票投资为风险投资。这表明，有风险或高风险的投资与风险投资是两个有联系但又是不同的概念。就风险投资而言，高风险只是它的一个必要条件而不是充分条件。除此之外，风险投资中的风险又有它自身的特性：①风险投资过程的许多环节都具有高度不确定性，包括技术是否成熟、设计是否成功、产品是否能开发得出来、市场是否接受、资金是否到位以及能否成功退出等等。正因为如此，所以说风险投资风险极高，失败的可能极大。对此，国外风险投资的实践已有充分体现（参见本书有关章节内容）。②由于当代技术创新速度的不断加快，新产品代替旧产品的周期不断缩短，价值规律因此会部分失效，比如说石油价格下跌到最低点时，总可以反弹，股市暴跌后也总会回升，但在计算机产品方面，486、586计算机出现以后，386计算机的价格从此一蹶不振，永无回升之日。因此，技术的先进性始终是风险投资的重要风险因素之一。③由于风险投资的对象主要是中小型高新技术企业，有一部分资金甚至是对一种构想或创意的投资，因而基本上没有抗风险的选择。就此而言，风险投资的风险本质上具有冒险特征。④风险投资不以任何财产作抵押，在风险企业的资产中，技术、知识、专利、管理等无形资产的含量，大大超过机器、设备、厂房等有形资产的含量。因此，企业一旦失败，可供索取的投资者剩余极为有限甚至是血本无归。

具体而言，风险投资中的风险主要表现在以下方面：

技术及开发风险

这类风险源于技术开发及产品开发能否成功的不确定性。一方面，一项技术能否按预期的设计目标实现应达到的功能，在研制之前和研制过程中存在很多不确定因素，因而存在很高

的失败几率。另一方面，即使技术开发成功也不等于产品开发就一定能成功。产品开发与技术开发的区别在于，它必须在平衡状态下将不同的技术结合在一起，特别是要消除某些薄弱环节对技术整体水平的限制，以便使关键技术优势能够真正地转移到待开发的产品中去。如果由技术到产品开发这个过程存在结构性缺陷，比如虽然在某些关键技术上可行并领先，但其他方面如工业设计、产品装配水平以及产品品质等达不到要求，就可能导致产品开发失败。再一方面，产品试制成功后能否进行批量生产，也存在着不确定性。

市场营销风险

从产品生产者的角度来说，生产出来的产品能否为市场接受并顺利销售出去，这是最为关键的环节，马克思称之为“惊险的跳跃”。高新技术产品与其他普通产品相比，它的市场认知和市场认同具有更大的不确定性，具体表现在：

1. 市场需求难以确定。高新技术产品是某些性能得到巨大改进或者全新的产品，其价值创新方面与市场需求的吻合度往往难以作出准确的估计，因而无法准确预测市场容量。

2. 市场接受的时间难以确定。高新技术产品的推出时间与诱导出需求的时间之间有一时滞，这一时滞过长将导致企业开发新产品的资金难以收回。例如，贝尔实验室在 20 世纪 50 年代就推出图像电话，但直到 20 年后，才开始实现该产品的商业价值。

3. 产品的扩散速度难以预测。

管理及经营风险

在高新技术企业的创建和成长过程中，管理是极为重要的因素。这类风险主要源于管理者是否具有与高新技术企业发展要求相适应的经营理念、管理知识、决策水平；另外，高新技术企业具有高速成长的特点，企业规模的膨胀常常以几何级数进行，这时很容易产生规模膨胀与企业组织结构之间的矛盾，即组织结构总是跟不上企业的扩张，从而造成企业内在的不稳定性，进而导致组织功能缺损和管理失效。因此，组织结构风险不容忽视。

资本退出风险

如果说上述几个方面的风险在其他实业投资领域也不同程度的存在的话，那么，资本退出风险则几乎是风险投资所特有的风险。原因在于其他实业投资的目的在于获取投资利润，因而只要产品能够以合理的价格销售出去，就可以实现这一目的。如本章第一部分所述，风险投资的目的主要不在于风险企业的利润分配，而在于通过企业的高成长实现资本增值并通过股权出售获取这一增值。因此，能否成功地从风险企业退出殊为关键。然而，退出过程并非总是顺利的，无论从何种渠道退出都会碰到能否充分获取资本增值等问题。比如在我国，目前由于缺乏退出渠道，风险投资很难获得资本增值的利益，使这类投资演变成了一般的实业投资，无法完整地完风险投资的流程，这不啻于一种很大的风险。