

VENTURE CAPITAL

风险投资

操作·机制与策略

Practice, System & Strategy

盛立军 著

上海远东出版社

SHANGHAI FAR EAST PUBLISHERS

风险投资

操作·机制与策略

1018121

VENTURE CAPITAL

SHERS

图书在版编目(CIP)数据

风险投资:操作、机制与策略/盛立军著. —上海:
上海远东出版社, 1999. 9

ISBN 7-80613-934-6

I. 风… II. 盛… III. 风险投资 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 40483 号

风险投资 操作、机制与策略

盛立军 著

出版	上海远东出版社 (上海冠生园路 393 号 邮编 200233)	印张	9.25
发行	上海远东出版社	插页	4
经销	全国新华书店	千字	230
印刷	上海市印刷七厂	版次	1999 年 9 月第 1 版
开本	850 × 1168 1/32	印次	1999 年 9 月第 1 次
		印数	1 - 5000

ISBN 7-80613-934-6/F·327

定价:16.00 元

导读：金融改革和风险投资机制

一、金融危机提出的挑战

亚洲金融危机发生以来,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。所谓水能载舟,也能覆舟,资金是经济发展的双刃剑。让我们来看看自从 1987 年全球股灾发生以来,全球金融市场发生的种种事件:

- 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持竞争力,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……

种种触目惊心的事实不断向金融业和政府提出新的挑战:在技术日新月异、全球经济一体化趋势下,金融市场应如何接受政府监管的全球协调?应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?

二、对融资投资机制的反思

人们有必要重新审视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, public equity)、私有股权(private equity)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来进行,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审核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。

股票市场的本质缺陷表现在:投资者与融资企业的目标不一

致,信息不对称。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(当投资者认识或预测一种趋势并决定买进卖出或持有的同时,他已经改变了这种趋势,投资者只能靠运气来超越市场,即他的预测正好与大多数人预测的综合方向一致),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,显现反复波动。这些原因导致了股市投资的融资机制不可能有增值作用,反而存在巨大的浪费。证券投资基金投资比个体散户投资是一种进步,但基金经理更多地用投资组合(portfolio)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,西方国家在一个世纪以前的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的机制。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。

西方资金大量涌入本身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,盲目加大投资,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。一个没有生产率为基础的金融市场不论发展多么迅速,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。

三、风险投资的成功之处

如何解决这种融资投资中信息不对称的价值链脱节呢?风险投资或创业投资(venture capital)的发展给我们提供了一条新的思路: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,更因为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)、Digital、联邦快递(Fed Express)、Genetech、戴尔电脑(Dell Computer)、雅虎(Yahoo)、亚马孙网上书店(Amazon)、AOL、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特之处: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)。也许这一点真是与证券市场投资的最大的不同了。

把现有的市场融资投资机会与风险资本投资的机制作深入的对比研究是十分必要的。风险资本不如公开市场投资那样有流动性,也许正是这种投资的长期性杜绝了短期投机炒作的破坏性,风险资本投资机制的有效性已被实践证明,它的高收益吸引了更多的机构投资者,它的投资范围已不再局限于新企业,而是各种不同成长阶段的有潜力的成熟企业。风险资本更活跃于管理者购买(Management - Buy - Out / In),为有能力的管理者提供资金收购业绩不良的企业,再次实现资金和人力资源的结合而增值。以风险资本为代表的私有股权投资的迅速发展将会越来越多地影响人们的融资投资行为和政府的金融政策,我们且拭目以待。

本书在大多数情况下把 venture capital 译成风险投资,venture capital 的成功正是因为它发展了一套管理风险的机制和手段,它的范围远远不止创业投资,风险投资已演化成一个全新的金融行业即私有股权投资业(private equity investment)。本书在强调对创新企业的作用时把 venture capital 译成创业投资。在中国的环境中,风险投资的译法更为恰当。由于经济体制、市场机制的

缺陷,中国的投资业风险极大,更有必要强调风险投资中的风险管理机制。

四、本书内容,观点和资讯

本书分为三篇,操作篇(第一至四章)从微观层面系统地分析了:

1. 风险投资的基本特点及其与其他投资模式的区别,各种不同的组织形式和演变趋势,操作实务的全套流程,有限合伙公司的法律、结构和管理特点,大企业的风险投资项目的运作特点。

2. 风险资本家如何评估选择投资项目或风险企业的过程和方法,创业家或企业如何赢得和如何选择风险投资的各种要素。

3. 风险资本家如何选择投资证券工具,如何设计投资协议,如何参与风险企业的管理,如何通过分段投资、股份的调整和合同制约等各种方法来控制风险和有效监控风险企业的应用性技巧。

4. 实现投资收益的主要办法和操作过程(如上市、转售或并购、企业回购),全球企业并购的新趋势,在 NASDAQ(美国证券商全国协会自动报价股市)、香港创业板,在新加坡证券交易所上市的要求和程序。

机制篇(第五至七章)则在作者多年风险投资的实践和研究的基础上,从中观角度提出了以下几个课题:

- 用风险投资中的资源整合效应的理论,分析了创业家和风险资本家的人力资本、风险投资中信息管理的效率和咨询的有效性,阐述了在风险投资过程中存在着资金、技术、信息和人力资源的整合,这正是风险投资机制成功的原因,也是其他投资模式所没有的,表明了风险投资中的产权制度、组织设计和激励机制的独特性和生产性。因

此技术创新必须由制度创新来配合,才能促进技术创新和资本效率的结合。

- 用资金配置使用的生产性和效率的观点,分析了股票市场的信息不对称、中国股市的过度投机和巨大风险、上市公司操纵市场的行为及其体制性缺陷,并用行为(心理)金融学的观点阐述了股市的本质缺陷(如众多分散的投资者、短期持股、无限流通性、市场信心的无序等),影响了资金配置的效率和使用的生产性,造成巨大的浪费和危机。通过对比风险投资/私有股权与股市融资、银行信贷、企业内部项目投资的区别,指出风险投资/私有股权投资是全球金融市场的一个发展方向,应对中国的金融体制改革有所启示。在中国,目前明确的产权体制尚未建立起来,如果把股市作为资本市场发展的主要或唯一方向可能达不到资金优化配置的预期目标,私有股权投资和上市股权投资应该在资金和机构上相互匹配,使股市的流通性和风险投资或私有股权的盈利性之间达到一种平衡。
- 本书还分析了融资模式和公司治理机制(corporate governance)的互动关系,指出银行、证券投资基金和风险投资公司在公司治理机制上有不同的表现,风险资本家具有积极监管企业的动机和有效手段,风险投资机制代表了与改善公司治理机制相协调的资本市场的改革方向,这对建立以机构投资者为主体的中国企业的治理机制有所借鉴。如果一味强调发展证券投资基金而不考虑基金的投资机制和证券投资基金与各种中长期产业基金之间的平衡,将无助于资本市场和公司治理机制的改善。

策略篇(第八至十章)从宏观上概括了:

- 以美国为代表的全球风险投资产业的发展过程、趋势和经验以及风险投资对经济发展的作用,政府对风险投资产业发展的推动作用的具体措施。
- 风险投资的美国模式和亚洲模式的对比,亚洲的新加坡、韩国、日本等国和中国台湾、香港地区发展创新科技和推动创业投资的策略和措施,以及经济体制和文化因素对亚洲创业投资业的影响。
- 中国发展风险投资产业的经济环境、有利条件以及存在的问题;深圳发展风险投资业的基础、目标和进展。从政府的作用、中国特色的营运体系、市场导向原则和制度创新、具体操作几方面探讨中国风险投资产业发展的对策,并概括了风险投资与高科技、创新科技、科技企业家、创业管理、风险资本家、投资基金、股市等各方面的关系,提出了中国风险投资业的几个误区。针对风险投资对经济体制的敏感性,本书强调以下四方面:
 1. 单纯的国有风险投资公司不宜过多,以免国有公司所有者空缺导致资产流失。应发展多种形式的风险投资公司,让市场来检验各种风险投资公司投资管理的效益,逐步向有限合伙公司的模式靠拢。从成功的企业家中产生一批风险资本家是首要任务。
 2. 在中国风险投资业尚未走上轨道以前,不必过早建立内地的第二板市场,而应充分利用和推动香港的创业板,以免由于在第二板市场的监管方面缺少充分准备和积累经验,而导致失败。应开辟多种风险投资实现收益的退出途径。
 3. 不宜采取公募式风险投资基金,而应鼓励有长期投资动机和能力的机构投资者进入风险投资业。严格禁止风险资金进入股市。
 4. 在建立新的风险投资公司之前,应大力发展项目中介或风

险投资管理顾问公司,先寻找好的项目再投资,以免风险投资公司的资金在寻找项目的过程中被闲置或挪用。要推动一大批科技企业家和创新科技企业的发展作为风险投资业的基础。

本书的其他特点:

1. 本书用 9 个不同国家、不同企业发展阶段、不同产业的风险投资的案例来帮助读者对风险投资有更具体的认识,这些案例也分别从风险投资公司、风险资本家和风险企业或创业家的角度来分析风险投资的操作技巧,涵盖了所有操作篇讨论的内容。

2. 本书每章都有一个“本章总结”,以承上启下,帮助读者更清晰地理解每章的内容和各章间的关系以及本书的整体思路和结构,从微观、中观和宏观上全面分析了风险投资的操作、机制和策略。

3. 本书提供 34 张图表,用数据和图表来生动形象地说明问题。

4. 本书还提供了几百家各国主要风险投资公司、风险投资协会、资讯中介、顾问公司的网站和开展中国业务的亚太风险投资公司的联系方式,以方便读者通过这些网站了解更多的有关风险投资行业和公司的资讯,并与国外的风险投资公司联系和合作。作者本人除了为中国的风险投资公司提供专业培训之外,也可以为国内外风险投资公司的合作提供咨询。

五、风险投资与高新科技产业的关系

鉴于对风险投资与高新科技产业的关系已研究较多,本书在这方面着墨不多,作者将在另一本书《创新、创业管理和风险投资》中系统地讨论有关知识经济和创新科技,创业家和创业管理,投资

天使和企业内部创业及企业内部风险投资等相关内容。而本书重点从金融再造工程的角度来探讨风险投资的操作和机制,但有必要在此提出如下观点来支持写作本书的目标:

- 发展高科技必须依靠风险投资这一点大家已有共识,但首先必须充分认识风险投资的本质和机制,掌握其操作技巧,从投资决策、监管、回报和再循环的角度来分析风险投资为何和如何能推动科技企业的发展。在没有充分认识这套机制前,应避免以高科技来炒作风险投资,或用风险投资来炒作高科技,这对中国的高科技产业和风险投资产业的健康发展都有害无益。
- 风险投资并不局限于高科技产业,风险投资真正投入的是高成长、高增值、高风险、高预期回报的企业,并非以科技含量为唯一标准。尤其在发展中国家,许多更新换代技术、有较多市场需求的传统产业和新开放的产业、新的经营方式服务手段等都可能具有高回报,都是风险投资可以投入的领域,这已在发达国家和亚洲国家得到实践的证明。
- 风险投资产业的迅速发展,恰恰是因为它在投资创新科技企业过程中提炼出了一套行之有效的投资管理模式,创新科技企业依靠这套模式才实现了其科技的商业价值并获得成功。这套投资管理模式已从风险投资扩展到私有股权投资和管理者收购,并形成一个新的金融产业,向以银行信贷、证券融资投资为主的传统金融产业提出了挑战和竞争。
- 风险投资产业发展的基础是创业家精神,一个没有高科技的经济体同样可以发展风险投资,创业家和创业活动、创新产品是风险投资的需求方,没有这个活跃的需求方,再多的风险投资也无济于事。

- 因此,发展风险投资,必须与一个国家的科技产业政策、知识经济的发展、金融体制的改革、企业产权和公司治理机制的改革、私营经济的发展、创业文化和创业家素质的提升等有机地结合起来,系统地加以规划和整合,才能推动这几个方面的协调发展,任何一环的脱节都会影响其他几方面而影响一个国家的经济竞争力。

希望读者对本书提出宝贵意见。让我们一起来探索一种中国特色的风险投资运作模式和一条行之有效的金融改革的途径。

目 录

导读:金融改革和风险投资机制	1
一、金融危机提出的挑战	1
二、对融资投资机制的反思	2
三、风险投资的成功之处	4
四、本书内容,观点和资讯	6
五、风险投资与高新科技产业的关系	
.....	9

操 作 篇

第一章 风险投资的基本特点和组织形式	3
1.1 风险投资的操作流程	3
一、选择投资项目	3
二、谈判和签订投资协议	4
三、培育风险企业	5
四、实现投资回报	
.....	6
1.2 风险投资机制的基本特点	7
一、固定期限封闭式基金	8

二、高风险、高成长性、高预期回报	9
三、分段投资、复合式投资工具、合同制约	10
四、参与管理和激励机制	
.....	11
1.3 风险投资的主要组织形式	11
一、金融机构下属的风险投资公司	12
二、投资天使	13
三、中小企业投资公司	
.....	14
1.4 有限合伙公司的法律、税务、结构和	
管理特点	16
一、有限合伙人	16
二、一般合伙人	17
三、有限合伙公司作为投资中介	
.....	18
案例 1 J.H. Whitney & Co. 的运作模式	21
1.5 大企业风险投资项目的组织	22
一、与独立式风险投资公司的区别	22
二、如何策划大企业风险投资项目	23
三、外部操作的合作方式	
.....	25
案例 2 施乐集团的风险投资项目	26
本章总结	28
 第二章 评估选择投资项目或风险企业	 30
2.1 评估项目和投资决策	30
一、投资政策和评估过程	30
二、尽职调查和投资决策准则	

.....	32
专栏 1 风险企业成长性评估问卷调查	35
2.2 分段投资和分段融资	44
一、分段投资的划分和风险分析	44
二、分段融资中的股份、股价变动	
.....	45
案例 3 健护投资如何创造医药保健业的风险企业	49
案例 4 科研机构与风险基金合作投资种子期企业	50
2.3 创业家或企业如何赢得风险投资	51
一、业务计划书的内容和格式	51
二、风险资本家最关心的问题	54
三、企业选择风险基金的五个要素	
.....	56
案例 5 亚信总裁谈如何赢得风险投资	58
案例 6 顶峰投资公司为何看好通达技术公司	61
本章总结	63
第三章 签订协议和投资监控	64
3.1 投资目标和证券工具的选择	64
一、风险资本家和创业家的目标	64
二、债券和普通股在风险投资中的优缺点	66
三、复合式证券	
.....	67
3.2 股份的计算及其调整与合同的制约功能	69
一、股份定价的计算方法及其影响因素	69
二、股份调整的适用情况	72
三、协议主要条款和合同制约功能	