

曹红辉 / 彭作刚 ○ 编著

创 业 投 资

知识经济时代的创业新概念



中国城市出版社

创业投资

——知识经济时代的新概念

曾经辉 彭作钢 编著

中国城市出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

创业投资：知识经济时代的创业新概念/曹红辉，彭作刚编著.
—北京：中国城市出版社，1999.5
ISBN 7-5074-1116-8

I. 创… I. ①曹… ②彭… II. 风险投资 N. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 13896 号

责任编辑	郭 星		
责任设计编辑	张建军		
出版发行	中国城市出版社		
地 址	北京市朝阳区和平里西街 21 号	邮 编	100013
电 话	64235833	传 真	64238264
经 销	新华书店		
印 刷	北京市通县电子外文印刷厂印刷		
字 数	332 千字	印张	13.5
开 本	850×1168 (毫米)		1/32
印 次	1999 年 5 月第 1 版		1999 年 5 月第 1 次印刷
印 数	00001-10000 册	定 价	23.00 元

前 言

当前，世界经济饱受金融危机困扰，而美国经济持续高速增长。其原因在于，信息产业等高新技术产业对美国经济增长的贡献率不断提高，而创业投资（venture capital）对高新技术产业乃至知识经济的形成与发展起着极大的促进作用。创业投资因此而日益引起人们的关注与重视。

对于创业投资，目前我国存在着不同的译法与诠释，如风险投资、产业投资等，本书并不试图对此作过多的争辩，因为每种说法都是从不同的角度作出解释，自有其理由与依据。如创业投资强调投资的阶段性特征，以此暗示其风险性；又如产业投资明确了投资的方向必须是实业领域或者说未上市流通的股权，其定义可谓宽广；至于风险投资则极易令人联想起股票、期货、外汇等投机性极强的高风险投资，而不是特指有高速成长潜力的实业项目从创业阶段到产业化的投资行为。

其实，对于定义的分歧并非完全来自字面，而主要是由于对我国经济发展现状的不同认识以及对创业投资这一金融创新工具在我国的运用方式与领域存在不同的认识所致。参照欧美、日本及新加坡、台湾等东南亚新兴市场国家和地区的经验，并结合我国经济发展需要，我们认为现阶段发展创业投资在我国具有以下三方面的意义：

一、推动投融资体制改革，扩大投资需求。

创业投资作为新的投融资渠道，加快了资本社会化进程，在

传统的投资主体如政府、企业之外创立了一种新的投资主体，并形成新的投资方式；从而对扩大投资需求，促进经济持续稳定地增长起着积极的推动作用。

创业投资作为金融创新工具，对财政投资能起到补充作用。在财政投资杠杆作用下形成的创业投资可放大其投资拉力，对于改变目前通货紧缩、经济增长下滑的局面，扩大内需具有积极作用。因此，如何充分灵活地运用创业投资机制加强我国急需的基础设施建设，是保持经济可持续发展、实现我国经济在 21 世纪腾飞的重要环节。

二、推动产业结构调整，促进产业升级。

创业投资对于促进传统产业的技术改造，支持企业技术进步，推动产业升级，调整产业结构，进而培育高新技术产业都起着极大的促进作用。例如通过创业投资对传统节能环保技术进行改进，在实施的过程中，开发出新型能源并形成各种低消耗、保护环境的新产业，并带动相关产业的升级。

随着高新技术产业对于经济增长的贡献率不断上升，人们正逐步改变对资源的理解与认识，进而改变开发利用资源的方式。对于那些在农业革命与工业革命中落后了的国家及地区而言，知识经济时代的到来为之提供了一次发挥后发性优势、奋起直追的机会。但知识经济不可能凭空而产生，发展创业投资，适时调整产业结构，改变经济增长方式，为知识经济的发展提供必要的产业环境已成为发展中国家发展经济所不可缺少的一课。

三、推动知识经济发展，培育高新技术产业。

除了市场经济制度、技术创新能力、良好的国民素质、企业家精神与法治外，金融服务是知识经济形成的关键因素。传统的金融工具不可能为知识经济的不断创新提供冒险性较强的融资服务，而创业投资最能适应知识经济不断创新的特点，因而能够为之提供及时、切合实际的金融支持。创业投资作为知识经济的解

化器，一方面将技术创新成果转化为产品，使其产业化；另一方面不断为科研提供资金，加强科研创新能力；因而成为知识经济时代最有发展前途的金融工具。

几十年的计划经济体制严重削弱了我国的技术创新能力。长期以来，科研活动要等计划、资金下达后才会开始，难以对实际需求、对科研前沿领域最新进展形成信息反应机制；科研成果也总是在上报、鉴定、评奖后送进保险柜，根本就不可能形成将技术成果产业化的机制。创业投资灵活与高效的机制将改变科技成果与产业发展严重脱节的状况。

与中国创业投资业的稚嫩一样，有中国特色的创业投资理论研究仍然处于在实践中不断探索和深化的阶段。本书的主旨在于通过对创业投资的战略对策、操作方式与程序、项目选择标准、风险管理、资本退出机制、国际经济比较及个案分析等作全面的介绍，使有志于创业投资事业的人士得一本以窥森林。本书作者较早参与了我国创业投资事业起步阶段的工作，在书中对我国创业投资业的发展策略提出了初步的建设性意见。倘若因此而有引玉之效，对科技界、投资界、产业界的创业投资决策起到积极作用，我们将万分荣幸。

作者

1999年3月

目 录

前 言

第一章 创业投资：全新的金融工具 (1)

一 创业投资——知识/思想与资本的结合 (1)

二 创业投资的成功要素 (12)

三 创业投资的发展历程 (14)

附 1—1 创业投资经典之作——数字设备

公司 (DEC) 的成长 (20)

第二章 创业投资与知识经济 (24)

一 知识经济：创业投资目标 (24)

二 知识经济的孵化器——创业投资效应 (35)

三 政府在创业投资中的作用 (39)

第三章 中国创业投资战略 (43)

一 发展中国创业投资的战略 (43)

附 3—1 瞄准中国高科技，IDG 一掷“千”金 ... (49)

二 创业投资在中国的实践 (52)

附 3—2 中创公司倒闭始末 (57)

三 发展我国创业投资的对策思考 (59)

附 3—3 北京、深圳的创业投资试点及相关政策	
.....	(64)
第四章 创业投资组织机构及运作方式	(73)
一 创业投资的组织机构	(73)
二 创业投资基金的募集	(81)
三 创业投资机构的运作管理	(90)
附 4—1 微软巨资进入中国“硅谷”	(99)
第五章 创业投资的项目选择	(101)
一 项目选择的标准和程序	(101)
二 项目选择焦点之一：企业家评估	(120)
三 项目选择焦点之二：技术评估	(128)
第六章 创业投资的决策程序	(149)
一 创业投资决策的原则与方法	(149)
二 创业投资决策方案的制订	(152)
三 技术入股的产权安排	(167)
四 正式提出意向书	(181)
五 创业投资的过程管理	(190)
第七章 创业投资的风险管理	(199)
一 创业投资风险概述	(199)
二 风险分析	(203)
三 风险测定	(216)
四 风险管理	(227)
第八章 创业投资的财务管理	(238)
一 创业投资企业财务运行特点	(238)
二 现金流量分析	(246)
三 财务分析与预测	(254)
第九章 创业资本的退出机制	(273)

一 国内 A 股市场上市	(273)
附 9—1 中国证监会股票发行审核工作程序	(286)
二 第二板市场上市	(292)
三 在香港上市	(298)
四 非公开上市的退出方式	(306)
第十章 创业资本的获取方式	(313)
一 创业企业家的基本素质	(313)
二 获取创业资本的程序	(324)
三 访谈的准备工作	(331)
四 中介机构在创业投资中的作用	(344)
第十一章 创业投资个案研究	(352)
一 “Yhoo!” 传奇	(352)
二 苦涩的青橄榄——瀛海威公司案例分析	(360)
三 波特公司案例	(374)
第十二章 海外创业投资发展经验	(382)
一 美国 NASDAQ 市场	(382)
二 日本的创业投资	(389)
三 欧洲的创业投资	(394)
四 台湾的创业投资事业	(401)
附 录	(405)
A 创业投资股份有限公司运作方案	(405)
参考文献	(418)
后 记	(420)

第一章 创业投资： 全新的金融工具

熟悉 IT 产业或习惯网上冲浪的人，无不知晓四通利方公司。该公司通过其成功而超前的运作，在 IT 业世界一再掀起波澜：1997 年 8 月引入美洲银行罗世公司(RSCO)等三家公司的 650 万美元的创业资本；1998 年 12 月并购美国华渊资讯，建成全球最大华人网站——新浪网；1999 年又准备引入国外 2500 万美元的创业资本，并从国际创业投资界连续挖来高级管理人士。四通利方公司一系列令人眩目的运作，其根本一点是获得了创业资本的支持，从而脱颖于一大堆嗷嗷待哺的中国高科技企业。四通利方的幸运何在？要弄清此问题，必须认识和理解创业投资。

一、创业投资——知识/思想与资本的结合

(一)创业投资的含义

现代意义上的创业投资起源于美国，是一种基于创业资本(Venture Capital^①)的投资行为，意为对风险较高的新创活动或事

① 也有人译为风险资本和风险投资，虽然更能体现风险和冒险特征，但容易与 risk capital 混淆而不得 venture capital 的深意，且淡化了 Venture 的新创特征，同时为了与港台和新加坡通行译法一致，使概念表述更为准确，本书采用“创业资本”和“创业投资”译法。

业(风险创业)予以资本支持。根据美国创业投资协会的定义,创业投资是一种由职业金融家向新创的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业/产业(一般属于高科技性质)投入权益资本的行为。

就创业投资的实践来看,它主要选择未公开上市的有高增长潜力的中小型企业,尤其是创新性或高科技导向的企业,以可转换债、优先股、认股权的方式参与企业的投资,同时参与企业的经营管理,使企业获得专业化的管理及充足的财务资源,促进企业快速成长和实现目标。在企业发展成熟后,创业资本通过资本市场转让企业的股权获得较高回报,继而进行新一轮投资运作。

作为一种特殊的投融资体制,创业投资最大的绩效是实现了知识/思想与资本的直接结合,从而使得新思想这一资源迅速实现其价值,转化为现实生产力。由于创业投资机制的存在,极大地激发和鼓舞了人们从事创新性探索的兴趣,而新思想的不断涌现,扩大了创业投资家选择的范围,有利于优选较佳的项目获取高额报酬,从而促进创业投资业的进一步发展,形成一个良性循环,进而带动整个产业结构的升级。正如纽约大学教授米歇尔·莫斯评价硅谷创业投资时所言:金钱能引出新思想,金钱能引来金钱。

事实胜于雄辩。美国硅谷高科技产业的迅猛发展,充分展示了创业投资促成知识/思想与资本结合的巨大功效。硅谷经过短短40多年的发展,从一个不起眼的果园,成长为美国第一财富中心。目前,在那里,每星期诞生11家企业,每5天有一家公司的股票上市,每天能产生62个百万富翁。硅谷的总市值达到5000多亿美元,大大超过以生产汽车闻名的底特律,后者的市值总和仅为1100亿美元。而这一切,都离不开创业投资。一位美国的投资专家曾说过:“硅谷的故事很好听,但神话的诞生不仅归功于科学技术的进步,更在于它特殊的动作方式——创业投资”。当今美国600多家专业创业投资公司中,即有一半以上集中在硅谷,年投入资金量高达250亿美元。硅谷的桑德希尔大道,就是世界著名的

创业投资中心。第三次产业革命以来新生的许多全球驰名的大公司，如微软、英特尔、苹果、康柏等，都是创业基金催生的杰作。这些高新技术创业投资企业大都经历了一个经营风险由大到小，而企业规模由小到大的成长过程。从风险项目的起步、寻找“种子”资金，到场外证券交易及获取公众投资，是一个连续的、有机的整体过程，其中任何一个环节的缺位都会影响从事技术创新的项目或企业之顺利成长。在此过程的早期，往往是该项目或企业成长最为困难的时期，而只有创业基金能承担起这一时期“孵化”的重任。如果没有创业投资基金，则许多高新技术的风险项目或企业就很难脱颖而出。实践证明，为高新技术的研究和开发提供资金的创业基金是将资金（钱袋）与知识/思想（脑袋）结合起来的有力工具，是科技成果转化成为生产力的必要环节，是推动知识经济发展的重要推进器。

知识就是力量，知识就是金钱。在书生和富翁之间只有一步之遥。但观念形态的知识，只是潜在的生产力，要转变为现实的生产力，构成完整的知识经济，创业投资必不可少。

（二）创业投资的特征

创业投资不同于一般的投资，主要体现在其所具有的“三高—低”的特征：

1. 高风险性

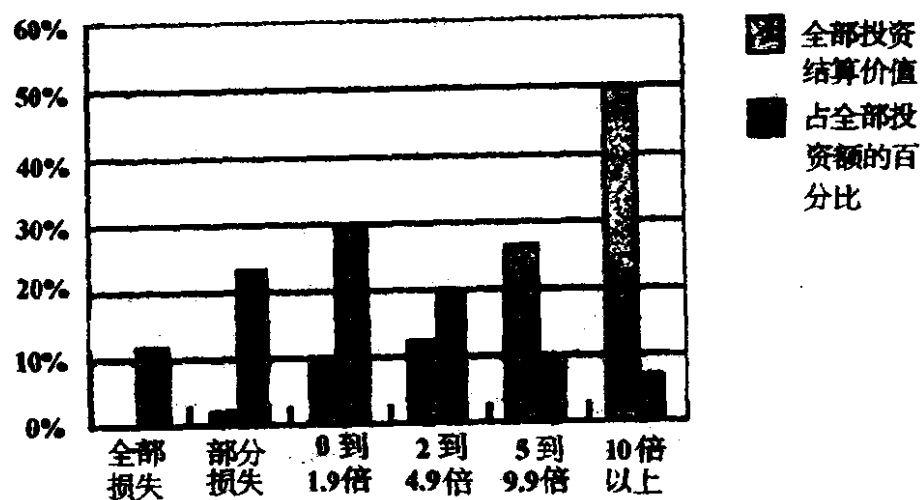
这主要是由创业投资对象的性质所决定。首先，创业投资的对象一般为刚刚起步或还没有起步的高技术企业或高技术产品，企业规模较小，没有固定资产或资金作为贷款的抵押和担保；其次，由于投资目标常常是高新技术中的“种子”技术或创新思想，处于起步设计阶段，不够成熟，尚未经历市场检验，能否转化为现实生产力，尚有很多不确定的因素，风险较大。一般来说，发达国家高技术企业成功的比率仅为 20%—30%。

由于创业投资的风险较大，客观上创业投资家不能奢求每一投资项目都能成功，因而在创业投资理念上存在所谓的“大姆指定律”。即如果创业资本一年投资 10 家高科技创业公司，在 5 年左右的发展过程中，会有 3 家公司垮掉；另有 3 家中小型企业停滞不前，最终被收购；有 3 家能够上市，并有不错的业绩；10 家企业中可能只有 1 家成长迅速，上市后为社会看好，成为一颗耀眼的明星，市值数十倍甚至上百倍地增长，给投资者以巨额回报。而这家企业就成为“大姆指定律”中的“大姆指”。

2. 高收益性

创业投资是一种着眼于未来的战略性投资。创业投资家并非对于所投资项目的高风险性视而不见，而是因为在风险背后蕴含着获取巨额利润的机会。预期企业的高成长、高增值是创业投资的内在动因。创业投资作为一种经济机制之所以经受住长时间的考验和检验，并没有因为高风险而衰败没落，反而愈显蓬勃发展之势，关键是其利润所带来的补偿甚至超额激励。

创业投资项目一般都须经过专家咨询委员会严格评选、充分论证后才加以确定，目标项目属于潜在市场规模巨大、高成长的新创事业。一般来说，投资于“种子”或创立期的公司，所要求的年投资回报率在 40% 左右；对于成长中的公司，年回报率要求在 30% 左右；对于即将上市的公司，要求 20% 以上的回报率。这样才可能补偿风险，否则不会进行投资。投资额一般占风险企业股份的 20%~30%，通常不进行控股，以分散投资，规避风险。创业投资家的目标毛利率为 40%~50% 以上，税后净利润率为 10% 以上，期望几年后公司上市时以 15 倍以上的市盈率套现，获得几十倍甚至上百倍高额投资回报。虽然创业投资的成功率不足 30%，但一旦成功，一般足以弥补因投资失败所招致的损失。美国是世界上创业投资较为成熟的国家，有 10% 左右的创业投资获取了 10 倍以上的投资收益（见图 1-1），综合年收益率一般在 10%



资料：中国经营报 98.10.29

图 1-1 美国创业投资企业投资回报率

以上（见表 1-1）。1996 年美国创业投资基金的回报率达 17.3%，远远高于同期银行存款利率水平。

表 1-1

回报率%	不同类型公司
14	美国研究与开发基金（1946~1966 年）
14	92 家创业投资公司
13	管理创业投资组合 1/3 资金的 59 家创业投资公司
12	29 家公开上市创业投资公司（主要是 SBIC，1961~1973 年）
17	贝斯默证券公司
15	哈姆布雷克和魁星公司（1972 年以来的几年间）
11	14 家公开上市创业投资公司
23	组合投资公司中的 110 桩实际投资（年管理费前的毛回报率）
27	11 家公开上市创业投资公司（基于股票价格，1974~1979 年）
16	公开上市创业投资公司（基于投票价格，1959~1985 年）

创业资本所追求的收益，一般不是体现为红利，而是在创业资本退出时的资本增值，即追求资本利得。而资本收益税一般都较公司所得税低，低税率使投资产生更大的收益。

3. 低流动性

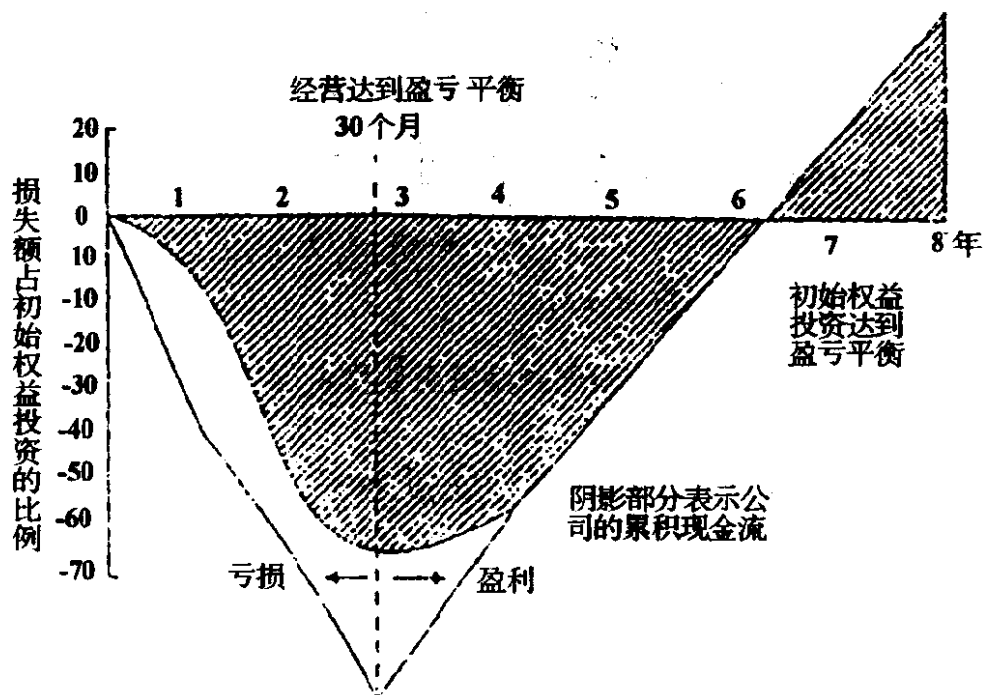


图 1-2 美国创业投资企业初期损失情况

创业资本往往在创业投资企业创立之初时就投入，直至公司股票上市之后，因而投资期较长，通常为4~8年。美国157家由创业资本支持的企业的调查资料表明：创业投资企业平均用30个月实现收支平衡，用75个月时间恢复原始股本价值（见图1-2）。正因为此，人们将创业资本称为“有耐心和勇敢”的资金。另外，在创业资本最后退出时，若出口不畅，撤资将非常困难，这也使得创业投资的流动性较低。

4. 高专业化和程序化

由于创业投资主要投向高新技术产业，加上投资风险较大，要求创业资本管理者具有很高的专业水准，在项目选择上要求高度

专业化和程序化，精心组织、安排和挑选，尽可能地锁定投资风险。通常一家公司为获取创业资本投资，必须首先向创业投资公司提交业务计划书、本公司基本情况和发展规划，以此进行初步接触。如果创业投资家对业务计划感兴趣，双方则进一步协商；一旦达成协议，创业投资企业则向创业投资公司出售部分股权，同时获得发展资金。但创业资本通常并非一次性投入，而是根据创业投资企业不同发展阶段的资金需求进行分段提供（见表 1-2）。在此过程中，创业投资家将直接参与公司的经营管理，提供咨询，参与重大问题的决策，甚至在必要的情况下解雇公司经理，亲自接管公司，直至找到新的经理。另外，创业投资的目的是股权投资，而是最终投资收益变现所获的资本增值。只有通过风险投资出口退出创业投资企业，才算真正完成创业投资，从而接着进行新一轮创业投资程序。

表 1-2 美国创业资本投资阶段分布 （单位：千美元）

国家、地区	美 国			欧洲和英国	
年 份	1989~1989	1992	1989	1986~1989	1989
种子期 (seed)	3%	2. 91%	483	1	357
创立期 (startup)	11%	8. 22%	655	12%	409
其他早期 (Earlyother)	15%	13. 22%	578		404
扩展期 (Expqnsion)	44%	55. 02%	623	45%	617
杠杆收购 (LBO/acquisitions)	22%	6. 92%	2196	39%	1882
其他 Other	4%	13. 65%		4%	

创业投资的程序化和创业投资企业的生命周期有关。一个企业在发展的不同时期，通常对资金的需求规模也不同，资金的用途也存在明显的差别。因此在不同发展阶段的融资方式有所不同。一般来讲，在早期阶段，融资主要采取各种形式的股权融资，在

后期阶段则多以债权方式融资，如可转换债券、附认股权债券等等。在对目标对象进行投资时，创业资本往往根据企业的发展阶段来选择投资金额和方式。

(1) 企业生命周期

任何一个企业从提出构想到企业创办、发展和成熟存在一个类似人的成长一样的生命周期，经济学家通常将一个企业的成长分成以下几个不同阶段：

第一阶段：种子期 在种子期，产品的发明者或创业者需要投入相当的资金进行开发研究，以验证其创意的可行性。开发研究是运用基础研究和应用研究的成果，为开发新产品、新工艺、新设备进行研究工作，其成果是样品、样机，同时形成完整的工业生产方案。

第二阶段：创立期 一旦产品开发成功，创业家为了实现产品的经济价值，着手成立企业并进行试生产。在这一阶段，资金主要用于购买生产设备、产品开发以及销售等。此一阶段资金需求较巨，但由于企业并无过去的经营记录，企业从银行获得贷款的可能性非常小，大部分企业的失败也在此一阶段，因而，此阶段投资的风险也是最高的。创业资本一般在这一阶段开始进入。创立期的长短因产业不同而有所差别，一般来讲，创立期短至6个月，长至三、四年不等。

第三阶段：扩展期 企业已经开始逐渐有经营业绩，为进一步开发产品和加强行销能力，则需要更多的资金。但由于企业距离其股票上市还太远，若从金融机构融资，则需创业家个人的保证以及担保，因此从上述渠道融通资金仍然非常困难，而创业资本的参与，正好可以弥补此一缺口。

第四阶段：成熟期 指被投资企业即将要上市前的阶段。这一阶段不似早期阶段对资金需求殷切，企业的主要目的是引进一些产业界较具影响力的股东，以提高企业的知名度。资金的作用