

教育部新世纪优秀人才支持计划资助研究课题

海南省重点学科资助研究课题

海南省精品课程资助研究课题

创业

刘家诚 / 黄景贵 / 林 涛 著



投资：

运作机制与国际比较

海南出版社

教育部新世纪优秀人才支持计划资助研究课题

海南省重点学科资助研究课题

海南省精品课程资助研究课题

创业投资：运作机制与国际比较

刘家诚 黄景贵 林 涛 / 著

海南出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

创业投资:运作机制与国际比较 / 刘家诚, 黄景贵,
林涛著. —海口: 海南出版社, 2009.9

ISBN 978-7-5443-3119-7

I. 创... II. ①刘…②黄…③林… III. 风险投
资—研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 159466 号

创业投资:运作机制与国际比较

作 者: 刘家诚 黄景贵 林 涛 著

责任编辑: 陈 波

封面设计: 颜好强

印刷装订: 海南金永安印刷有限公司

海南出版社 出版发行

地址: 海口市金盘开发区建设三横路 2 号

邮编: 570216

电话: 0898-66830931 66830932

网址: <http://www.hncbs.cn>

E-mail: ChenBo_88@163.com

经销: 全国新华书店经销

开本: 889mm × 1194mm 1/32

字数: 270 千字

印张: 11.25

版次: 2009 年 6 月第 1 版 2009 年 6 月第 1 次印刷

书号: ISBN 978-7-5443-3119-7

定价: 28.00 元

前 言

“创业投资”（Venture Capital, VC）在我国又称风险投资，或者创业风险投资，是新经济社会中技术创新与金融创新相结合而产生的一种具有明显资本运作特征的新型投资机制，尤其对高新技术产业的发展起着举足轻重的作用，因而被誉为高新技术的“孵化器”和新经济的“发动机”。

创业投资产生的历史虽然可以追溯到 15 世纪末期西班牙女皇伊莎贝拉资助的哥伦布航海之旅，但作为现代创业投资正式登上历史舞台的标志，通常被认为是 1946 年哈佛大学商学院教授乔治·多利特（Georges Doriot）与麻省理工学院（MIT）校长卡尔·坎普敦（Karl Canpton）教授联合波士顿的一些商业人士共同创建的“美国研究与开发公司”（American Research and Development Corporation, ARD）。经过 60 余年的探索与实践，现代创业投资在全世界范围内取得了长足的发展。据《美国创业投资杂志》统计，在 2000 年网络经济泡沫破灭之前，美国创业投资曾高达 1063.91 亿美元，其中 70% 投向了高科技产业，2008 年美国创业投资额仍高达 282 亿美元。因受创业投资青睐而得以

迅速发展信息产业，其产出已经超过基建、食品和汽车制造业，成为美国最大的产业。创业投资已经成为美国高新技术产业发展的强大动力，因此被誉为“镶嵌在美国经济中的一颗钻石”。与此同时，英国、日本、德国、法国、以色列等国家，中国台湾和香港地区也都在积极发展创业投资产业。创业投资已经成为当今世界高新技术产业领域的一道亮丽的风景线。

从1985年我国第一家创业投资公司——中创公司（CVIC）成立至今，我国的创业投资已经走过了20多年的历程，但是由于多方面的原因，与国外发达国家和地区相比，无论是投资模式，还是投资规模和投资绩效，都还比较落后。2009年3月31日，中国证监会正式发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，自5月1日起实施，这意味着我国筹备十余年之久的创业板有望正式开启，进而打破困扰我国创业投资发展的“出口”瓶颈，为创业投资提供了灵活而顺畅的退出通道，有效地促进创业投资的快速发展。反过来，创业投资的发展也将不断促进高新技术企业的发展，为创业板培育优秀的上市资源，从而促进多层次资本市场优化结构，形成健康发展的良性循环。

以创业投资运作机制及其国际比较与借鉴为主线，本书第一章剖析了创业投资的内涵特点及功能作用；第二章系统阐述了创业投资的运作主体、运作流程、组织形式及阶段性分类；第三章深入研究了创业投资运作的基本原理，分析了创业投资的内在机理和运作机制，并特别研究了创业投资的有效组织形式——有限合伙制的创新机制；第四章对全球几个典型国家和地区的创业投资运作特点进行了比较分析；第五章研究了创业投资的风险绩效模糊综合评价体系；第六章提出了适合我国现阶段创业投资操作的保证金转股模式；第七章研究了我国创业投资退出机制的构建

相关问题，通过分析我国创业投资退出机制所存在的主要问题，参照其他国家和地区的先进经验提出了若干政策建议；第八章结合我国创业投资的运作环境和发展现状，分析了我国创业投资存在的主要问题，提出了若干可供借鉴的发展对策。

此外，为了增强本书的知识性和趣味性，作者还为各章编写了国内外创业投资经典案例赏析。

本书的部分内容是作者在复旦大学和厦门涌泉集团联合提供的博士后科研项目的资助下完成的，作者非常感谢复旦大学金融学院姜波克教授的精心指导，也非常感谢厦门涌泉集团创始人赖桂勇先生和厦门松涛风险投资股份有限公司总经理李笃博士的热心帮助，本书所取得的主要研究成果得益于他们的启发与贡献。

本书部分内容的研究还得到了“日元贷款海南省高等教育项目”的资助，作者在日本神户大学从事“中日创业投资机制比较研究”期间，得到了忽那宪治教授的耐心指导和热心帮助，奥田启司博士、山田和郎博士也为作者提供了相关研究资料，在此一并深表谢意。

本书的框架内容由刘家诚设计，各章具体分工如下：第一章由黄景贵撰写，第三、四、五、八章由刘家诚撰写，第二、六、七章由林涛撰写。初稿完成后，由刘家诚会同各章作者进行了商议、统稿、校对和定稿。本书的出版得到了海南出版社卫淑霞女士的大力支持，责任编辑陈波先生对全书进行了精心的编辑与校对，在此对他们的努力与贡献深表谢意。

本课题的研究与出版还特别得到了“教育部新世纪优秀人才支持计划（NCET-07-0249）”、海南省重点学科、海南省精品课程等项目的资助与支持，在此深表感谢。

在本课题的研究与本书撰写的过程中，作者参阅了国内外同

行大量的相关研究成果，由于篇幅所限，不能一一列出，在此表示诚挚的谢意。同时，对书中可能存在的不足与疏漏之处均应由作者负责，并恳请同行和读者批评指正为盼。

刘家诚、黄景贵、林涛

2009 年 5 月 15 日

目 录

第 1 章 创业投资概述	1
1.1 创业投资发展概况	2
1.1.1 全球创业投资发展概况	2
1.1.2 我国创业投资发展概况	12
1.1.3 我国创业投资大事记	18
1.2 创业投资的内涵及特点	27
1.2.1 “创业投资”一词的由来	27
1.2.2 创业投资的概念	29
1.2.3 创业投资的特点	31
1.3 创业投资的功能与作用	37
1.3.1 创业投资的功能	37
1.3.2 创业投资的作用	41
1.3.3 创业投资与新经济	43
1.4 经典案例赏析:ARD 的成功投资	47
第 2 章 创业投资运作的流程与阶段	50
2.1 创业投资运作的主体	50
2.1.1 创业资本投资者	51

2.1.2 创业投资机构和创业投资家	57
2.1.3 创业企业和创业家	58
2.1.4 创业投资中介机构	62
2.1.5 政府	72
2.2 创业投资运作的基本流程	75
2.2.1 筹集创投资金	75
2.2.2 寻找和筛选创投项目	76
2.2.3 谈判并签订投资协议	78
2.2.4 培育创业企业	85
2.2.5 创业投资的退出	86
2.3 创业投资的组织形式	94
2.3.1 投资天使	94
2.3.2 有限合伙制	94
2.3.3 公司制	98
2.4 创业投资对象的阶段性	99
2.4.1 种子期(Seed Stage)	99
2.4.2 起步期(Start-up Stage)	100
2.4.3 扩张期(Expansion Stage)	101
2.4.4 成熟前期(Pre-Mature Stage)	102
2.4.5 重建期(Reconstruction Stage)	103
2.5 几种特殊的创业投资模式	105
2.6 经典案例赏析:创业投资的奇迹——联邦快递	106
第3章 创业投资运作的机制分析	127
3.1 创业投资运作过程的特殊性	127
3.1.1 高度的不确定性	127
3.1.2 资产的特殊性	132
3.1.3 严重的信息不对称	133

3.1.4 复杂的双重委托代理关系	136
3.2 创业投资的内在机理	138
3.2.1 创业投资的制度创新分析	139
3.2.2 创业投资与创业的互动机理	141
3.2.3 创业投资的“循环系统”	144
3.2.4 创业投资的“组织系统”	145
3.2.5 创业投资的“免疫系统”	146
3.3 创业投资的运作机制	147
3.3.1 多头博弈机制	147
3.3.2 股权弹性机制	148
3.3.3 外部协同机制	149
3.3.4 价值变化的灵敏响应机制	150
3.3.5 资源配置机制	151
3.3.6 市场多重筛选和过滤机制	152
3.3.7 风险叠加与放大机制	154
3.4 有限合伙制的机制创新	155
3.4.1 监督机制	156
3.4.2 约束机制	157
3.4.3 激励机制	158
3.4.4 风险控制机制	159
3.5 经典案例赏析:百度李彦宏——玩风险投资于股掌	160
第4章 创业投资运作的国际比较	165
4.1 全球创业投资的领头羊——美国	165
4.1.1 美国创业投资的发展概况	165
4.1.2 创业投资促进了美国的社会经济发展	170
4.1.3 美国创业资本的主要来源及投资取向	172
4.1.4 美国创业投资的主要组织形式	175

4.1.5 美国创业投资的退出机制及投资回报	176
4.2 欧洲创业投资的巨头——英国	179
4.2.1 英国创业投资的发展概况	179
4.2.2 创业投资促进了英国的社会经济发展	181
4.2.3 英国创业资本的主要来源	182
4.2.4 英国创业投资的投资取向	184
4.2.5 英国创业投资的退出机制及投资回报	185
4.2.6 英国政府对创业投资发展的影响	186
4.3 亚洲创业投资的先驱——日本	188
4.3.1 日本创业投资的发展概况	188
4.3.2 日本创业投资的运作模式	190
4.3.3 日本创业资本的主要来源及投资取向	191
4.3.4 日本创业投资的退出机制	193
4.3.5 日本创业投资的发展趋势	195
4.4 亚洲创业投资的奇迹——中国台湾	196
4.4.1 我国台湾创业投资的发展概况	197
4.4.2 台湾创业资本的主要来源及投资取向	199
4.4.3 台湾创业投资的退出机制及投资回报	202
4.4.4 台湾创业投资的发展趋势	203
4.5 经典案例赏析:雅虎(Yahoo)的成功	204
第5章 创业投资项目的风险绩效评价	223
5.1 创业投资过程中的风险辨析	223
5.2 创业投资项目的风险评价指标体系	225
5.3 基于风险指标体系的模糊评价	228
5.4 创业投资项目的绩效评价指标体系	232
5.5 基于绩效指标体系的模糊评价	234
5.6 创业投资项目的风险绩效模糊综合评价	235

5.7 创业投资项目评价实践案例	236
5.8 经典案例赏析:铤星陨落	244
第6章 创业投资的保证金转股模式研究	250
6.1 创业投资机构和创业者的合作目标	250
6.2 创业投资的保证金转股模式	252
6.2.1 效用与风险态度	253
6.2.2 保证金转股模式	257
6.3 保证金转股模式下创业企业的管理	260
6.3.1 管理战略	260
6.3.2 管理渠道与方式	261
6.4 经典案例赏析:催生蒙牛——如何与天使相处? ..	265
第7章 创业投资的退出机制研究	269
7.1 退出机制对创业投资的重要性	269
7.2 我国创业投资的退出方式	271
7.3 我国创业投资退出的障碍	276
7.4 境外创业板市场的发展与启示	280
7.4.1 创业板市场的特点及其与主板市场的区别	280
7.4.2 纳斯达克市场	282
7.4.3 伦敦交易所另类投资市场	287
7.4.4 香港联合交易所创业板市场	293
7.5 我国创业板市场的设立构想	300
7.5.1 创业板的设立模式	301
7.5.2 创业板的运行机制	303
7.6 产权市场退出的定价与策略	305
7.6.1 创业投资的定价	305
7.6.2 创业投资退出的策略	307
7.7 经典案例赏析:雅戈尔——又一次漂亮的赚钱买卖!	308

第8章 我国创业投资运作的对策研究·····	315
8.1 我国创业投资发展的现状·····	315
8.1.1 我国创业投资的机构组织·····	315
8.1.2 我国创业资本的主要来源及投资取向·····	316
8.1.3 我国创业投资的退出机制·····	319
8.2 我国不同所有制条件下的创业投资比较·····	320
8.3 我国创业投资存在的主要问题·····	323
8.4 我国创业投资发展的趋势·····	326
8.5 促进我国创业投资发展的对策·····	329
8.6 经典案例赏析:天涯社区获500万美元创业投资··	334
主要参考文献·····	339

第1章 创业投资概述

创业投资（Venture Capital，又称风险投资）产生的历史虽然可以追溯到15世纪末期西班牙女皇伊莎贝拉资助的哥伦布海航之旅，但作为现代创业投资正式登上历史舞台的标志，通常被认为是1946年哈佛大学商学院教授乔治·多利特（Georges Doriot）与麻省理工学院校长卡尔·坎普敦（Karl Compton）联合波士顿的一些商业人士共同创建的“美国研究与开发公司”（American Research and Development Corporation，ARD）。

现代创业投资经过60余年的探索与实践，现在已经卓有成效，在全世界范围内取得了长足的发展。据《美国创业投资杂志》估计，1970年至1979年间，美国靠创业投资支持成立的高科技公司超过1.3万家；1979年至1985年间其创业投资额从25亿美元增加到115亿美元；2000年网络经济泡沫破灭之前曾高达1063.91亿美元，其中70%投向了高科技产业。创业投资已经成为美国高科技产业发展的强大动力，因此被誉为“镶嵌在美国经济中的一颗钻石”。日本的创业投资起步于20世纪50年代，到2001年日本新增创业投资额超过10000亿日元。1981年英国推出《创业法案》，刺激了投资者创业和对创业投资的热

情,从1979年到1994年,其创业投资额从2000万英镑急骤升至20.74亿英镑,15年间增长了100多倍,当前在创业资本市场上,英国占全部欧洲的创业投资额的40%~50%。与此同时,德国、法国、瑞典、以色列、韩国等国家,中国台湾和香港地区也都在积极发展创业投资业,创业投资已经成为当今世界高科技产业领域的一道亮丽的风景线。

1.1 创业投资发展概况

1.1.1 全球创业投资发展概况

按照创业投资发展的历史进程,大致可以分为20世纪40年代以前的萌芽期、20世纪40年代到20世纪60年代的开拓期、20世纪60年代到20世纪80年代的紧缩期、20世纪80年代到2000年的振兴繁荣期、2000年到2003年的调整期、2003年以来的复苏期等几个阶段。

1. 20世纪40年代以前的萌芽期

创业投资产生的历史可以追溯到15世纪末期。1492年,西班牙女皇伊莎贝拉同意支持哥伦布的航海探险计划,不仅封他为贵族暨大西洋海军元帅,准他担任未来所发现的岛屿和陆地的总督,而且这些头衔都将世袭,他可以拥有新发现土地上产品的百分之十,参与新土地上所有的商业活动,投资和利润占总额的八分之一。该计划结果获得了巨大的成功,哥伦布不仅发现了新大陆,而且为女皇带来了大量的矿产资源,为西班牙后来称霸欧洲200多年奠定了坚实的基础。同样,1519年麦哲伦开始实施航海探险计划的时候,西班牙国王也答应从新发现的领土中,拨出二十分之一赏给麦哲伦,并允许他们参与未来的土地开发。由于当时航海工具相当简陋,远航探险活动风险很大,但同时也可能带

来巨大的荣誉和财富，不仅具有明显的高风险性、高收益性特征，同时还具有现代创业投资的其他一些特征，因此可以被认为是创业投资产生的雏形。

到了19世纪末，由美国西部淘金热潮所引起的铁路建设、油田开发和远洋贸易，刺激企业家、银行家、富裕家庭和个人开始投资于这些风险项目。民间资本的大量参与，使得创业投资得到了进一步的发展。但尽管如此，这时候的创业投资活动还比较简单，没有正式形成专门的创业投资机构。

2. 20世纪40年代到20世纪60年代的开拓期

1946年，哈佛大学商学院教授乔治·多利特（Georges Doriot）与麻省理工学院校长卡尔·坎普敦（Karl Compton）教授联合波士顿的一些商业人士创建了“美国研究与开发公司”（ARD）。该公司是第一家公开交易的封闭型投资公司，由职业金融家管理，他们具备技术、管理、财务、法律等各个方面的知识和能力，主要为新成立的快速成长中的创业企业提供权益性融资。ARD的成立是现代创业投资开端的标志。

在当时美国的新英格兰地区，纺织业和传统机械制造业出现了大面积的亏损，从而使该地区的经济处于衰退之中。多利特和坎普敦经过调查分析后认为，该地区经济困境产生的原因有两个：老工业的亏损和新兴工业的缺乏。他们发现，尽管该地区及周围有很多著名的大学，如哈佛大学（Harvard University）、耶鲁大学（Yale University）、美国东北大学（Northeastern University）、麻省理工学院（Massachusetts Institute of Technology, MIT）等，拥有巨大的技术和人才资源，但由于对新办企业投资不足，以及缺乏优秀的有经验的企业管理人才，导致该地区新办企业成长艰难。ARD就是在这种历史背景下诞生的。基于发起人的共同认识，ARD的宗旨是：募集资金，支持和促进该地区的科研

成果向消费者所能接受的市场产品的尽快转化。不言而喻其投资对象是那些科技型的新兴企业。

ARD 在成立初期由于本身以及所投资的企业缺乏赢利能力和流动性,出现了负现金流,而且其宗旨和对投资对象的选择当时还不为大多数公众接受,在当时股市低迷的大背景下,不仅没有获得预期的资本收益,也没有能力支付股东红利,其股票因此大打折扣,进一步筹资也遇到了很大的困难,以至于该公司想在股票市场上公开筹集 500 万美元资金的目的没有达到。由于乔治·多利特、卡尔·坎普敦等创始人的声誉和杰出才能,ARD 起初筹集到了 350 万美元,但一直到 1951 年,公司业绩不佳,股价一直在低位徘徊。这是因为它是一个全新理念的投资公司,很难被公众接受,并且其管理层也在不断地摸索管理方法,积累投资经验。从 1951 年年底开始,ARD 所投资的公司开始赢利,1957 年 ARD 对数字设备公司(Digital Equipment Corporation, DEC)的投资获得了巨大的成功,不仅成为 ARD 公司成长的重要转折点,同时也预示着创业投资事业的美好前景。

在 ARD 成立后,美国的一些富裕家族也开始创设私人基金,向有增长潜力的中小新兴企业投资,但毕竟这种私人基金解决不了广大中小新兴企业的资本需求的困难,资本的供给远远小于对资本的需求。很多中小企业因此而被迫关闭,许多发明和创新也无法转化为现实的生产力。1957 年前苏联成功发射了人类第一颗人造卫星后,美国政府意识到仅仅由一些机构投资者通过投资公司为小企业提供私人权益资本是远远不够的,需要通过政府的作用发展更多像 ARD 这样的公司,刺激高新技术的发展。正是意识到这样的问题,美国政府开始采取一系列的措施促进创业投资产业发展。五角大楼也引入创业投资机制,尽快将科技成果转化为实际应用,现在国内流行的 CDMA 就曾经是美国军方的通