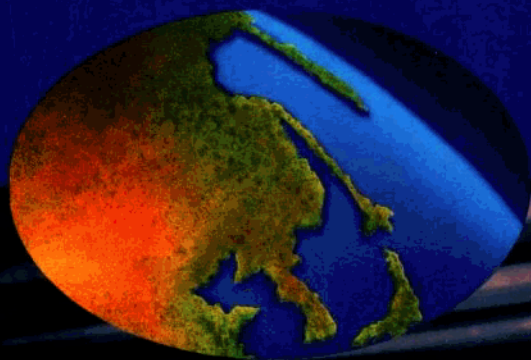



风险

投资概论

主编 张恩照



 中国财政经济出版社
fengxian touzi gailun

序 言

金融体系的建立需要完善的资本市场体系。在资本市场体系中股票市场主要是为了风险资本筹集资金。风险投资在国外已经有了几十年的发展历史，目前随着知识经济的迅速崛起，以高新技术为代表的信息业发展迅猛。人类在即将迎来 21 世纪的时候，回首我国经济的发展与社会进步，我们深切地感到中国迫切需要风险投资。我们想以本书作为所有想要对风险投资有所了解的人们的切入点。

中国的科学技术水平位居世界前列，但我们与发达国家的差距也很显著，主要在资金方面，尤其是风险投资不足。风险投资在美国等发达国家经过

了 50 多年的发展，对推动发达国家科学技术水平的提高和综合国力的增强，起到了巨大的促进作用，同时也为人类社会的进步做出了突出贡献。

我国的风险投资业在 20 世纪 80 年代开始起步，并取得了令人瞩目的成就，然而由于我们各方面体制的不配套，也由于相关机制不健全，没有取得预期的效果，进入 90 年代，我们才有了实质性的进展。

风险投资机制的建立，需要相关的机制配套，如：建立风险资本、风险投资基金、股票二板市场等，同时需要建立相应配套的法律法规，随着我国市场经济的不断深入和高新技术产业的迅速发展，我国的风险投资业也显现出良好的发展局面。以高新技术开发区和科技园区建设为代表的信息产业在 90 年代发展强劲，促进了产业结构调整 and 产业升级，其所处的第三产业在国民经济中的贡献率不断上升，已经超过了第一、第二产业的贡献。以政府投资和民营经济的崛起为特征的风险投资在部分城市的发展，推动了风险投资的开展，同时由于国外资本的介入，也促进了我国一些城市高新技术产业和企业的发展，国内一些高新技术企业通过在境外上市，进入了国际资本市场，扩大了资金来源，同时也为我们发展风险投资提供了经验。

风险投资在不同的国家和不同的经济发展时期应该具有不同的内容。我国属于发展中国家，生产力发展还处于较低的水平，但这并不影响高新技术的发展，我们可以通过推动高科技的发展，促进现有经济的变革。这

也是知识经济的主要特点。

我国的金融业目前处于调整时期，随着中国加入WTO日期的临近，我国的金融业也面临着巨大的挑战。而在发展风险投资业的同时，可以弥补我国金融体系原有的缺陷，并且我国金融业要向国际化方向发展，必须要有健全的体系，所以说金融业参与风险投资是必然的选择。

我国的商业银行应该对风险投资进行认真的研究。按照目前的分析，国外风险资本进入我国的风险企业，主要是在其成长期，这时的企业风险相对减少，而收益性会大大提高，国外风险资本正是根据这一点不失时机地进入企业，通过投入风险性相对少的资金，而获得高额回报，这是国外风险资本的普遍特点。我国的国有商业银行完全有能力进入这一领域。

首先，我国的商业银行面临着资源相对减少，市场空间相对萎缩，收益逐年下降，竞争日趋激烈的环境。我们可以通过对高科技企业的支持彻底改变这种环境。同时我国商业银行的有效介入，也是与国外资本的有效竞争。

其次，目前有必要对现行的规章制度进行修改，同时各地区应根据不同的形势和总体经济的发展要求，争取获得各级政府政策方面的支持，以使我国的金融资本与产业资本的結合能够有一个适当的切入点。

最后，我国风险投资业的发展还在于大批高素质人才的培养与使用，在于创新与借鉴，我们相信，只要将

我国的各种资源进行合理有效的调配和使用，未来中国
风险投资业发展的主导者，将是我们自己。

张恩照

2000年9月

Preface

The establishment of the financial system needs integrated capital market system. Financing for the venture capital is the main function of the stock market in the capital market system. It has been tens of years since the venture capital began to develop abroad. Nowadays, with the rapid emergence of the sciential economy, represented by the high and new technology, information industry develops fast. Heading towards the 21st century, looking back on the development of our economy and society, we could deeply perceive that China needs venture capital investment urgently. We want to take this book as the cut-in point for all the people who want to understand the venture capital investment.

The science and technology in China should be top ranking in the world. The main difference between our country and the developed countries is on financial resource, especially the deficit on the venture capital investment. The venture capital investment in the United States and other developed countries has developed for over 50 years, which has promoted the development of the science and technology and the elevation of the integrated national power and in the meanwhile, contributed to the advancement of the human society.

The venture capital investment in our country began to develop

in 1980's and has made great achievements. But the anticipated effects haven't been found due to the incoordinated system and the related unfit mechanism. We haven't made material progress until the 1990's comes.

The establishment of the mechanism of the venture capital investment needs the related coordinated mechanisms. For example, the establishment of the venture capital, the venture capital investment funds, secondary stock market, and etc. Meanwhile, the related laws and regulations should be established to coordinate with it. With the development of our market economy and the high and new technology industry, the venture capital investment industry has also grow better. The information industry represented by the high and new technology development zone and the science and technology borough has made rapid progress in the 1990's, which has promoted the modulation and the upgrade of the industrial structure. The proportion of the tertiary industry in the national economy also increases continuously, which has exceeded the proportion of the primary and the secondary industry. The venture capital investment characterized by the development of the government investment and the private sector of the economy has made rapid progress in some cities, which has promoted the development of the venture capital investment. In the meanwhile, owing to the intervention of the foreign capital, the development of the high and new technology industry and enterprises in some cities has been promoted. Some of the high and new technology enterprises has come into the international capital market by coming into on the overseas stock markets, which has widened the capital source and can provide ex-

perience for the development of our venture capital investment.

The concept of the venture capital investment should be different in different countries and in different period of economy development. Our country is a developing country whose productivity level is lower, but it doesn't mean that the development of the high and new technology would be obstructed. At the same time, we can accelerate the transformation of the existing economy by promoting the development of the high technology, which is the main character of the scientific economy.

The banking business in our country is now in an adjusting period now. China's entering WTO is coming, our banking business is facing a tremendous challenge. Therefore, when the venture capital investment industry is developing, the deficiency of the original financial system of our country would also be overcome. In the meanwhile, an internationalized banking business should be supported by a set of integrated systems. Therefore, the banking business must participate in the venture capital investment.

The commercial banks in our country must study the venture capital investment intensively. According to the actual analysis, the foreign venture capital invested in our venture enterprises is mainly at their growing stage when the enterprise risk is relatively less but the benefit is more. Therefore, the foreign venture capital could enter the enterprises with less venture capital and gain higher return, which is the common characteristic of the foreign venture capital. The state-owned commercial banks have power enter this field completely.

The environment around our commercial banks is lacking of re-

sources and benefits but full of competitions with a relatively depauperate market. We can change this situation by supporting the high technology enterprises. At the sametime, the intervention of our commercial banks is also an effective competition to the foreign capital.

It is high time to amend the existing systems and regulations. We should try to gain the policy support from all level governmental agencies according to the different local situations and the demand of the general economy development to make a cut-in point to integrate our financial capital and the industry capital.

The development of our venture capital investment industry depends on the numbers of high-qualified personnel and innovation and reference. We believe that if we renovate and make use of our various resources rationally, the future leaders of the venture capital investment industry in China would be ourselves.

Enzhao Zhang

Sept. 2000

目

录

第一章 绪论	(1)
第一节 风险投资的产生	(1)
第二节 风险投资的意义	(5)
第三节 风险投资的作用	(9)
第四节 风险投资的发展	(12)
第五节 风险投资的操作	(16)
第二章 风险投资理论	(31)
第一节 风险投资原理	(31)
第二节 风险投资程序	(34)
第三节 风险投资模式	(39)
第四节 风险投资运作	(40)
第五节 风险投资退出	(45)
第三章 风险投资基金	(48)
第一节 风险投资基金的概念及 运作	(48)
第二节 投资的来源	(51)

第三节	基金的建立与运作	(55)
第四节	风险投资基金来源	(62)
第五节	风险投资基金运用	(69)
第六节	风险投资基金的作用	(74)
第七节	风险投资基金研究	(83)
第八节	风险资本	(88)
第九节	风险投资基金策略	(95)
第四章	风险投资机制	(103)
第一节	风险投资需求	(103)
第二节	风险投资经营	(105)
第三节	风险投资管理	(112)
第四节	风险投资机制分析	(114)
第五节	风险投资获得	(122)
第六节	政府风险投资	(129)
第七节	中国二板市场	(132)
第五章	法律框架	(137)
第一节	中国的政策法规	(137)
第二节	风险投资的法规框架	(140)
第三节	上市公司的法律政策	(147)
第四节	风险投资的法律环境	(173)
第五节	法律运用	(180)
第六节	法律实践	(184)
第六章	国外风险投资	(190)
第一节	美国风险投资	(190)

第二节	纳斯达克 (NASDAQ) 市场	(208)
第三节	易斯达克	(211)
第四节	英国的风险投资	(215)
第五节	德国的风险投资	(215)
第六节	以色列的风险投资	(222)
第七节	日本风险投资	(230)
第七章	中国风险投资	(236)
第一节	中国风险投资	(236)
第二节	我国风险投资的发展	(244)
第三节	我国金融体系缺陷	(249)
第四节	我国台湾省的风险投资	(260)
主要参考文献	(264)
后记	(266)

第一章

绪 论

风险投资 (venture capital) 又称创业投资, 是指将资金投入到高新技术产业的一种投资行为。由于其投资于高新技术产业的过程中资金的收益具有巨大的增长潜力, 所以一旦成功, 则会给投资者和企业带来高收益。在存在着高收益的同时, 这种投资在技术、市场等许多方面也存在着失败的概率和风险, 所以也称其为风险投资。

第一节 风险投资的产生

一、风险投资的产生

20 世纪 20 至 30 年代的美国, 由于许多小企业的发展, 众多富裕的家族和个人向他们认为有前途的企业提供启动资金, 发展高新技术, 在高风险的同时, 存在着高的收益, 所以称其为风险投资。

在美国，接受风险投资的企业中有 80% 以上是高新技术企业，许多新建高科技企业的股权资本中 3/4 以上由风险投资提供。早期接受风险投资的企业中包括后来很有名的东方航空公司 (Eastern Airlines)、Xerox 等。微软公司、英特尔公司、苹果电脑公司等都是借助风险投资起步的。

风险投资在美国早期的发展是在 20 世纪 40 年代。在近 20 年的发展中，风险投资被认为是创新企业增长的发动机。风险投资的资本源于私人资本、公共养老金、保险公司、捐献基金、公司及个人投资者等。由于其回报惊人，使得风险投资基金的规模急剧增长，补充了投资所需资金。

二、ARD 的成立

风险投资业诞生的标志是 1946 年美国研究与发展公司 (American Research and Development Corporation, 简写: ARD) 的成立。1946 年 6 月 6 日，ARD 成立。它是第一家公开交易的、封闭型的投资公司，主要为成立时间短而增长快速的企业提供融资。这些新企业对美国经济的发展具有重要的意义。ARD 诞生后由于企业出生率过低，进行长期融资有一定困难，新兴企业规模小，各方面不成熟，很难从银行或其他机构投资者借到钱。

根据这些企业的特点和所面临的困境，ARD 的创始人拉弗·弗朗德斯 (Ralph Flanders) 认为：“我们需要从下而来的新的力量、能量和能力。我们需要把信托基金中的一部分和那些正在寻找支持的新主意结合起来。”他认为应该放宽美国 1940 年制定的投资法案对信托基金的限制，从而可使它们拿出其资产的 5% 投资于新生的企业。

由于吸引资金出现的困难，大量的新兴企业面临着困境，投资领域的专家呼吁建立一个私人机构吸引机构投资者，而不用或

不仅限于从政府获得帮助。其思路是建立一个专门机构，给新企业提供管理服务，对新企业提供管理的技术和经验及资金等支持。在这种条件下，ARD 的成立可以说是促进了风险投资的职业管理者的发展。

由于 ARD 在产生后还是一个全新的概念，当时还不容易被人们接受，所以在业务发展和投资项目选择方面也面临着巨大压力。ARD 第一笔投资是高压电工程公司（High Voltage Engineering Corporation，简写：HVE），HVE 是麻省理工学院的 5 个物理学家和工程师创办的，后来成为第一批在纽约股票交易所上市的且有风险投资背景的高技术风险企业之一。有关资料显示到 1947 年底，ARD 投资了 6 个初创的企业和 2 个老企业。这种投资延续到 50 年代，导致的结果是：ARD 本身和它所投资的一系列公司（Portfolio Companies）缺乏获利能力和流动性，出现了负的现金流量，没能获得预期的资本收益，也没有能力支付股东红利，并且公司直到 4 年后才出现了盈利。

由于风险企业在资金运作过程中出现了负的现金流量，ARD 公司的股票在市场上走低，造成了上市企业进一步筹资的困难。为了帮助这些公司摆脱困难，ARD 开始运用一些先进的管理手段，进入所投资企业的管理。可以说 ARD 的管理介入模式，顺应了当时市场和企业的需要，而面对大部分 ARD 所投资公司的破产威胁，ARD 成功地扭转了这一趋势，即在对所投资企业提供资金支持的同时，在管理上也同时跟进，全方位地扶持企业发展，使其在市场上重新树立了角色。

然而 ARD 仍面临着资金短缺的现实。为了摆脱公司资金紧张的困境，在 1949 年 ARD 决定扩大筹资，进一步筹资 400 万美元，但仍然很难找到大批的投资者。其原因是一部分投资者不认可 ARD 的运作方式，另一部分是因为股票分析家更注重现实的

收益。结果是 ARD 通过私募的方式只筹集到了 170 万，到 1951 年，ARD 公司的资金才开始获得足够的流动性。这时其所投资的公司中 10 个开始盈利，这样使它最终筹集到了所需的 230 万美元。

另一个问题是在其后的 8 年中，由于市场的变化，ARD 的股票经常以 20% 或更多的折扣出售，使得公司不得不出售其所投资公司的股份以获取现金。面对这种状况，ARD 的经营宗旨发生了根本性的转变：公司决策者们开始关心盈利性，并且意识到应该对投资者支付红利。

三、投资 DEC

ARD 历史上最重要的投资案例是在 1957 年，投资于数字设备公司 (Digital Equipment Corporation, 简写: DEC)。这项投资的成功，改变了美国风险投资业的发展方向和趋势。由于 DEC 的飞速发展，到 1971 年，ARD 的股份价值达 3.55 亿美元。ARD 所持有的 DEC 股份价值在投资过程中收益增加了 5000 多倍。

1 年后，当 ARD 被出售给 Textron 公司时，它的每一原始股价格为 813 美元。从 ARD 公司成立时算起，它的综合回报率为 14.7%，DEC 的成功为 80 年代前的风险投资业树立了榜样。即所有风险投资的企业中，至少要有 1 家“明星企业”。

ARD 作为风险投资的开创者，其特点是仅采用权益资本投资，投资期长，而且有可能在短期内承受损失和负的现金流量。ARD 为其后人提供了经验。

第二节 风险投资的意义

从风险投资产生与发展的过程，我们不难看出，风险投资与高新技术产业关系密切。目前，随着知识经济的发展，世界上各个国家都在致力于发展高新技术产业，而这种发展本身充分说明了无论发达国家还是发展中国家，高科技产业对经济都起着非常重要的作用。

风险投资的发展对传统的金融业形成了巨大的冲击。由于产业的发展过程需要与金融资本进行有效的结合，而在世界各国的金融业发展过程中，金融管制和有关金融法律法规成为了制约风险投资发展的关键，所以为发展高新技术产业的投融资就成为关键的问题。世界各国政府也充分认识到了这一点的重要性，均致力于推动风险投资业的发展。

一、我国风险投资的发展

我国的风险投资业产生于 20 世纪 80 年代。确切地说，当时我国开展的主要是科技贷款，和部分非银行金融机构针对一些新兴企业的高收益开展的投资。而严格意义上的风险投资并没有在这时开展起来，只是在局部地区进行了尝试，这既有历史的原因，也有我国当时产业发展和金融政策制约的因素。

可以说开展风险投资在我国是一种新事物。虽然 20 世纪 80 年代以来随着我国经济体制改革的深入进行，民营企业迅速增长，但由于我国民营企业产品本身的制约和技术水平的限制，风险投资的发展一直较慢。随着技术和管理创新等对高科技产业乃至经济增长的贡献作用，特别是随着知识经济的兴起，国外通过