

“河北省社会科学重要学术著作”资助出版
“东北大学秦皇岛分校教材（著作）建设基金”资助出版

The Strategies of
Venture Capital
风险投资策略

—— 罗国锋 ⊙ 等著 ——



 中国财政经济出版社

“河北省社会科学重要学术著作”资助出版
“东北大学秦皇岛分校教材（著作）建设基金”资助出版

风险投资策略

The Strategies of Venture Capital

罗国锋◎等著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

风险投资策略 / 罗国锋等著. — 北京: 中国财政
经济出版社, 2013.12

ISBN 978-7-5095-4990-2

I. ①风… II. ①罗… III. ①风险投资 IV.

① F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 297765 号

责任编辑: 卢关平

责任印制: 张 健

封面设计: 逸品文化

版式设计: 逸品文化



中国财政经济出版社出版

URL: [http: // www.cfeph.cn](http://www.cfeph.cn).

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 88190406 北京财经书店电话: 64033436 84041336

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

710×1000 毫米 16 开 18.75 印张 268 000 字

2013 年 12 月第 1 版 2013 年 12 月北京第 1 次印刷

印数: 1-2 000 定价: 39.80 元

ISBN 978-7-5095-4990-2/F·4050

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

反盗版举报热线: 88190492, 88190446

序

风险投资本质与风险投资策略

1986 年中国有了第一家风险投资（也即创业投资，下同）公司。自那时算起，中国风险投资行业走过了近 28 个春秋，到现在有 1100 多家机构，管理资本超过 3300 亿元。即便把全行业都加总，还比不过一个中等规模的银行。一定要注意的，就这样一个“小”行业，从党的十六大报告到十八届三中全会作出的决定等党的纲领性文件中几乎都有提及；《公司法》、《证券法》、《合伙企业法》等重要法律先后修订；国务院有关文件、条例以及部门规章不断出台和调整。由此可见，风险投资带来的不是一般性的资金，而是资金之外的某种力量，我个人将之称为技术创新风险的经营能力。这正是其他金融机构、金融工具和金融机制不能比拟的，是其核心价值所在。现代风险投资源发于美国，破解了金融体系日益集中垄断，日益追求流动性、安全性的滞局，与需要分散、多元和允许试错的电子信息产业融资需求之间的矛盾，从而催化了信息产业革命，深刻地变革了世界经济，至今方兴未艾，波澜迭起。为应对新技术浪潮挑战，中国不仅在相应的科学技术领域中投入资源跟踪研究，同时引入风险投资、科研经费竞争性分配、高新园区等促进机制。作为调动市场积极性的有力手段，风险投资在各方面的热切期待和支持中，虽有曲折起伏，总体从快向好，与各项要素与机制共同作用，成就了中国高新技术产业的今天。面向未来，中国风险投资尤其要着力解决好相互牵扣的两个问题。

第一，需要更加清晰地明辨风险投资概念和本质，最终使中国风险投

资从“名似”、“形似”阶段进入“神似”阶段。什么是“名似”？就是起名叫“风险投资”。早期不少机构挂个“风险投资”的牌子就可以是风险投资，却大搞房地产、股票二级市场，有的已经失败了，有的直到现在还没有开展过像样的风险投资业务。那什么是“形似”呢？有了“风险投资”机构之后很长一段时间，才知道真正的风险投资的运作机制和我们的并不一样，采用有限合伙制而非我们采用的公司制，而且是投管分离的，还要有一整套机制体系支撑，如募资、管理、控制、中介和退出等。各项法律法规的修订与健全，标志着进入追求“形似”阶段。但是，必须要看到我们离真正“神似”的境界尚有距离。这期间恰逢风险投资在全球范围内不断成长、演化、分叉出私募股权基金、并购基金、产业基金、对冲基金等近远亲邻。如此热闹的场面冲淡了我们对本质的理解，很多机构故意混淆概念，有些地方政府也乐得糊涂，一大批比银行还要短视的所谓“私募股权投资”被热捧起来，很多纯属于多余的机构却随时可以打着风险投资的名义，获得从地价房租补助到直接补助的公共资源投入。

所以，必须回到本质和前提。什么是技术创新风险的经营能力，说白了就是主要做“技术高、年龄小”的投资项目。先说坏消息，这多年来这种“经典的”风险投资总体上还是很少，与快速膨胀的私募股权投资很不相称，而且一些功能被设定为做经典风险投资的机构——主要指国有风险投资机构，由于套用了一般经营性国有资产的考核指标体系，快速淡出这一领域，向一般性的持股公司退化。好的消息是，有一些真正做风险投资的机构以各种形式新生，如从孵化器、工程技术研究机构拓展出的一批风险投资，很可能在推动中国从制造中心转变为创业中心乃至创新中心的过程中成长起来，成为名副其实的“有中国特色”的风险投资，引领下一个全球风险投资的风向。这比“神似”还要高一个层次，可称为“升华”。

第二，无论在微观层面还是在宏观层面，中国风险投资必须以更好的策略，发挥对技术路径市场化决定方面的特有功能。目前流行的观念还在于风险投资对新生技术和企业育成作用，这个观念要从两个方面给予进一步深化，方法是从宏观看微观，从微观看宏观，无论是业界实操者还是政

府政策制定者都将会新发现和深发现。美国风险投资总体数据表明，有风险投资介入的企业研究开发经费（R&D）强度必高，将 R&D 投入转变为工业专利的速度更快，更能显著减少从研发到销售收入的时间。这些汇总统计数据清晰地说明，创业风险投资以其他金融机构难以服务的高强度研发企业为目标对象，使得研发产生的知识尽快产权化和资本化，为新产品打开销路，这是风险投资降低自身风险的核心经营策略，其他增值服务应以此为落脚点。同时，从风险投资在美国电子信息产业发展过程中所发挥的作用看，其主要的工作是在不断地撮合技术项目以及提供新的技术解决方案。前一个功能主要是尽可能把互补性强的技术项目组合在一起，发挥“1+1>2”的整体功效；后一个主要是针对某一个技术环节，尽可能拿出新的、不同以往的技术方案，在各种技术之间创造市场化的竞争机制。如果“俯瞰”风险投资的这些重要活动，就发现对于全部经济活动来说，风险投资是功能强大的“筛选器”和“放大器”，在它的媒介作用下，不断试错和竞争，产生出了对社会而言的较优技术“路径”。原本封闭在一个产业、一个企业的技术创新被改造为开放的技术创新模式，创新的效率大大增加。因此，从国家层面要增加技术创新体系的开放性，提高效率和效益，找到市场化决定技术项目和经费的方法，培育合格优质的风险投资是一种上佳“策略”。宏微观相互换位使得对问题的分析更加清晰。

我提出的第一个问题是说，中国的很多风险投资机构定位偏差，所以自身的策略过于注重财务层面的对赌协议、包装上市，自身能力也只能做一般性财务投资人，即“搭便车”式的分享者，能裨益于跨界撮合技术，营造技术路线竞争的不多。经济学理论告诉我们，凡是“搭便车”者多的领域，资源配置总是效率低下的。我们说，第一问题和第二个问题是相互交织在一起的。越是以“技术高、年龄小”的项目入手，越是能锻炼出技术风险经营能力，也就越是发挥了信号“放大器”、“筛选器”的功能，对社会技术路线的优化功能也就越强，反之亦然。

东北大学秦皇岛分校创新创业与风险投资研究所的罗国锋博士及他所带领的团队，多年来孜孜不倦地研究风险投资，《风险投资策略》一书是

众多成果中的一例，希望读者能从该书的观点、事实和论述中得到相应启发。由于我个人水平、眼界有限，仅是泛泛而谈，但对这个话题却十分关注，是为序。

中国科学技术发展战略研究院 研究员

科技投资研究所所长

中国科技金融促进会秘书长

郭戎

2013年11月25日

前 言

近年来受趋紧的货币政策的影响，中小企业融资难问题比以往更加凸显，与此同时，风险投资在融资方面的重要性也得到了更广泛的认同。

风险投资，又称为创业投资，与传统金融服务不同，风险投资追求的是高风险背后的高收益。由于风险投资主要选择高技术产业进行投资，风险投资在支持技术创新、产业结构升级、提高国家综合国力方面都具有重要而深远的意义。

从1984年“建立创业投资机制的建议”提出开始，中国的风险投资业经历了低谷和高潮，如今已进入一个蓬勃发展的新阶段。阿里巴巴、土豆网、分众传媒、携程网……一个个成功的案例为风险投资机构和创业企业树立了典范。风险投资有别于传统投资，人称“另类金融”。所谓另类，是因为它的投资标的、获利渠道、经营原则等都与传统投资完全不同。风险投资的这些特点和性质决定了风险投资机构必须采取与之相适应的投资方式，才能降低失败率，提高成功率，确保高收益；否则，投资效果不理想，损兵折将，严重者甚至全军覆没。

面对如此的高风险，风险投资策略的制定显得尤为重要，关系着机构投资成败的关键。风险投资策略是投资机构战略的有机组成部分，它如同风险投资机构的大脑，代表着投资机构的思想、定位以及行为准则。对于风险投资机构来说，从高风险到高回报，实现这种转化的是风险投资机构的灵魂——风险投资家。风险投资家负责筛选投资项目，还要在投资后为

其提供各种增值服务,因此风险投资家的行为直接关系到最终的投资成败。风险投资家的投资偏好、投资行为是风险投资策略的具体表现。

那么,风险投资策略包括哪些内容?自风险投资在中国兴起以来,中国风险投资机构的投资策略发生了哪些变化?这些投资策略对于投资绩效究竟产生了怎样的影响?业内领军机构表现出怎样的投资行为和投资表现?

本书以 CVSource 股权投资数据库为主要数据来源,采用定量和定性的分析方法对风险投资家的价值认知策略、投资组合策略以及注资策略做了细致的研究,用最为直观的数据为读者呈现一幅关于中国风险投资策略的全景画卷。

本书的具体内容包括:风险投资策略概论;风险投资的价值认知策略;人力资本与价值认知策略;价值认知策略与投资绩效;行业偏好与行业专注策略;阶段偏好与早期阶段投资策略;地理亲近策略;联合投资策略;风险投资策略影响因素案例研究;人力资本、投资策略与投资绩效。

本书还系统地研究了人力资本和社会资本两大要素对于风险投资家认知策略和投资策略的形成所产生的影响,并验证了价值发现和价值增加两大功能对于提升风险投资机构绩效起到的关键作用。此外,本书还利用中国风险投资机构的独特样本,研究了风险投资机构人力资本、社会资本与投资策略和投资绩效之间的联系。

从应用角度讲,本书提出的结构化认知模型有利于风险投资家审慎考虑新技术企业的价值,从而做出更加科学的投资决策;同时,对人力资本、社会资本与投资策略之间关系的研究结论有利于风险投资机构调整其组织结构、构建合适的团队并制定与其人员配备相匹配的投资策略,取得更好的投资绩效。

成熟风险投资市场几十年来的经验已经证明了风险投资是最为典型的先进生产力,更是一个国家未来经济竞争力的推动力。希望本书的研究无论对于实际从业者,还是研究机构都能够起到一定的参考作用;也希望通过中国学者的共同努力和不断探索,早日构建中国特有的风险投资理论和实践体系,从而正确引导中国风险投资业的健康发展。

本书的完成是东北大学秦皇岛分校创新创业与风险投资研究所研究人员共同努力的结果，其中，部分章节主要由如下老师完成：

张文亭：东北大学秦皇岛分校经贸学院教师，创新创业与风险投资研究所核心成员，南开大学博士。她完成了本书的第一章、第二章、第三章和第四章。

焦燕莉：东北大学秦皇岛分校经贸学院教师，创新创业与风险投资研究所成员，天津大学博士。她完成了本书的第五章、第七章和第九章。

王雪佳：东北大学秦皇岛分校经贸学院教师，创新创业与风险投资研究所成员，燕山大学在职硕士研究生。她完成了本书的第六章和第八章。

李严：东北大学秦皇岛分校创新创业与风险投资研究所成员，东北大学博士。她完成了本书的第十章。

全书由东北大学秦皇岛分校创新创业与风险投资研究所所长罗国锋博士统稿，中国科技金融促进会秘书长、中国科学技术发展战略研究院科技投资研究所所长郭戎研究员和中国科技产业投资公司投资总监毛瑞杰先生为本书提出不少宝贵意见，毕业于东北大学秦皇岛分校创新创业与风险投资研究所的硕士研究生李启刚、安然、郑建飞、李加鹏、周超均对本书做出了重要贡献，在此一并表示感谢。

本书受“河北省社会科学重要学术著作”立项资助出版，同时受“东北大学秦皇岛分校教材（著作）建设基金”立项资助，特此感谢！

我们还要感谢中国财政经济出版社相关领导的大力支持和卢关平老师的无私帮助，正是他们的帮助使得本书能够顺利出版。

最后，感谢所有团队成员和默默支持我们的各位老师和朋友！

罗国锋

2013年9月1日

目 录

第一章 风险投资策略概论	
第一节 风险投资策略的概念界定	3
第二节 风险投资策略的分类	4
第二章 价值认知策略	
第一节 价值认知策略指标的文本分析	16
第二节 价值认知策略测量结果	20
第三节 研究结论	26
第三章 人力资本与价值认知策略	
第一节 人力资本概述	29
第二节 人力资本与价值认知策略实证研究	32
第三节 研究结论	41
第四章 价值认知策略与投资绩效	
第一节 企业绩效及风险投资家认知概述	46
第二节 研究假设, 变量与数据	48
第三节 统计分析结果	56
第四节 价值认知策略与投资绩效关系	61

第五节	价值认知策略与人力资本的调节作用	66
第六节	研究结论	71
第五章	行业偏好与行业专注策略	
第一节	风险投资行业概述	75
第二节	不同行业投资事件数量纵向分析	78
第三节	VC、PE 机构的投资行业分布	93
第四节	中外资机构的投资行业分布	96
第五节	风险投资机构的新技术行业投资分布	98
第六节	关于特定行业的风险投资机构专注排名	103
第六章	阶段偏好策略	
第一节	阶段选择偏好概述	116
第二节	行业与阶段选择偏好	119
第三节	资本来源与阶段选择偏好	123
第四节	VC 机构的阶段选择偏好	137
第五节	研究结论	141
第七章	地理亲近策略	
第一节	中国风险投资地域分布现状概述	146
第二节	风险投资聚集的原因分析	149
第三节	地理亲近对投资绩效的影响	160
第四节	研究结论	175
第八章	联合投资策略	
第一节	联合投资总体概述	178
第二节	联合投资地域聚集性分析	181
第三节	不同的机构类型对联合投资的影响	186
第四节	联合投资网络特征研究	187

第五节	研究结论	209
第九章	风险投资策略案例研究	
第一节	案例样本概述	203
第二节	案例研究结果	205
第三节	研究结论	213
第十章	人力资本、投资策略与投资绩效	
第一节	理论基础及研究假设	215
第二节	样本选取、变量描述及数据检验	244
第三节	研究假设检验	257
第四节	实证结果分析及建议	270

风险投资策略概论

风险投资作为一种高风险、高收益的投资方式，对于支持技术创新、促进产业结构升级具有极其重要的作用。对于风险投资，有许多不同的定义。《牛津字典》给出了一个相对比较简单说法，即投资于新公司帮助其发展的资本，并具有很大的风险。《美国商业大词典》（Business Dictionary）定义 venture capital 为 risk capital，更突出了其风险的特质。美国风险投资协会（National Venture Capital Association）认为风险资本是由风险投资家向那些具有发展潜力、成长率较高的新兴企业提供的金融资本。风险投资家通过提供风险资本来交换企业的一部分股份，以此和企业所有者共担风险。《中国风险投资年鉴 2010》（以下简称《年鉴》）中给出的风险投资定义为：风险投资是专门针对迅速发展的，有巨大竞争潜力的，新兴的私营企业提供的资本，通常是权益性资本，并进行独立运作。《年鉴》还指出风险投资在很多方面有非常重要的作用，例如，可以帮助创业者创业、推动高新技术产业化、促进科学技术成果向生产力的转化等等。另外一些学者，如勒纳（Lerner，1994）认为：风险投资是指专门向初创企业提供财务资本，这些企业往往具有很高的发展潜能以及快速的成长率，同时也具有较高风险。风险投资基金通过持有受资企业的股份来获取利润，而且这些企业往往都是高科技行业，拥有独特的技术或商业模式^[1]。开普兰和斯特龙伯格（Kaplan and Stromberg，2004）将风险投资称为“积极的投资者”，主要是为高科技行业的初创企业进行融资和管理支持。综上，

风险投资就是个人或机构通过一定方式募集风险资本，投资人以股权的方式将其投入具有高成长潜力的创业企业，并通过提供一系列增值服务参与企业经营，最终以上市、股权转让等形式退出企业，获取高额回报^[2]。

从这个定义中不难看出，风险投资最典型的特点是高风险、高收益。风险投资家往往把投资方向瞄准具有广阔市场前景、附加值高，甚至改变传统生产、生活和思维方式的创新型项目与产品，这些项目或产品的技术、经济、管理及市场等方面的风险都是相当大的。从发达国家的实践来看，种子阶段的成果能够为初创阶段所采用的比例大约只有 10% 左右，初创阶段成功过渡到发展阶段的几率也仅有 20%，再进入产业化阶段比例为 30%，可见，投资成功率是非常低的。当然，由于成功的技术或构想往往使最终产品和服务达到前所未有的完美，因而，风险投资一旦成功，便可获得巨额利润。

对于风险投资机构来说，从高风险到高回报，实现这种转化的是风险投资机构的灵魂——风险投资家。风险投资家负责筛选投资项目，还要在投资关系形成后为其提供管理及资本运作等服务。因此，风险投资家的行为直接关系着最终的投资成败。风险投资家的投资偏好、投资行为表现为风险投资策略。风险资本运作的过程其实就是风险投资策略实施的过程。海格（Hege，2003）在对影响风险投资绩效的要素进行研究时发现，风险投资策略对于提升投资绩效具有重要影响^[3]。风险投资策略是投资机构战略目标的有机组成部分，它如同风险投资机构的大脑，代表着投资机构的思想、定位以及行为准则。风险投资机构如同一座桥梁，连接着投资人和创业企业。对于基金投资人而言，他们可以根据机构的投资策略来衡量和筛选值得托付的执行者；对于创业企业而言，他们则通过机构的投资策略来寻求适合自身发展需求的合作机构。

风险投资策略究竟有哪些？在中国的风险投资市场上，这些策略是如何被运用的？这些策略产生了怎样的效果？本书将对这些问题一一解答。

第一节 风险投资策略的概念界定

投资策略的核心是根据市场特征，制定具备盈利特征的集合策略，主要依赖投资者预期与市场历史表现之间的关系，达到一定收益预期的操作策略。

“策略”一词原出自军事用语，应用到经济行为中，投资策略就是企业的最高决策机构制定的企业投资活动的目标和为实现这个目标所作的重大措施安排。风险投资机构投资于何种类型的项目、如何投资等问题无不涉及投资策略问题，它是企业战略的一个重要组成部分，是保证实现投资收益等目的的重要谋略思想，是在投资活动中为实现投资战略目标而采取的具体对策与方法手段。

风险投资机构最重要的两大资源是人和资本。究其根源，资本也是由人募集而来，因此，风险投资机构的核心资源就是人，即风险投资家。每位风险投资家所掌握的专业知识、能力、信息、资源及关系都是独特的、有限的。而由风险投资家组成的管理团队，就形成了机构的信息库和资源关系网络。如果我们视风险投资为积极投资者，积极地监督和支持被投资公司，同时提供金融资本和人力资本、关系资源、知识和专业技能等，那么他们采取更有针对性（专业化）的投资策略最有可能增加其投资公司的价值，在给定的风险水平得到更高回报。简单来说，风险投资的过程由于不确定性程度高、信息不对称等问题充斥着各色风险，投资策略的形成就是以一己之长来抵御风险并最终达成目标。

实验心理学表明：（1）人们在进行不确定性决策时由于存在损失厌恶等心理因素而出现决策偏好，因而无法做到理性预期。（2）由于认知过程的启发法、框定依赖、过度自信等心理特征而导致判断的认知偏差，因而无法对市场做出无偏估计。

行为金融学认为：投资者是非理性人，他们由于心理的因素而存在系统性的认知偏差、情绪偏差以及决策偏差，从而导致资产定价的偏差，即资产价格偏离其真实的价值，投资策略的存在变得具有实际意义。

综上所述，风险投资策略是风险投资机构为实现其投资战略目标而由高层管理团队制定的一系列的投资对策与准则，并且这些对策与准则既是固定的又是灵活的，须根据形势的发展和变化进行调整，其内在表现为一个风险投资机构发展的轨道，外在表现则为一定的投资倾向或偏好。

第二节 风险投资策略的分类

风险投资策略是与风险投资的运作相伴而生的。因此，我们首先要对风险资本的运作过程有所了解。图 1.1 描述了风险资本的运作过程。

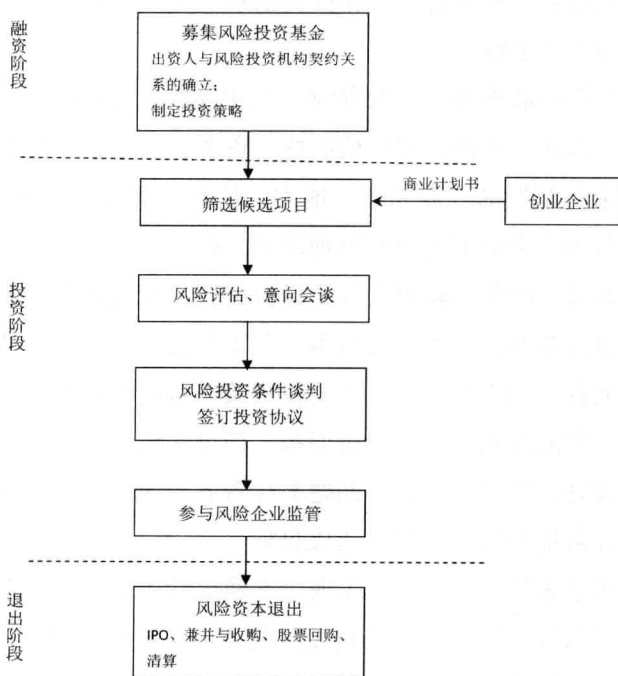


图 1.1 风险资本运作流程图

从图 1.1 的运作流程图中可以看到，风险资本的投资全过程可划分为三大阶段：融资阶段、投资阶段和退出阶段。在融资阶段，机构需要初步拟定基金的投资策略及投资方向，包括基金拟投资的行业分布、被投资企业