

风险投资学

王斌
编著

Venture Capital

清华大学出版社



风险投资学

Venture Capital

王 斌 编著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

本书从金融中介的视角详细、全面地阐述了风险投资运作的基本原理、体系和过程，构建了一个完整的风险投资理论体系。本书还系统地诠释和分析了风险投资运作中的一系列核心问题，包括投资策略、基金募集、尽职调查、估值方法、投资工具选择、交易结构设计、投资后管理和退出等。本书在内容安排上兼顾理论性和操作性，书中附有大量案例，以帮助读者更好地理解 and 掌握风险投资理论知识。

本书可作为金融、投资和经济管理类专业风险投资学课程的教材或教学参考书，也可供相关专业的教师、专业投资人士、风险投资机构的管理人员和员工阅读参考。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

风险投资学 / 王斌 编著. —北京：清华大学出版社，2019

ISBN 978-7-302-51711-5

I. ①风… II. ①王… III. ①风险投资 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 267465 号

责任编辑：施 猛

封面设计：常雪影

版式设计：方加青

责任校对：牛艳敏

责任印制：杨 艳

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>，<http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社 总 机：010-62770175 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969，c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈：010-62772015，zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：清华大学印刷厂

经 销：全国新华书店

开 本：185mm×260mm 印 张：29.25 字 数：587 千字

版 次：2019 年 3 月第 1 版 印 次：2019 年 3 月第 1 次印刷

定 价：68.00 元

产品编号：080017-01

前 言

风险投资(Venture Capital)是一种特殊类型的私募股权投资，它在可用于投资的资本与具有高成长性的新企业之间扮演金融中介的角色。在资本市场上，一方是众多拥有闲置资本的投资者，另一方是大量急需资金来实现创意的创业企业。由于这些创业企业具有很高的不确定性，存在严重的信息不对称，缺少可用于抵押的实物资产，现金流通常为负，甚至处于亏损状态，因此，它们很难通过商业银行等传统的金融中介获得资金支持，其发展潜力由于资金短缺而受到了严重的制约。风险投资作为一种新型的金融中介，能够有效克服创业投资中存在的不确定性和信息不对称，能够提高预期的投资收益水平，因此，它成功地将投资者与创业企业连接在一起。通过风险投资的金融中介职能，资本市场上由众多分散的投资者所掌握的闲置资本被源源不断地注入创业企业，从而解决了创业企业面临的融资难题，促进了创新和创业活动的开展。

由于在推动创新和经济发展方面具有重要作用，风险投资日益受到重视。目前，国内已有不少介绍风险投资的书籍，而本书的不同之处则在于将风险投资定义为一种金融中介，从而将其与天使投资、公司风险投资和政府风险投资等直接投资行为区分开，这有助于建立一个逻辑清晰的论述框架。本书围绕狭义的风险投资，将风险投资理论概括为基本原理、运作体系和运作过程三个方面，然后分别从这三个方面对风险投资学的理论体系进行阐述，使读者能够正确理解风险投资的概念和内涵，深刻领悟风险投资的本质，并在此基础上了解风险投资运作的基本原理、组成体系和运作过程，从而对风险投资的理论和实务有一个较为完整的把握。

本书内容分为三大部分。第一部分主要介绍了基本原理。首先，阐述了广义和狭义的风险投资，分析了风险投资与私募股权投资的关系，探讨了风险投资对创新和经济发展的作用；其次，分析了创业融资障碍以及风险投资存在的原因及作用，介绍了风险投资的运作体系、运作过程以及商业模式；最后，回顾了风险投资的起源和发展历程，探讨了风险投资的制度演进。第二部分主要介绍了运作体系。首先，介绍了风险资本的提

供者，重点分析了机构投资者的特点、投资动机和典型的投资方式；其次，介绍了风险投资基金的概念、组织形式，以及有限合伙协议的主要内容；再次，介绍了基金管理公司的基本知识；最后，介绍了风险投资家的作用，以及作为风险投资家需要具备的基本条件。第三部分主要介绍了运作过程。首先，介绍了基金投资策略的制定；其次，介绍了风险投资基金的募集过程；再次，以投资流程为主线，介绍了项目来源、初步筛选、尽职调查、估值、投资工具选择和交易结构设计等环节的原理与操作实务；最后，介绍了投资后管理与退出机制。

本书从理论和实务两个方面对风险投资进行了系统的阐述，覆盖与风险投资运作有关的所有重要原理和观点。通过对本书的学习，读者可以对风险投资的基本理论与知识有一个全面和系统的理解。

编者在编写本书的过程中，恩师中国人民大学风险投资发展研究中心的刘曼红教授给予了悉心的指导，并提出了许多宝贵的建议。同时，盈富泰克创业投资公司的刘廷儒先生为本书提出了珍贵的修改意见。另外，清华大学出版社的施猛编辑为本书的出版提供了诸多帮助。在此，对他们表示衷心的感谢！

由于水平有限，书中难免存在需要改进之处，恳请读者批评指正。反馈邮箱：wkservice@vip.163.com。

编者
2018年5月

目 录

第1章	1
风险投资概述	
1.1 风险投资的概念	2
1.1.1 广义的风险投资	4
1.1.2 狭义的风险投资	8
1.2 风险投资与私募股权投资	14
1.2.1 私募股权投资概述	14
1.2.2 风险投资与私募股权投资的区别	18
1.3 风险投资对经济发展的作用	20
1.3.1 推动经济增长模式的转变	20
1.3.2 促进技术创新	22
1.3.3 促进创业活动的开展	25
1.3.4 促进新兴产业的形成	25
1.3.5 创造就业机会	26
1.3.6 优化资源配置	27
第2章	30
风险投资运作的基本原理	
2.1 风险投资存在的原因	31
2.1.1 创业企业的融资需求	31
2.1.2 创业融资障碍	31
2.1.3 传统金融中介的局限性	33
2.1.4 风险投资存在的重要性	35
2.1.5 风险投资的优势	36
2.2 风险投资的运作	38
2.2.1 风险投资运作的基本任务	38

	2.2.2 风险投资的运作体系	39
	2.2.3 风险投资的运作过程	41
	2.3 风险投资的商业模式	44
	2.3.1 盈利模式	44
	2.3.2 价值创造模式	50
	2.3.3 投资收益分配	53
第3章		55
风险投资的发展	3.1 风险投资的发展历程	56
	3.1.1 风险投资的起源	56
	3.1.2 风险投资行业的形成	56
	3.1.3 风险投资行业的发展初期	58
	3.1.4 风险投资行业的复苏	59
	3.1.5 风险投资行业的繁荣	60
	3.1.6 风险投资行业的持续增长	62
	3.2 风险投资的发展现状	63
	3.2.1 基金募集	63
	3.2.2 基金投资	64
	3.2.3 退出	68
	3.3 风险投资的发展路径	69
	3.3.1 风险投资形成与发展的条件	69
	3.3.2 风险投资的制度演进	72
第4章		84
风险资本的提供者	4.1 风险资本概述	85
	4.1.1 风险资本的特点	85
	4.1.2 风险资本来源的结构	86
	4.1.3 影响风险资本供给的因素	90
	4.2 机构投资者	92
	4.2.1 机构投资者的概念	92
	4.2.2 机构投资者的特点	92
	4.2.3 机构投资者的投资动机	94
	4.2.4 机构投资者的资产配置	96
	4.2.5 机构投资者的投资途径	97
	4.3 风险资本提供者的类型	99
	4.3.1 养老基金	100
	4.3.2 捐赠基金	101

	4.3.3 保险公司	103
	4.3.4 母基金	104
	4.3.5 银行及其他金融机构	105
	4.3.6 企业	108
	4.3.7 政府	109
	4.3.8 个人与家族基金	109
第5章		112
风险投资基金	5.1 风险投资基金概述	113
	5.1.1 风险投资基金的概念	113
	5.1.2 风险投资基金的特点	114
	5.1.3 风险投资基金的作用	115
	5.1.4 风险投资基金的分类	116
	5.2 风险投资基金的组织形式	118
	5.2.1 公司制	119
	5.2.2 有限合伙制	122
	5.3 有限合伙协议	126
	5.3.1 基础条款	127
	5.3.2 财务条款	128
	5.3.3 限制性条款	138
第6章		142
基金管理公司	6.1 基金管理公司概述	143
	6.1.1 基金管理公司的概念	143
	6.1.2 基金管理公司的作用	144
	6.1.3 基金管理公司的职能	146
	6.2 基金管理公司组织管理	147
	6.2.1 基金管理公司的组织结构	147
	6.2.2 基金管理公司的人员结构	148
	6.2.3 基金管理公司的治理模式	152
	6.2.4 基金管理公司的收益	153
	6.3 基金管理公司的声誉	153
	6.3.1 基金管理公司声誉的重要性	153
	6.3.2 影响基金管理公司声誉的因素	157
第7章		160
风险投资家	7.1 风险投资家概述	161
	7.1.1 风险投资家的关键作用	161

	7.1.2 风险投资家的职责	162
7.2	风险投资家的人力资本	165
	7.2.1 风险投资家的人力资本概述	165
	7.2.2 风险投资家的知识与经验	165
	7.2.3 风险投资家的能力	167
	7.2.4 风险投资家的品质	171
	7.2.5 风险投资家的声誉和人脉资源	172
7.3	风险投资家的职业生涯	174
	7.3.1 风险投资家的背景	174
	7.3.2 风险投资家的类型	177
	7.3.3 成为风险投资家的途径	179
第8章		183
制定基金投资策略		
8.1	风险投资机会	184
	8.1.1 风险投资机会的来源	184
	8.1.2 选择投资机会的方式	187
8.2	基金投资策略	188
	8.2.1 基金投资策略概述	188
	8.2.2 基金投资策略的要素	190
	8.2.3 基金投资策略的类型	192
8.3	制定投资策略的过程	195
	8.3.1 分析市场发展趋势	195
	8.3.2 对市场机会进行评估	196
	8.3.3 对基金管理人的优势进行评估	196
	8.3.4 选择投资领域	197
	8.3.5 制定投资策略	198
第9章		203
风险投资基金的募集		
9.1	风险投资基金募集概述	204
	9.1.1 基金募集方式	204
	9.1.2 基金组织形式的选择	205
	9.1.3 基金架构设计	207
	9.1.4 基金的动态募集	209
9.2	基金募集过程	210
	9.2.1 制定基金投资策略	211
	9.2.2 设计基金初步方案	211
	9.2.3 组建投资管理团队和顾问委员会	212

	9.2.4 确定潜在的投资者	213
	9.2.5 选择募集方式	214
	9.2.6 撰写私募备忘录	214
	9.2.7 路演	216
	9.2.8 后续接触	217
	9.2.9 投资者的尽职调查	217
	9.2.10 吸引领投者	217
	9.2.11 投资谈判	217
	9.2.12 基金交割	218
	9.2.13 注册成立基金	219
	9.3 风险投资基金的募集策略	219
	9.3.1 影响基金募集的因素	219
	9.3.2 基金募集策略	222
第10章		228
寻找投资机会	10.1 基金的投资流程	229
	10.1.1 投资流程概述	229
	10.1.2 投资流程全景图	232
	10.2 项目来源	233
	10.2.1 项目来源概述	233
	10.2.2 项目来源渠道	233
	10.3 初步筛选	237
	10.3.1 初步筛选概述	237
	10.3.2 初步筛选的方法	238
	10.3.3 初步筛选的过程	240
第11章		252
尽职调查	11.1 尽职调查概述	253
	11.1.1 尽职调查的概念	253
	11.1.2 尽职调查的作用	253
	11.1.3 尽职调查的阶段	255
	11.2 尽职调查的过程与方法	257
	11.2.1 尽职调查的过程	257
	11.2.2 尽职调查的方法	258
	11.3 尽职调查的内容	260
	11.3.1 业务尽职调查	260
	11.3.2 财务尽职调查	265

11.3.3	法律尽职调查	266
--------	--------	-----

第12章		269
------	--	-----

估值

12.1	估值概述	270
12.1.1	估值的概念	270
12.1.2	影响企业估值的因素	270
12.1.3	估值谈判	274
12.2	比较估值法	276
12.2.1	比较估值法概述	277
12.2.2	估值倍数	278
12.2.3	比较估值法的基本步骤	280
12.3	现金流折现法	282
12.3.1	现金流折现法概述	282
12.3.2	现金流折现法的基本步骤	283
12.4	风险投资估值法	290
12.4.1	风险投资法概述	290
12.4.2	关键参数的确定	291
12.4.3	风险投资法估值的基本步骤	294
12.4.4	风险投资法在多轮投资中的应用	296
12.5	实物期权估值法	297
12.5.1	期权的基本概念	297
12.5.2	实物期权估值在风险投资中的应用	305

第13章		316
------	--	-----

投资工具选择

13.1	投资工具选择概述	317
13.1.1	投资工具的作用	317
13.1.2	选择投资工具的原则	319
13.2	投资工具的类型	320
13.2.1	简单与复合投资工具	320
13.2.2	常用的投资工具	321
13.3	优先股及其变种	325
13.3.1	优先股	326
13.3.2	可赎回优先股	328
13.3.3	可转换优先股	332
13.3.4	参与可转换优先股	336
13.3.5	优先股作为投资工具的变迁	338
13.4	可转换债券	340
13.4.1	可转换债券概述	340

	13.4.2 采用可转换债券作为投资工具的原因·····	343
第14章	·····	347
交易结构设计	14.1 交易结构设计概述·····	348
	14.1.1 交易结构设计概念·····	348
	14.1.2 交易结构设计的作用·····	348
	14.1.3 交易结构设计的原则·····	350
	14.2 交易结构设计的主要内容·····	352
	14.2.1 财务结构设计·····	352
	14.2.2 公司治理结构设计·····	363
	14.2.3 退出安排·····	370
	14.3 投资条款清单·····	373
	14.3.1 投资条款清单的概念·····	373
	14.3.2 投资条款清单的作用·····	374
	14.3.3 投资条款清单谈判·····	375
第15章	·····	384
投资后管理	15.1 投资后管理概述·····	385
	15.1.1 投资后管理的两种模式·····	385
	15.1.2 投资后管理的作用·····	386
	15.2 监控管理·····	387
	15.2.1 信息收集·····	388
	15.2.2 监控·····	389
	15.2.3 参与经营决策·····	390
	15.2.4 二次筛选·····	390
	15.2.5 危机管理·····	391
	15.3 增值服务·····	395
	15.3.1 管理咨询·····	396
	15.3.2 人力资源支持·····	397
	15.3.3 提供网络资源·····	399
	15.3.4 安排后续融资·····	400
	15.3.5 设计退出方案·····	400
第16章	·····	402
风险投资的退出	16.1 风险投资退出概述·····	403
	16.1.1 风险投资退出的原因·····	403
	16.1.2 风险投资退出的重要性·····	405
	16.1.3 风险投资的退出策略·····	406

16.2	风险投资的退出决策	409
16.2.1	退出时机的选择	409
16.2.2	退出方式的选择	411
16.3	IPO退出	414
16.3.1	IPO概述	414
16.3.2	IPO的利与弊	416
16.3.3	IPO退出的流程	418
16.4	并购退出	423
16.4.1	并购退出概述	423
16.4.2	收购方的动机	424
16.4.3	并购退出的优势	425
16.4.4	并购退出的流程	427
第17章	中国风险投资市场	430
17.1	我国风险投资的发展历程	431
17.1.1	探索阶段(1985—1997年)	431
17.1.2	兴起阶段(1998—2000年)	432
17.1.3	调整阶段(2001—2004年)	432
17.1.4	稳定发展阶段(2005—2008年)	433
17.1.5	快速发展阶段(2009年至今)	433
17.2	我国风险资本的募集	434
17.2.1	基金募集额	434
17.2.2	风险资本的来源渠道	435
17.3	我国风险投资的投资	437
17.3.1	投资机构的类型	437
17.3.2	投资活动的特点	439
17.4	我国风险投资的退出	444
17.4.1	退出概述	444
17.4.2	退出渠道	446
	参考文献	453

| 第1章 |

风险投资概述

学习目标

1. 掌握广义和狭义的风险投资的概念。
2. 了解广义的风险投资的主要特征。
3. 掌握狭义的风险投资的定义和内涵。
4. 了解狭义的风险投资的作用和特点。
5. 掌握私募股权投资的定义和内涵。
6. 了解私募股权投资的类型及特点。
7. 了解风险投资与私募股权投资的联系和区别。
8. 理解风险投资对经济发展的推动作用。

1.1 风险投资的概念

风险投资的概念源自美国，英文为Venture Capital。在英语中，Venture的含义是冒险、冒险事业和冒险行动，而Capital是资本的意思，将Venture与Capital组合在一起就具有“冒险资本”或“冒风险投资的资本”的含义。例如，Alexander Haislip将Venture Capital解释为“Invest in things nobody has dared try before(对无人敢投资的事物进行投资)”^①。虽然国内许多人将Venture Capital翻译为“创业投资”，但是，根据这个词的本义，我们认为还是将它翻译为“风险资本投资”(简称为风险投资)更合适^②。

Venture Capital这个词来自John Hay Whitney和Benno Schmidt在1946年的一次讨论。J. H. Whitney是美国风险投资事业的开创者之一。当时，他刚继承了一笔丰厚的遗产，正准备发起成立一个投资公司，以解决那些无法从传统的融资渠道获得资金支持的技术型企业的融资难题。他想为新公司的业务取一个适当的名称，以使其区别于传统的投资银行业务。当J. H. Whitney征询B.Schmidt的意见，问他应该如何给这个基金定名时，B.Schmidt建议用“Venture Capital”一词，于是，J. H. Whitney使用Venture Capital来描述自己新创建的公司准备开展的新型投资业务。因此，“Venture Capital”从一开始就与高风险与高回报的投资业务紧密联系在一起^③。

这种新型的投资业务以早期阶段的技术型企业作为投资对象。这些企业主要从事新技术和新产品的研发，具有很高的技术风险和市场风险，而且，由于这些企业的创始人多为初次创业，缺少经营和管理企业的经验，因此又具有很高的管理风险。另外，这种类型的企业还存在很高的信息不对称，容易发生逆向选择和道德风险。但是，高风险往往与高回报联系在一起，虽然这些企业具有很高的投资风险和失败率，但是一旦这些企业的新技术和创意被市场所证实并接受，它们就能获得快速的成长，并为投资者带来巨大的商业回报。从这个意义上来说，风险投资是一种通过承担很高的投资风险来获取超额的投资回报的新型投资业务，它具有以下几个特点。

- 将资金投入高风险和高成长性的创业企业。为了追求高额投资回报，风险投资者愿意主动承担风险并将资本投入那些拥有巨大成长潜力，但风险程度很高的

① Alexander Haislip. Essentials of Venture Capital[M]. New York: John Wiley & Sons, 2011.

② 美国风险投资协会将Venture capital firm(风险投资公司)定义为Professional, institutional managers of risk capital that enable and support the most innovative and promising companies。在这里，Venture capital与Risk capital具有相同的含义。

③ Barbara Cornelius, The institutionalization of venture capital, Technovation, 25(2005), 599.转引自：中国风险投资研究院. 2006年中国风险投资年鉴[Z]. 北京：民主与建设出版社，2006.

早期阶段的技术型企业。

- 在投入资金的同时，为被投资企业提供管理和商业资源。与一般的财务投资者不同，风险投资者在投资后会向被投资企业提供增值服务和商业资源以帮助其快速成长。
- 采取股权方式进行投资，并通过退出获得投资收益。在企业发展到一定阶段后，风险投资者会通过引导创业企业公开上市或并购等方式退出，以获取资本增值收益。
- 不需要抵押和担保。

随着时间的推移，Venture Capital这个概念逐渐在世界各地流行开来。但是，到目前为止，对于这一投资业务，学术界还没有形成一个被大家广泛接受的定义。一些早期的观点主要是从风险承担、投资阶段、投资行业和投资对象的角度来对风险投资进行定义。

从风险承担的角度来看，风险投资是一种为了获取高额的投资回报而主动冒风险的投资行为。虽然风险和不确定性是这种投资的一个重要特征，但是，对投资者来说，投资风险程度的高低在很大程度上取决于他们在特定的投资领域所拥有的知识和投资经验的多少，因为知识和经验可以降低投资的不确定性，从而减少投资风险。因此，对一个人而言是高风险的投资活动，对另外一个人来说可能只是中等或者低风险的投资活动。因此，将那些具有高风险的投资交易都定义为风险投资并没有太大的实际意义。

从投资阶段来看，传统的风险投资基金主要投资于企业发展的早期阶段，包括种子期、初创期和早期成长期。处于这个阶段的企业有一个显著的特点就是风险高。与之不同，其他类型的私募股权投资主要投资那些已经进入后期阶段的风险程度较低的企业。显然，这是风险投资区别于其他类型的私募股权投资的一个重要特征。近年来，随着风险投资基金承诺资本规模的扩大，它们已经不再那么专注于投资早期阶段的企业，而是转向投资那些进入扩张阶段，甚至是后期阶段的风险程度较低的企业。

从投资行业来看，风险投资主要集中于新兴的高科技行业，尤其是信息技术和医疗保健行业。除了投资这些高科技行业以外，风险投资还会投资能源、金融服务和零售行业的一些特定领域。近年来，风险投资的领域已经超出高科技行业的范围，并越来越多地涉及传统行业领域。因此，用投资行业来定义风险投资也不太合适。

从投资对象来看，虽然风险投资主要投资于创业企业，但并不是所有的创业企业都能够成为风险投资的对象。事实上，风险投资家感兴趣的只是其中一小部分具有很高成长性和具有很大资本增值潜力的创业企业。

从上述分析可以看出，要给风险投资下一个统一的定义存在一定的难度。但是，我们还是可以从广义和狭义两个方面来对风险投资进行界定。

1.1.1 广义的风险投资

① 广义的风险投资的定义

广义的风险投资，又称为创业投资，它是私募股权投资的一个分支。我们将它定义为通过股票交易市场以外的途径为具有很高成长潜力并伴随高风险的新企业提供股权或类似于股权资本的投资行为。

如图1-1所示，按照投资方式的不同，资本市场可以划分为不同的部分。股权投资是相对于债权投资(如银行贷款)而言的，私募股权是相对于公募股权(在股票市场上公开发行的股票)而言的。作为资本市场上一个独立的分支，私募股权投资是对非上市公司进行的股权投资，它又包括创业投资和后期阶段的股权投资两个子集。

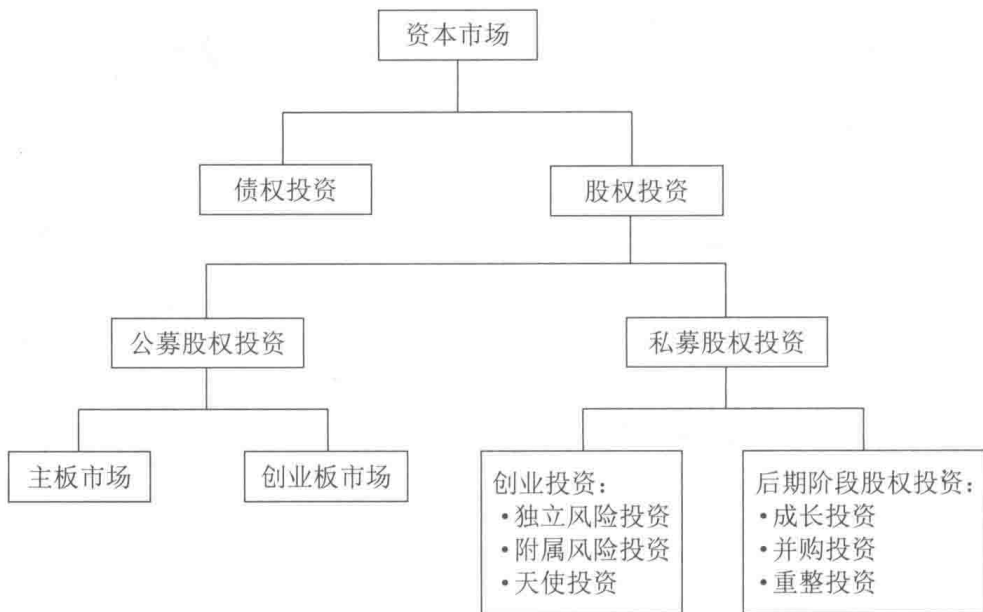


图1-1 资本市场的构成

② 广义的风险投资的内涵

一般来说，我们可以从以下三个方面来对广义的风险投资进行界定。

(1) 私募投资。广义的风险投资是一种私募投资行为，它通过参与企业的私募融资活动来对企业进行投资。

如图1-2所示，从企业融资的角度看，企业的融资行为可以分为两种：一种是公开募集；另一种是私下募集。公开募集是指企业在股票交易市场上通过公开发行的方式筹集资金。如果企业采取这种方式进行融资，那么，它的投资者可以是任何人。私下募集是指企业在非正式市场上以非公开的方式筹集资金，如果企业采取这种方式筹集资金，则它的投资者只能是特定的少数投资者。