

图书在版编目 (CIP) 数据

创业资本概论 / 陈琦伟, 冯文伟编著. — 大连: 东北财经大学出版社, 2014. 11

新世纪高等院校金融学专业教材新系

创业资本 / 陈琦伟, 冯文伟编著. — 大连: 东北财经大学出版社, 2014. 11

I ①陈...②冯... III ①高技术产业 ②资本市场 ③风险投资 ④高等学校 ⑤教材 IV ①F272.7 ②F272.7 ③F272.7 ④F272.7 ⑤F272.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 234567 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 166 号 邮编 116023)

总编室: (0411) 84796000

营销部: (0411) 84796000

网编地址: <http://www.dcfup.com>

读者信箱: zhuangyiqing@163.com

东北财经大学印刷厂印刷 东北财经大学出版社发行

开本: 185 毫米 × 260 毫米 印张: 12.5 印张 字数: 300 千字 印数: 5000 册

印数: 1—5000 册

2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月第 1 次印刷

责任编辑: 郭浩 责任校对: 毛杰

封面设计: 张智波 版式设计: 孙萍

定价: 28.00 元

摇摇前摇言

摇摇摇摇摇

自1999年初起，我在上海交通大学管理学院为MBA学生开设“创业资本”课程。选修的学生人数众多，作为一门新课，我很乐意在教室里有更多的互动交流，特别是由于入读MBA的可以说都已有过一段不错的职业经历，因此，在教学中的信息和思想碰撞，使我对这门课程的深化和系统化产生了更加浓厚的兴趣。

创业资本作为一个学科领域，确实是比较晚近的事。前几年由美国“始作俑”的科技网络热潮，雅虎、亚信及一批网络企业的神奇故事，使得“创业”和“风险资本”成为商界时髦的代名词。但是，正如同历史上其他热门的社会现象一样，在时髦和赶时髦的浪潮中，总是人云亦云者多，滥竽充数者多，浑水摸鱼者多。然而，如果这一社会现象确实有其内在的生命力和必然性，那么，从规律上来认识它，从系统上来把握它，由感性、知性而再实践，恐怕是一件极有意义的事了。

至少在中国，创业和创业投资将一直是一个热门的领域。在中国经济目前经历的整体结构重组和制度转型中，一个最核心的内容就是资本来源的变化。以往中国企业设立和运作的资本主要来自政府或政府控制的机构。在这样一种制度安排下，获得资本和使用资本是遵循一套相应的游戏规则，那是一种效率越来越低下、弊端越来越多，从而为中国势不可挡的改革潮流所摒弃的制度。今天乃至以后，中国企业设立和运作的资本来源越来越转向市场，市场的资本则是由作为投资人的法人所提供的。投资人所要求的是与政府不一样的游戏规则，而这种游戏规则越能成型和被接受，那么来自民间的资本投资就将越多。而这又正是中国改革进程所乐意见到的。

当然，除了以上的中国特点以外，创业和创业投资又是一个规范的专业领域，它更多地与科技专长、企业团队、营销策略、人力政策、融资规划及退出机制等等相联系。这本教科书就是希望能专业角度对创业资本有一个系统论述，从而使学生们开卷有益，并进而能在中国经济转型的大

潮中“游戏”得更加得心应手，获得成功。

陈琦伟

2014年 猿月于上海

目摇录

	第 1 章 创业资本概述	1
	学习目标	1
1.1	创业资本的性质与特征	1
1.2	创业资本的投资过程与投资风险	1
1.3	创业资本的产生与发展	1
1.4	创业资本在经济发展中的作用	1
	习题	1
	第 2 章 创新企业的融资对象与策略	2
	学习目标	2
2.1	创新企业的融资特性	2
2.2	创新企业的一般融资途径	2
2.3	创新企业的主要融资对象	2
2.4	创新企业的融资策略	2
	附录 获得创业资本的全过程	2
	习题	2
	第 3 章 创新企业的融资商业计划	3
	学习目标	3
3.1	商业计划概述	3
3.2	商业计划的内容	3
3.3	商业计划书的分析	3

	附录猿—员摇损益预测表	员源
	附录猿—圆摇资产负债预测表	员缘
	附录猿—猿摇现金流量预测表	员远
	附录猿—源摇商业计划书提纲	员苑
	习题	员园
第源章	摇创业资本的组织形式	员猿
	学习目标	员猿
摇源员	创业资本的资金来源	员猿
摇源圆	创业投资公司	员肆
摇源猿	其他创业投资机构	员伍
	习题	员陆
第缘章	摇创业资本的项目选择与决策	员玖
	学习目标	员玖
摇缘员	创业资本的项目选择	员玖
摇缘圆	创业资本的投资协议	员源
摇缘猿	创业资本的组合投资	员园
	习题	员缘
第远章	摇创业资本的跟踪管理	员远
	学习目标	员远
摇远员	创业资本的投资管理	员远
摇远圆	创业资本的运营管理	圆园
摇远猿	创业资本的风险管理	圆壹
	习题	圆圆

第 苑章 摇创业资本的退出机制	园园
学习目标	园园
摇 苑员 公开上市	园园
摇 苑圆 出售与并购	园园
摇 苑猿 其他方式	园园
摇 苑源 中国的创业投资的退出机制	园园
习题	园园
第 愿章 摇有关国家和地区的创业板市场	园园
学习目标	园园
摇 愿员 美国的创业板市场	园园
摇 愿圆 中国香港的创业板市场	园园
摇 愿猿 中国内地的创业板市场	园园
摇 愿源 其他创业板市场	园园
习题	园园
第 怨章 摇中国的创业资本	园园
学习目标	园园
摇 怨员 中国创业资本的产生与发展	园园
摇 怨圆 中国创业资本的现状	猿园
摇 怨猿 中国创业资本存在的问题及分析	猿园
摇 怨源 中国创业资本发展的条件与途径	猿园
习题	猿园
参考文献	猿园
后记	猿园

第 1 章 创业资本概述

◇ 学习目标

- 把握创业资本的性质与特征
- 知晓创业资本的风险
- 了解创业资本的产生与发展

1.1 创业资本的性质与特征

创业资本（Venture Capital），通常又被称做创业投资或风险投资。由于创业资本的投资活动已经发展和演化成为形式多样、机制复杂的投资行为，因而目前学术界对创业资本还没有形成一个为大家广泛接受的、公认的、权威性的标准定义。这里，我们只能介绍几种国内外有关创业资本的常用定义，以及我们对创业资本性质的理解与看法。

我们知道，美国是全球创业资本活动开展最早，至今投资规模最大的国家。美国创业投资协会把创业资本定义为：由专业人员连同管理经验一起投入到新兴的、迅速发展的、具有对经济做出重要贡献的潜力的企业的资金^①。在这个定义中，创业资本的投资特征被喻义为：①被投资企业是属于新兴产业的；②被投资企业是属于高成长性的；③在资本注入企业的同时，也将注入新的经营管理方式；④这种投资的收益可能颇丰，但又具有较大的不确定性，风险也较大。

相对而言，英国创业投资协会对创业资本的定义则要宽泛得多。他们认为，凡是对未上市企业进行的权益性投资，就可称做创业资本的投资。并且认为投资的特征在于：①企业是未上市企业，②企业具有潜在成长性，③投资期限是中长期的，④是一种权益投资^②。

因此，在欧洲创业投资协会的文献中，“创业投资”与“私人权益资本”（Private Equity）两词经常是通用的。该协会认为：创业投资是私人权益资本的一部

① 英文译名：Venture Capital

② 英文译名：Private Equity

分，它是面对种子期、成立初期和扩张期企业进行的权益性投资，包括内部管理层收购（**配月韵**）和外部管理层买入（**配月陨**）。^① 尽管在理论上创业投资仅仅是私人权益资本的一个组成部分，但是在许多欧洲国家关于创业投资的文献中，创业投资和私人权益资本指的往往是同一个概念。

员愿袁年，**薛冰**和**阎**两个工业发达国家在召开的第二次投资方式研讨会上确认：以高科技为基础、生产与经营技术密集型产品的投资，都可被视为创业投资^②。到了员愿远年，**薛冰**和**阎**在一份关于创业投资和创新的报告中则明确提出：创业投资活动具有两种不同的类型：一种是向新兴的、迅速成长的、通常是具有高科技背景的公司的投资；另一种是通过支持 **配月韵**和 **配月陨**活动为公司重组所进行的融资^③。

比较欧美两地关于创业资本的定义，我们发觉在以下几个问题上没有大的分别：①被投资企业属于有潜力的高成长企业，这类企业尽管目前还较弱小，但将来也许会相当强大，因而现在肯定还是未上市企业。②这种投资是属于权益性投资，它不是借贷性的融资。③它对企业的投资不限于一次性的资金投入。

欧美两地间关于创业资本理解的差异则集中体现在：①创业资本的投资方向。创业投资是否被要求一定是属于高科技产业背景的企业？对这一要求，美国较为严格，欧洲则较为宽松，以至默认一切私人的权益性投资都可被称做创业投资。了解到这一点，当我们查询或分析欧美的创业资本规模与活动时就必须注意，欧美两地的数据不具有严密的可比性。以欧洲的标准，美国的创业投资规模缩水了；而以美国的标准，欧洲的创业投资规模则泡沫太多。②创业资本的投资期限。在美国因为强调创业投资并不是战略性投资，因而都不要求拥有控股权，并往往在投资前就作过今后退出投资的机制或渠道选择；而在欧洲无论是控股权还是退出机制在事前并不特别关注，更多的是作随机处理。③创业资本的投资方式。在美国更多地表现为基金的投资，因而较为突出创业投资的中介性，并且在对企业注入资本的同时，也较为强调必须注入新的经营管理的理念与模式；而欧洲在这方面却并没有像美国那样鲜明。

在我国，目前对创业资本的投资定义也有不同的理解或表达方式。

① **耘冰**和**阎**：《**配月韵**和**配月陨**的理论与现实》，**圆用**。

② 贾广葆：《创建具有中国特色的高科技产业创业投资公司》，载《世界经济与政治》，员愿源（远）。

③ **薛冰**和**阎**：《**配月韵**和**配月陨**的理论与现实》，**圆用**（怨） 员愿： **袁**。

一般观点认为，创业投资是一种以私募方式募集资金、以公司等组织形式设立，投资于未上市的新兴中小企业（尤其是新兴高科技企业）的一种承担高风险、谋求高回报的投资方式^①。这种观点强调了对高科技产业的投资方向及高风险与高收益相连的投资结果特征，却忽略了创业投资领域的个人投资者（即天使投资人），同时也未点明这种投资是一种股权投资。

还有人认为，创业投资是以股权投资方式投资于未上市企业的、具有高成长性的新技术企业；创业投资的资金投入是一种有组织、有中介的投资方式。这种观点比第一种更强调了创业资本投资活动的中介性质，却在同样忽略了天使投资人的同时，又限定了投资对象是新技术企业。而实际上在创业投资开展比较深入的欧洲和美国，创业投资的对象并不仅仅限于新技术企业。

最后一种观点认为^②，创业投资是指向具有成长潜力的高新技术企业和科技型中小企业提供股权资本，并为其提供经营管理和咨询服务，以期在被投资企业发展成熟后通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为。这种观点在肯定上述两种观点的基础上，又强调了在对企业投资的同时，还看重为企业提供经营管理方面的咨询服务，但其片面性也在于将创业投资的目标限定在高新技术企业和科技型中小企业；而实际上和高新科技联在一起的投资未必都是创业投资。也就是说，是否投向高新科技只是评判创业投资的必要条件而不是充分条件。

综上所述，我们认为可将创业资本的投资定义为，主要由专业投资机构从事的对于未来具有较高成长性的企业所进行的流动性较小的权益性投资，这种投资原则上属于无担保的、高风险的、并与管理相结合的投资行为。具体来说，创业资本必须满足以下几方面的特征。

（一）创业投资是对未来具有高成长性企业的投资

创业资本在本质上追求的是在不远的将来看得见、摸得着的现实经济利益，它并不是只关注社会效益的科研基金。之所以用“高成长性”企业这个词而不用高科技产业，是因为尽管大量的高成长性企业拥有或曾经拥有与高科技产业相关的背景，但

^① 参见孟长康：《美国合伙制与创业投资运作框架的法律设计》，载《证券市场导报》，来源。

^② 邓楠：《建立创业投资机制推动高新技术发展》，载《经济日报》，来源。

不是融资而是一种权益性投资，只有被投资企业的产品或服务有了一定的起色，当转让或出售投资股权有利可图时，才会发生新的资本流动；而在这之前出现的转让或出售都意味着这一次投资的失败。而从创业投资的起步到以后投资的产品或服务有了一定起色，这中间期限较长，否则也不会称做创业投资，因而创业资本的流动性当然很小。根据美国地弗斯公司的调查，从1979年到1984年，每家创业企业平均需要76个月才能达到现金流平衡点；需要75个月才能达到损益平衡点。^①而美国一家创业投资基金一般以5年作为一个存续期。投资者参与这个基金并投资以后，在基金的存续期间将不得抽回资金。

（源）创业投资是一种投资与管理相结合的投资

创业投资主要是由基金为主的中介机构所进行的投资活动，这种中介机构往往直接或间接地拥有一大批在经营管理方面才能出众的职业经理人，因而它们带给创业企业的不仅仅是资金的注入，还包括在人力资源、财务管理、市场营销等方面向企业注入新的理念、新的人才和新的运作模式。就这点来说，私人投资（即美国称做天使投资）在创业投资中的地位和作用不具有典型的意义。

通常创业资本投向企业后，创业投资机构将自始至终参与企业的经营管理并随时向企业提供咨询，甚至在必要的情况下，解雇原先的创业企业家而代之以他们认为合格的经理人。根据英国创业投资协会提供的资料，所有的早期投资受益企业均认为创业投资公司除了资金投入以外还对企业具有重要的贡献。他们认为创业投资公司在提高企业经营效率方面确实具有优势。这些创业企业还认为创业投资公司具有在公司财务、公司战略和市场信息等方面的专长。^②

1.1 创业资本的投资过程与投资风险

^① 参见刘曼红：《创业投资：创新与金融》，76页，北京，中国人民大学出版社，1998

^② 月内增：砺索网（http://www.ertongbook.com）（该资料公布于英国创业投资协会的网站（http://www.bvca.co.uk））

图 员-员 创业投资的过程

创业资本的投资过程，是要说明运作过程的构成、每个环节如何进行、为什么这样进行。

在西方文献中，比较典型的是通过划分投资阶段或资金流程来描述投资运作机制。其中，美国哈佛大学商学院的 寇利和 斯科特提出的“创业投资循环模型”（寇利和斯科特著作^①）最为著名。这个模型把创业投资的运行机制划分为三个阶段：筹资、投资和撤资。

在筹资阶段，创业投资机构向投资者募集资金，并通过与投资者的谈判签订契约，成立创业投资公司 基金。

在投资阶段，创业投资机构把创业资本投入到一定的企业组合中。这一过程包括：选择目标企业、规划投资阶段、评估股权价格、达成投资协议、参与企业管理。

在撤资阶段，创业投资机构根据组合中各个企业的经营情况，采用 回购或转让、兼并或清算的方式撤出投资。

创业资本在退出后将进入下一次投资，形成新的创业投资运作过程。创业资本的这种“投入—退出—再投入”的行为就构成了创业投资循环模式。

对创业资本的投资过程的具体环节（见图 员-员）可作如下分析。

图 员-员 创业投资过程中的不同阶段

员) 早期投资

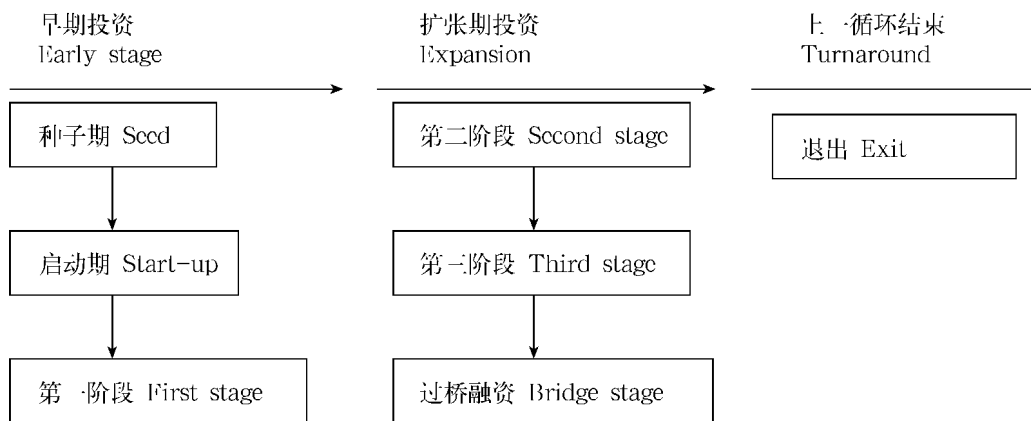
早期投资（ 早期投资）意味着向处于种子期（ 种子期）、启动期（ 启动期）和企业发展的早期的公司进行投资。

（员）种子期（ 种子期）：创业企业家提出构想，想进一步深入研究并把其研究成果工程化、产业化的阶段。

（圆）启动期（ 启动期）：又称导入期，指公司成立的最初三年。在这一阶段中，公司在其新科技、新专利的基础上开始初步的运行，进入产品的研发和实验阶段。

（猿）第一阶段（ 第一阶段）：产品的原型已经完成，准备进行生产。

^① 辜胜阻等：《美国的创业投资及其对经济发展的作用》，载《管理现代化》，员怨怨（圆）。



④ 扩张期投资

扩张期投资（**成长期投资**）是在公司希望成长和扩大规模的阶段进行投资。这个阶段包括：第二阶段、第三阶段和“过桥融资”阶段。

（**员**）第二阶段（**种子期**）：产品虽然已经进入市场，但是企业还没有达到盈亏平衡点，仍然需要投入大量资金以维持生产经营的正常运转。

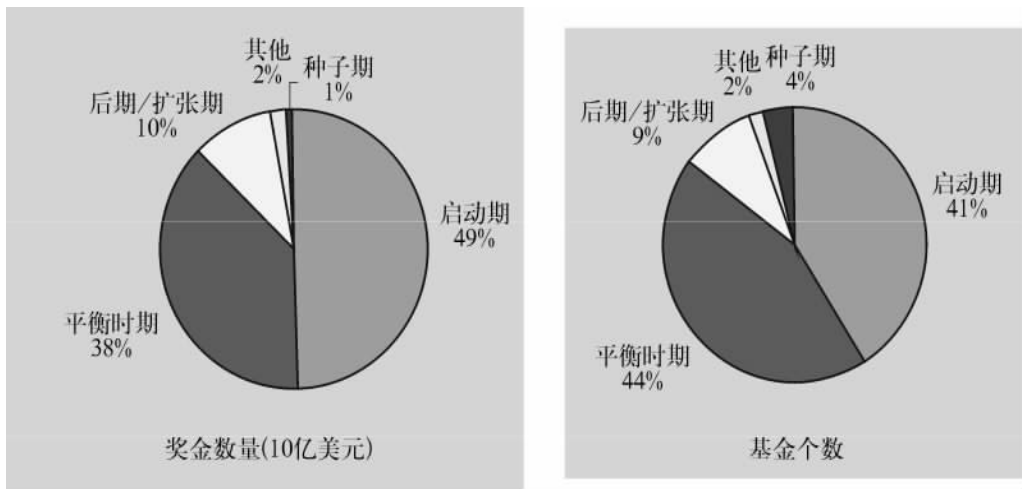
（**圆**）第三阶段（**启动期**）：企业处于成长阶段的后期，已经达到盈亏平衡点，企业需要进一步扩大规模。

（**猿**）“过桥融资”阶段（**过桥融资**）：创业企业已经处于成熟阶段，需要通过融资以改良企业结构、提高企业的价值，为安排企业上市发行做准备。

不同地域或国家在不同的经济历史条件下，其创业投资也侧重于不同的投资阶段。在不到 **20** 年的发展过程中，以欧美为代表的国际创业投资主要表现为两种迥异的模式。一种是在 **20** 世纪 **80** 年代以前以美国为典范的古典创业投资运作方式；另一种则是自 **80** 年代开始出现的所谓新经济背景下的创业投资方式。这两种运作方式在目标产业、投资企业的发展阶段、投资形式等多个方面表现出比较大的区别。其他地区还具有一些与欧美不同的投资模式。但是由于这些国家和地区的创业投资活动的深度和广度远远不及欧美地区，所以不代表创业投资运作机制的主流。

在 **20** 世纪 **80** 年代以前，创业投资专门为具有快速成长潜力的中小企业提供种子基金和启动资金（**种子基金**）。它的主要特点是：

（**员**）投资的目标产业定位于高新科技领域，对具有技术创新特征的项目有极大的兴趣。**1955** 年成立的美国研究与发展公司（**ARD**）就是基于这一理念而成立的。



员) 从投入要素和环境机制分析高技术产业化的风险

(员) 技术风险。技术风险是由于即使需求明确，但技术提供方未必一定能兑现其满足需求的承诺。按其发展的不同阶段可分为技术研制开发风险、产品生产售后服务方面的风险、技术效果方面的风险以及技术寿命周期太短的风险等。

(圆) 市场风险。市场风险则是由于在高技术领域很难以顾客的需求作为市场的基础，影响因素有市场容量、市场接受时间、市场增长速度及产品的市场竞争能力等。

(猿) 金融风险。高技术产业化过程一般要缘~源年的时间，而高技术的时效性又决定了对其投资的连续性，因此必须筹措足够的资金，否则极有可能半途夭折。金融风险就是指资金不能及时供应而导致高技术产业化活动某一环节中断的可能性。

(源) 经营风险。经营风险是指高技术企业能够顺利运转的可能性，它存在于其发展的每一个子过程中，经营者的素质和管理团队的能力直接决定着企业营运的业绩。

(缘) 信息风险。信息风险对高技术产业化来讲有三层含义：一是指高技术企业在创业之初能否通过各种渠道及时准确地获取市场信息和技术信息，以确定其研究方向，并进行决策；二是指技术成果能否尽快地传输到外界，得到外界响应和认可；三是指高技术产品或劳务上市后，能否迅速、广泛地通过各种媒介让社会接受，以期尽快地打入市场，获取竞争优势，产生巨大效益。

(远) 政策风险。政策风险是指社会政治、法律、政策等条件的变化对高技术企

业日常运行带来的风险。

(圆) 从创业企业角度说的风险形成原因或表现方式

根据产品生命周期理论，创业企业在发展过程中主要存在以下风险：

(员) 技术（开发）风险。技术（开发）风险是指一个有确定商业目标的开发项目技术本身或市场需求定位上的困难而导致失败的可能性。这是因为一方面技术变革迅速，既使得所开发的技术容易过时，又使得技术供方难以准确地向用户提供大量的有关技术方面的信息；另一方面技术可能有不可预期的影响甚至是负影响等。开发项目起点的选择、所开发技术在技术体系中的地位以及技术开发能力的强弱等均会影响技术风险的大小，因此，为减少技术风险，在技术开发前，应对所要开发的技术进行详细论证和评估，选择有投资价值的、确有发展潜力的高科技项目进行开发投资。

(圆) 产品风险。产品风险是指高科技开发成功后，这些高科技成果能否走出实验室，进入企业生产出产品的不确定性。这主要是因为技术的二次开发即形成产品，需要有相关技术的配合，需要购买或投资研制那些所必需的相关辅助技术和原、辅材料。资金不足、没有配套的相关技术或相关技术不够成熟等都会导致二次开发的失败，为减低产品风险，在技术开发时，应对其有充分的考虑，避免没有相关技术的二次开发。若该技术的市场潜在需求相当大，企业自身也有实力，则应采取垂直开发策略，进行技术的共同开发和配套开发，否则只得放弃或延期等待了。

(猿) 工业化风险。工业化风险是指高技术产品开发成功后，这些高技术产品能否批量投入生产的不确定性。因为产品的批量生产，需要企业有足够的实力，包括人力、物力和财力，有的还需要宏观政策的许可，如航空航天技术。市场需求的变化、企业应用高技术能力的大小，以及投资者与创业者之间的关系等都是决定工业化风险的关键因素。因此，要减少工业化风险，则需增强企业的市场预测能力和生产能力，宏观政策上应给予支持以及企业要具备相应的经营管理能力等。当然，企业也可以转让产品专利，退出产业化过程，这已不是本文所探讨的内容了。

(源) 扩展风险。扩展风险是指高技术企业的产品销售出去后，企业能否进一步扩大生产，并获得巨额利润的不确定性。这是由于企业发展至此阶段，产品市场需求大，企业需要注入更多的风险资金如流动资金等，另一方面则是此时竞争对手容易介入，分享市场份额。因此，企业需要更为广阔的资金来源，需要深入市场调研，制定适当的市场策略，并采取相应措施占领市场，以减低扩展风险。

(缘) 重组风险。重组风险是指高技术产品已转化为成熟产品，企业超额利润消

失，因而需要清理资产，走向公众，撤出创业投资的风险。因为企业股票上市必须满足一定的条件，所以高技术企业须按上市公司的要求对其内部的资本结构进行调整，对人员变动进行重新安排等，以便尽可能快地走向公众。

猿 从创业投资公司角度来说风险的主要表现

(员) 管理团队组成的风险，包括管理团队的目标、价值取向、知识结构以及管理水平等，风险投资的实战表明，风险投资者宁可投资于二流的技术、一流经营的公司，而不愿投资于一流的技术、二流经营的公司是一个值得重视的认识。

(圆) 风险投资阶段选择的风险，风险资金的融通分为种子资金、创办资金、发展资金、扩展资金和拓展资金等阶段，尽管风险资金的注入可发生在产业化的任何子过程，但各风险投资者的偏好程度不一致，有的偏好种子资金的投入，有的则乐于注入发展资金。

(猿) 风险投资者的投资决策风险，包括风险投资的限额、投资策略组合以及投资方案的性质，同时资金来源组成及到位情况均会带来风险。

对于特定的主体而言，降低自身风险的途径一般有三种：一是直接降低风险，其途径主要是通过提高自身的经营素质与能力获取更多的有效信息等来实现；二是分散风险，即通过不同的产品组合或投资组合来降低风险；三是转移风险，即在创新过程中将全部与部分风险转移给其他主体，从而降低风险。

猿 创业资本的产生与发展

创业资本的最初起源一般都追溯到 20 世纪 50 年代的美国。1959 年一位名叫怀特 (John W. White) 的人首次提出一个新的词组创业投资 (Venture Capital)，并创立了第一个私人的创业投资公司。而让人留下更为深刻印象的却是同年 12 月由波士顿的地方官员筹集资金所建立的“美国研究与发展公司 (American Research Corporation)”，它用创业投资基金支持波士顿地区拥有科学家身份的企业家，协助后者将科研成果迅速转化为市场广为接受的产品。因而被认为是第一家具有现代意义的创业投资公司。当时美国研究与发展公司最为成功的一个项目就是对 3M 公司 (Minnesota Mining and Manufacturing Company) 的投资。3M 公司创立之初，美国研究与发展公司投了 50 万美元，而 5 年后却奇迹般地增值到了 1 亿美元，增长了 20 倍。这已成为创业投资历史上的一段佳话。