

操 作 篇

第一章

风险投资的基本特点和组织形式

1.1 风险投资的操作流程

在展开对风险投资的操作技巧和管理机制的分析前，先简述一下风险投资公司运作风险投资的整个流程。

一、选择投资项目

选择什么样的项目和风险企业进行投资是风险投资操作的首要问题，也是衡量风险资本家的眼光和素质的重要标准。风险资本家在分析某个投资建议是否可行时往往依次分析的是：人、市场和技术。人即创业者的素质，风险资本家从各个角度去考察创业家是否在他从事的领域里具有敏锐的洞察力，是否掌握市场全貌并懂得如何去开拓市场 是否懂得利用各种手段去筹措资金 是否有将自己的技术设想变为现实的能力，是否有较强的综合管理能力，是否能组建一个由具有各方面专长的人才组成的相辅相成的管理层，这种考察往往与风险资本家本身的素质有很大关系。

其次分析的是市场，任何一项技术和产品如果没有广阔的市场潜力，就不能达到风险资本家所追求的将新生公司由小到大、由弱到强培育成长的目标，风险投资通过公开上市或股份转让而获

利的能力就较为有限。因此风险资本家根据自己的经验和对市场的认识，分析判断待投资项目和技术的市场前景，如：其市场渗透力和占有率有多大，是否有其他同类产品在所投资公司的产品出来之前抢先占领市场。

还要判断技术是否有超前意识和突破性，需要克服多少困难才能使技术设想成为实用产品，需要多少支持研究开发的资源，产品生产是否依赖于其他厂家，原材料供应有无问题。

风险资本家还必须考虑其所投资公司的产品和技术在成长发展过程中各个阶段存在的风险，综合判断哪些风险是可以控制的或哪些是难以控制的。风险投资通常分种子期、创立期、发展期、扩张期和成熟期五个阶段来投资，种子期风险较大，除非风险资本家十分看好并有足够把握将项目或风险企业推动培育而使其顺利发展，一般很少在这一阶段投资。

二、谈判和签订投资协议

风险投资公司和风险企业各自追求自身利益的最大化，因此必须有一套能够协调平衡双方利益的机制。风险投资公司关心的是在一定风险情况下合理的投资回报，并能直接参与和影响企业的经营管理，在企业经营不良时对管理层进行干预和控制，同时还要确保资金的流动性即退出投资的变现方法。风险企业所关心的是有足够的资金满足企业运转，确保一定的利润，创业家可以领导企业的经营。因此必须通过一种融资模式上的创新，使双方互惠互利 风险共担 收益共享。

可转换优先股是风险投资主要的融资证券工具，可以减少风险，确保收益，并分享企业的成长。双方通过对风险企业未来盈利的预测，来决定风险投资所占股份和风险企业及创业家个人所占的股份，最后形成一份全面细致的投资合同，这份合同的条款包括投资数量、时间、资金投入方式、证券工具的选择和组合、红利和利

息政策、企业经营范围、经营计划、资产评估、兼并收购和实现投资回报的渠道等，并允许管理层在达到或超越经营目标后增加持有的股份，以激励管理层。投资协议也制定条款来惩罚业绩较差的管理层，以抵消管理层偏好风险的倾向。投资协议的雇佣条款规定，在什么情况下风险资本家可以撤换管理层，并购回管理层所持有的股份。

三、培育风险企业

与银行贷款通常只有在贷后企业经营不良时才去干预企业财务状况的做法不同，风险投资公司和风险企业在签订投资协议以后一直保持紧密的联系，积极参与风险企业的经营决策，一般通过审核财务报表和经营报告，定期访问企业，担任企业董事会成员，对企业进行监控，以便及时发现问题解决问题。风险企业一般熟悉产品和服务的技术性，但缺少技术商品化以及管理运作的经验。风险投资公司利用自己在管理、财务方面的专长，给风险企业提供咨询。企业的财务计划、发展目标、市场营销通常是在风险投资公司的帮助下制定并实施的。

风险资本家是风险企业最有影响力的董事，通常担任董事会主席，他们拥有的专长和经验以及在挑选风险企业过程中所获得的信息使他们有能力监控企业，他们也有一定的费用来支持这种管理监控。风险投资中的表决权与其投资的股权类型无关，通过表决权协议，持有可转换优先股的风险投资家也可以拥有普通股表决权，相当于优先股已转化为普通股，有时连长期债权人也可以拥有表决（投票）权。风险资本家以分段投资的技巧作为控制风险企业的筹码，他们还储备高级经理人才，随时准备撤换业绩不良的企业的原创业家或者管理层，以便更好地推动风险企业的健康成长。

四、实现投资回报

风险投资的退出方式和时机选择，取决于风险投资公司整个投资组合收益的最大化。主要的退出方式有：风险企业股票公开上市，其他大公司收购风险企业，把风险企业转售给其他投资公司，或风险企业向风险投资公司回购自身股份。不同的退出方式对风险投资公司和风险企业管理层有不同的影响，公开上市能实现风险企业价值的最大化，股权较分散，可以保持风险企业的相对独立性，同时企业又有了不断融资的渠道，是一种优先考虑的退出方法。风险投资公司在风险企业上市的两年后逐步出售所持股票，在这一期间还会参与风险企业的董事会。

把风险企业股份转让给其他投资公司和让其他大企业来收购兼并风险企业，对风险投资公司也具有相当吸引力，这种退出方式能使风险投资公司迅速获得流动资金或流通性强的证券（如其他投资公司和大企业的股票和证券），并完全退出风险企业。但风险企业的管理层通常不喜欢这种做法，因为这意味着被其他大公司兼并收购而失去独立性，失去经营方向上的自主权，除非这些大公司可以提供给风险企业更多的技术开发的资源，帮助扩大市场销路，提供更多有效的管理监控，提供大公司拥有的品牌资源，风险企业能在大公司的旗帜下更好地发展，而这通常需要时间来检验，风险企业一开始很难预测被并购后事情的发展趋向。

风险企业回购股票，通常是在投资协议的回购条款上明确规定股价的计算方法，如果风险投资公司在风险企业中是少数股东，事先规定回购条款是必要的，因为最后企业上市和转售的决定权不在少数股东手上，回购可能是风险投资公司的唯一的股权变现方式。对大部分风险投资来说，回购通常是一种候补性质的退出方式，往往在投资不成功时采用。上述整个流程如图 1.1 所示。

下面我们来分析一下风险投资机制的基本特点，以便更好地把握其本质。

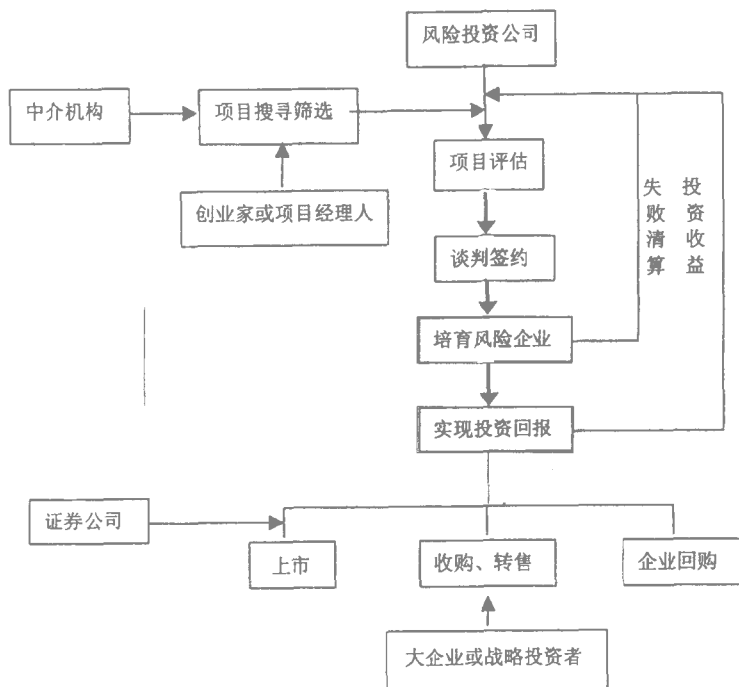


图 1.1 风险投资全套操作流程图

1.2 风险投资机制的基本特点

只有充分深入认识风险投资的基本特点，才能理解为什么不同组织形式的风险投资公司有不同的投资收益业绩，而有限合伙人公司成为主要的组织形式；只有了解风险投资机制的本质，才能明白为什么风险投资产业在不同国家的市场环境下有不同的发展轨迹，美国在风险投资产业取得如此巨大的成就而欧洲却没有做到，才能明白为什么亚洲各国的风险投资、创业投资各有特点，才

能策划如何在中国建设一个有利于风险投资产业发展的市场环境，充分利用风险投资机制的优越性和增值生产性的潜力，实现风险投资机制对经济、科技、就业、资本市场的发展应有的推动力。下面讨论的风险投资机制的基本特征将在以后各章反复提到，以强化对此的理解。

一、固定期限封闭式基金

风险投资通常以基金方式作为资金的载体，一个风险投资公司每年可以募集几个基金，募集的数量和时间间隔与资本市场资金的供应量、风险资本家的融资能力、股票市场的活跃程度和宏观经济形势有关，每个基金都形成一个有限合伙人关系并签订合同，主要的一般合伙人保持不变，而有限合伙人因为投资方的变动而相应变化。

风险投资基金不同于现有的证券投资基金，主要差别有三个方面：

资金来源不同：风险投资基金主要是由机构投资者出资而不是中小散户认购基金，中小散户对风险投资的认识不够，不能再承担这份风险，一般不会投入风险投资基金。同样道理，风险基金通常不上市，不能由市场中小投资散户来承担风险，风险基金的来源是有长期资金的机构投资者如保险公司、养老退休基金、家族或慈善基金。

投资对象和投资组合不同：现有的证券投资基金一般投资于股票和其他流动性较强的证券，也有少量的房地产和实业项目，来分散风险，而风险基金是投资于一定行业的科技项目和成长性企业，通过对不同阶段的项目、不同产业的项目的投资来分散风险。

投资的期限和变现方式不同：证券投资基金通常是短期投资，有较强的投机色彩，投资组合的变换较多，主要从证券市场的波动

中套利，风险投资对未上市企业作长期性的股权投资，没有变现的灵活性，无法在短期内调整投资组合，只能在投资项目的发展和成长中获得回报，这一特点对于保护投资者十分重要。风险基金一般有 7—10 年的固定期限，一旦期满，除非经基金的有限合伙人召开会议并有三分之二的有限合伙人同意延长一年，一般情况下，风险投资经理即风险资本家即一般合伙人必须把基金的本金和收益以现金或所投资企业的股票形式全数退还投资者（有限合伙人），对于上市的证券投资基金，出资者可以随时抛售基金单位，而开放式的证券投资基金也因其流动性而使基金规模不断变动。

二、高风险、高成长性、高预期回报

风险投资因为投资于高风险的项目而得名，高风险可能有高回报，但未必有高回报，只是一种预期高回报。根据对 13 家风险投资公司所投资的 383 家风险企业的调查，亏损企业有近 40%，盈利二倍以内的企业有近 30%，盈利二倍到五倍的企业有 20%，盈利五倍以上的近 9%。而盈利二倍以内的投资收益率其实很低，以五年内投资期计算年收益率为 15% 远远低于风险资本家所预期的收益目标。要得到高回报，必须通过各种策略百里挑一地选好项目，初期投资要尽量少，逐步分段投入，风险资本家进行管理监督，对风险企业提供各种咨询服务等等来达到盈利目标。因此，在风险投资中项目选择的唯一标准是能否带来高投资回报，而不是对科技发展有无推动，风险投资未必投资高科技和新科技，关键在于一种技术或相应产品的市场前景而不是技术的先进水平，尽管高科技和新科技可能有较好的市场潜力，但在条件不成熟时过早投资，风险较大。风险投资真正寻找的是高成长性的项目，能带来较大投资回报的项目，高成长性不等于高科技，满足市场需求的更新升级的产品和技术、新开放的行业、新的经营服务方式都有高成长的潜力。目前欧美风险投资业十分热衷于投资特许经营

和连锁经营，因为这类经营方式凭借强大的品牌效应的渗透扩展能迅速拓展业务、占领市场，成长速度远远超过一般的高科技新技术，也比高新技术投资项目更安全。网络技术和电子商务也是一例。网络技术算不上尖端高新技术，但它基于市场需求的成长性极富吸引力，以至于近年来与互联网相关的公司股票一直上升，即使公司暂时处于亏损状态，股票还是牛气冲天，如雅虎和亚马孙书店。中国的网络股也趁势上升，这是投资者对其回报的预期较高，是否有真正的高回报，需要时间来检验，当然在预期回报这一点上，风险投资公司可以有效控制风险，影响公司经营状况，而证券投资者却不能。这一点在第六章再作详细讨论。

三、分段投资、复合式投资工具、合同制约

分段投资、复合式证券工具、灵活的转换比价和合同条款制约是风险投资的独特机制。分段投资是指风险资本家只提供确保企业发展到下一阶段的资金，严格进行预算管理，反复评估企业的经营状况和潜力，保留放弃追加投资的权利，也保留优先购买企业追加融资时发行股票的权利，可以有效地控制风险，制约企业可能的资金浪费。

风险投资中的证券工具不是常用的债务和普通股股权投资，而是结合这两者优点的复合式证券工具，如可转换优先股、可转换债券、可认股债券，这些不同的投资证券工具的组合可以满足投资者和企业双方不同的目标和需求，既能保护投资者的利益，又能分享企业的成长；同时，也能调动发挥企业管理层和创业者的积极性去推动企业的发展而获得更多股权。这种复合式投资工具可以让风险资本家通过优先股和普通股之间转换比例或转换价的调整而相应地来调整投资方与企业之间的股权比例，达到控制和激励创业家或企业管理层的目的。合同制约是通过制定肯定性和否定性条款来规定企业必须做到哪些事情，不能做哪些事情，合同也规定

股份比例的调整的条件，风险资本家对违约行为制订惩罚措施，如解雇管理层、调整董事会的席位和表决投票权，来制止和防止企业的不利投资者的行为。合同也保障投资者变现投资的权利和方式 追加投资的优先权 防止股份稀释的措施。

四、参与管理和激励机制

风险资本家参与风险企业的管理，主要形式有组建、主导风险企业的董事会，策划追加投资，制定企业发展策略和营销计划，监控财务业绩和经营状况，物色挑选和更换管理层，处理风险企业的危机事件。通过这些管理参与，大大加强了风险企业的经营管理，有效地利用了风险资本家的专长、经验和网络关系，帮助风险企业克服不同阶段的困难而顺利发展。风险资本家可以有 20% 的投资总收益的分成，这不包括占投资总额 2%—3% 的管理费用 只有一种高奖励制度才能推动风险资本家尽最大努力选择最好的投资项目，设计最有利的投资者的合同，尽可能为风险企业提供增值咨询服务，并推动企业在最好的时机上市来套现回收投资。

创业家和企业管理层的努力也与他们能获得股份的比例和价值成正比，他们经营企业越成功，所需要的投资越少，达到赢利目标的时间越短，赢利就越多，他们可以拥有的股份比例和相应的股票价值就越高，这种参与管理的模式和激励机制是与风险投资的组织形式有关联的。

我们接下来看一下风险投资组织形式有什么特点，又是如何影响风险投资的业绩的。

1.3 风险投资的主要组织形式

美国的风险投资的分类方法比较复杂，有许多交叉，而有限合

伙人公司是美国风险投资产业的主要组织形式，占有风险投资公司的 80% 以上。有限合伙公司可以分独立的和非独立的，两者的比例大约为 80:20 独立的有限合伙公司的结构、法律、运作、管理上的特点另文介绍。非独立的有限合伙公司通常为金融机构下属的风险投资公司。

从资金的来源看，投资天使 (Business Angel 或称非正式的风险资本家 Informal Venture Capitalist) 在美国和欧洲的风险投资产业中发挥着越来越大的作用，而一些跨国公司和产业集团如施乐、通用电气等也设立了企业风险投资项目 (Corporate Venture Capital) 和风险投资公司，还有曾经风行一时的政府支持的中小企业投资公司 (Small Business Investment Company)。产业集团下属的风险投资公司也有各种形式，并以各种方式与独立的风险投资公司合作，这一方面内容另文讨论。下面就金融机构下属的非独立的风险投资公司、投资天使以及六七十年代的中小型企业投资公司作一介绍。

一、金融机构下属的风险投资公司

有限合伙公司是指机构投资者如退休养老基金组织、保险公司、金融机构、慈善和家族基金会以有限合伙人的身份组建的风险投资公司，由专业投资经理即风险资本家管理项目投资，并分享投资收益的一部分，成为有限合伙公司中的一般合伙人。非独立的有限合伙公司主要指金融机构如银行、证券公司、财务公司、信托投资公司出资组成的风险投资公司，独立式与非独立式有限合伙公司的主要区别在于前者一般是由风险资本家以自己的投资业绩、声誉、资历和在金融业的网络关系向机构投资者募集资金，与有限合伙人签订合同，在风险基金的投资政策、项目选择和管理方面有相对独立的自主权，而非独立的有限合伙公司虽然在法律形式上是有限合伙制，但因为是金融机构为了配合自身的

业务发展而设立的，对风险投资项目的运作的控制权和影响力较大，如商业银行风险投资的目的可能是为一些未达到贷款要求的中小企业提供补充性融资，投资银行通过风险投资来物色好的融资、上市承销、兼并收购的项目。金融机构下属的非独立的有限合伙制的风险投资公司还在人事、管理等许多方面受到母公司的制约，这类公司也在逐步减少。原因是通常这些公司的投资经理来自母公司的金融机构，一般只有财务方面的经验，擅长于信贷分析，对技术、产业、管理的认识判断不够熟练，缺少作为风险投资的必要经验。再加上母公司的种种约束，激励机制也无法做到像独立的有限合伙公司那样的 20% 的总投资收益的分成，因此非独立的公司业绩一般，无法发展，如果没有母公司的资金及其他资源支持，很难与其他风险投资公司竞争，这些公司的投资经理也纷纷离开，加入独立的有限合伙人公司，或单独成立有限合伙公司，向金融界和机构投资者募资，成为真正的风险资本家。

二、投资天使

投资天使 (Business Angel) 的出现反映了美国和部分欧洲国家的风险投资产业进入了一个成熟阶段，这个行业的盈利吸引了更多投资者，更多的资金进入这个市场，出现了更多的投资需求和不同的投资者与创业家之间的合作方式，也反映出美国 90 年代强劲的经济发展产生巨大的财富和积余资金，美国的投资者越来越看好对科技型企业的投资。另一方面是因为正规的风险投资公司过分强调投资收益率，运作上十分规范和严格，管理成本增加，不能满足各种不同的风险企业和项目的投资需要。随着风险投资资金供应量和单位项目投资额的增加，小型项目受到忽视，但这些项目往往也具有较好的增长潜力。随着各个行业的风险项目投资的要求越来越复杂越来越精细，而正规的风险投资公司缺少必要的灵活性，无法满足不同层面的市场需求，个人投资者或非正式的风险

资本家便应运而生，并在风险投资行业发挥越来越大的作用。

个人投资者首先要有足够的资金，可以投资中小型的风险项目，他们不是证券市场中的中小散户，个人投资家通常具有经营管理或财务或技术方面的专长（表 1.3），具有风险投资运作的基本素质，有的本来就在风险投资公司做投资经理和一般合伙人，现在自己另立门户，试图在越来越细分的风险投资市场找到一个更适合自己的目标市场。有些个人投资家是以前的创业家，受到风险资本家的支持而从自己创办的风险企业上市中获得了巨大回报，他用这些资金来投资同行业或相关行业的其他创业家，这些投资者更大程度上是对技术和创业有强烈的兴趣，对投资收益率的要求不像正规的风险投资公司那样苛刻和严格，因此这些个人投资家受到许多技术企业家的欢迎。个人投资家通常更灵活，投资量少，与企业家发展一种合作和伙伴式的关系而不是监控式关系，这类非正式的风险投资通常采用普通股而不是优先股，来保持与企业之间的平等，承担更多的风险，因此适用的风险企业面更广。

表 1.3 投资天使的工作经验统计

工作经历	比 例	年 限
小企业高层管理	68%	10
各类公司中层管理	68%	6
中型公司高层管理	53%	7
大公司高层管理	5%	10
顾问咨询业资历	47%	5
上市公司高层管理	3%	4

三、中小企业投资公司

1958 年美国政府颁布了中小型企业投资法（SBIA）由中小企

业局 SBA) 来负责对中小型企业投资公司 (SBIC) 颁发执照 协调管理和融资。

中小型企业投资公司本质上是一种封闭式信托投资基金，对中小型企业提供融资和管理上的支持。在获得执照后，中小型企业投资公司向中小型企业局提供年度报表，中小型企业局每年到该公司检查一次，中小企业投资公司必须符合种种有关项目投资和运作的条款，以确保中小企业的利益和投资效益。

中小企业投资公司的资金来源可以是私人资金或政府的贷款和发行债券，一家业绩良好的中小企业投资公司经中小企业局批准可以申请由中小企业局来做发行债券的担保，中小企业投资公司获得的政府贷款和担保可以达到自有资金的四倍。中小企业投资公司还享有许多税务优惠，它通常使用可转换债券来对其他中小型企业投资，一旦投资获利便转化成股票，获得应课税的资本所得，如投资不成功，则保留债务方式，债务上的损失可冲销资本金所得 减少税收。

中小型企业投资公司在 60 年代发挥了很大作用，随着 70 年代有限合伙人公司的盛行，逐步减少。对于这一政府支持的风险基金项目，尽管有些不同的评价意见，但普遍认为当初企业界对中小企业投资公司期望太高，把它作为主要的风险投资组织形式，投资公司的运作效率不高，加上投资经理经验不足，对风险投资的过程和目标不够清晰，缺少有效的激励机制。最致命的是中小型企业投资公司中的私人资金不足，政府的资金和担保信用被过分依赖甚至滥用，导致部分中小企业投资公司管理失控和产权混乱。这对于目前中国发展政府主导的风险投资产业有借鉴作用，产权明确化是风险投资最根本的基础。有限合伙人公司在产权私有化的基础上，通过对一般合伙人的激励机制，对风险基金的运作模式的设计，来消除委托人和代理人之间的目标利益不统一即代理人风险问题，这也是有限合伙制之所以成为风险投资主要形式的原

因。下面作一些具体说明。

1.4 有限合伙公司的法律、税务、结构和管理特点

一、有限合伙人

美国 80% 以上的风险投资组织形式是有限责任合伙制，在这个体制下设立风险基金 由投资者 有限合伙人 和投资经理 普通或一般合伙人，行业称谓也叫风险资本家）双方签订合同，合同明确规定：

- 资金供应方承诺分段投资，保留放弃投资的选择；
- 对风险投资经理（一般合伙人）的奖励与他们所创造的价值挂钩；
- 确保风险企业向风险投资公司变现所投资的股权，确保一般合伙人向有限合伙人返回所有资本金和收益。

这些条款试图解决风险投资中的三个基本问题：

- 筛选问题：通过上述条规来选择最好的风险资本家；
- 代理人问题：通过上述规定减少风险资本家作为资金管理而非所有者的代理人风险；
- 经营成本问题：通过上述规定减少所有成本包括税收的现值。

有限责任合伙制组织的税务法律性质与其他组织不同，它不用缴公司税，而是由有限合伙人缴个人所得税，有限合伙人在以证券形式得到投资收益时并不需要缴个人所得税，直到证券出售成为现金。要获得这种税务待遇的有限合伙组织必须符合以下条件：

- 基金必须有固定的期限，并在有限合伙合同签订时明确下来；

- 有限合伙股权不能转让，这与上市公司股票不一样；
- 在期满前不允许有限合伙人退出组织；
- 有限合伙人只对所投入资金负有限责任，不能参与基金的管理。

虽然有限合伙人不能参与基金的具体运作，但对一些重要事项亦有表决权，如合伙人协议的修改，在期满前解散有限合伙组织，或延长基金的期限，解雇一般合伙人，投资项目的资产评估。一般要求有三分之二的有限合伙人同意，上述内容变更才生效。

大多数风险基金的存续期为十年，一般可延长一年，期满后，所有基金的资产包括现金和证券必须清算。有限合伙人注入资金也并非一步到位，往往是一开始注入 25% 以后每年再注入一部分，如果有限合伙人放弃继续注入资金，已投入部分只能退回一半，所以产生的投资所得也只能拿到一半。

二、一般合伙人

一般合伙人负有无限责任，他们可能的损失比他们所投入的资金要多，但实际上并不会发生这种情况，因为风险资本家一般不用借贷，没有多于净资产值的负债风险。他们也投入占风险基金 1% 的自有资金，但一般不用现金，主要是作为一种管理承诺和税务优惠上的考虑，一般合伙人可以有占风险基金总额 2.5% 的资金作为他们的管理费用，包括工资和助手们的工资和办公费用。但通常基金额越大，这个比例越小，近年来，随着资金供应量的增加，这个比例有下降趋势。同时风险投资公司也不断增多，如果不是前十名的风险投资公司，出资方处于侃价的优势地位。

一般合伙人参与投资收益的分配，一般可拿到所有投资收益的 20% 即有限合伙人达到 80% 的投资回报。不同的风险基金有不同的比例 通常在 15%—30% 的范围，但目前的趋势是必须在产生了最低的投资收益率后（至少是保本），一般合伙人才有权享