

第一章 风险投资导论

关键词 风险投资涵义 风险投资特征 风险投资运作模式 风险投资功能

第一节 风险投资的涵义

风险投资的概念在世界上出现的时间并不算长，在我国则还是近几年才引起普遍重视。但是，它正以其独特的魅力风靡世界。今天，风险投资在某种意义上说已经成为“经济增长的发动机”。为了深入研究风险投资的特点和运作过程，我们在这一节首先来讨论风险投资的基本内涵，并探讨其与传统融资体制的区别。

一、风险投资的基本内涵

根据美国国家风险投资协会（National Venture Capital Association, NVCA）的定义，风险投资是由职业金融家向新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中投入权益资本的行为。根据欧洲风险投资协会（EVCA）的定义，风险投资是一种由专门的投资公司向具有巨大发展潜力的成长型、扩张型或重组型的未上市企业提供资金支持并参与其管理的投资行为。经济合作和发展组织（OECD）24个工业发达国家在1983年召开的第二次投资方式研讨会上认为，凡是向以高科技和知识为基础、生产与经营技术密集的创新产品或服务的企业的投资，都可视为风险投资。1998年，民建中央提交九届政协的《关于发展我国风险投资事业的提案》^①则认为，风险投资是指一种把资金投向蕴藏着失败危险的高新技术及其产品的研究开发领域，旨在促进高新技术成果尽快商品化，以获得高资本收益的投资行为。

风险投资（Venture Investment 或 Venture Capital），指人们对较有意义的冒险创新活动或冒险创新事业予以资本支持。Venture 与一般意义上的风险 Risk 不同，Risk 是指人们在从事各种活动中所遇到的、不可预测又不可避免的不确定性，这种表述为 Risk 的不确定性带来的往往是损失，而没有什么利益可言。而 Venture 则用来描述“商业冒险”和投机活动，它具有不确定的损益结局，人们通过主动承担风险，争取高收益，避免重大损失。从这个意义上说，Venture 体现了“明知山有虎，偏

^① 这个由全国人大副委员长、民建中央主席成思危倡导提出的提案，受到各方面的重视，被评为1998年全国政协的“一号提案”。可参阅成思危、约翰·沃尔：《风险投资在中国》，民族出版社，2000年。

向虎山行'的意思,它反映了奋斗、创业、开拓、冒险的精神。

与风险(Venture)这个概念相连,有一系列与之相关的概念。

1. 风险决策(Venture Decision)。风险决策是指在多种不定因素(数学上称为自然状态——State of Nature)的作用下,对两个以上的行动方案进行选择。风险决策可以分成两类:自然状态的概率分布是已知的,称为概率型风险决策;而自然状态的概率分布是未知的,称为不定型决策。高新技术产业中遇到的风险决策,两种情况都有。

2. 风险企业(Venture Firm)、风险投资家(Venture Capitalist)。接受风险投资的企业即风险企业,它通常是指正在研究和开发不成熟的高新技术产品的企业。而有计划地募集、管理风险投资,寻求和挑选风险投资项目,投资并进行监督和扶持风险企业的人被称为风险投资家。

3. 风险资本(Venture Capital)。风险资本是指由投资专家管理、投向风险企业的资本。正如我们在前面已经说过的那样,风险资本在不同的国家和不同的地区,或者在同一国家和地区的不同发展阶段,其来源是不同的。

4. 风险技术(Venture Technique)。从原则上说,风险技术是指在世界上尚未成熟的高新技术。但是,某些在发达国家已经成熟的技术在许多发展中国家仍可被归为风险技术。因为这些技术尚未被自己掌握,而发达国家则还没有公开这些技术的秘密。

从属性上说,风险投资也属于第三产业,因而带有金融服务及咨询服务的性质。从风险投资的实践来看,它主要选择未公开上市的有高增长潜力的中小型企业,尤其是创新性或高新技术导向的企业,以可转换债券、优先股、认股权等方式参与企业的投资,同时参与企业的经营管理,使企业获得专业化的管理及充足的财务资源,从而促进企业的快速成长并实现其战略目标。在企业发展成熟后,风险投资家将通过资本市场转让企业的股权或以其他方式退出其风险投资,而获得较高的回报,继而进行其新一轮的投资运作。美国等发达国家的实践证明,风险投资业已发展成为一个有别于传统金融机构的新兴产业,它有自己独特的产品(风险资本、管理和咨询服务)具备广阔的发展市场(新兴中小企业及高新技术企业)形成了自己特有的供应、生产、销售体系,其生产服务方式已日臻成熟。在融资时,风险投资家购买的是资本,出售的是自己的信誉、吸引人的投资计划和对未来收益的预期。投资时,他们购买的是企业的股份,出售的是资本金。退出时,他们出售企业的股份,买入资本,外加丰厚的利润、光辉的业绩和成功的口碑。

作为一种特殊的投融资体制,风险投资的最大功绩是实现了知识、思想与资本的直接结合,从而使得新知识、新思想这一资源可以迅速实现其价值,转化为现实生产力。由于风险投资机制的存在,极大地激发和鼓舞了人们从事创新性探索的兴趣,而新知识、新思想的不断涌现,又扩大了风险投资家的选择范围,有利于其选

择较佳的项目并获取高额利润，从而促进风险投资业的进一步发展，这就形成了一个良性循环，带动整个产业结构的升级。美国硅谷高新技术产业的迅猛发展，就充分展示了风险投资在促进知识、思想与资本结合中的巨大功效。

二、风险投资与传统融资体制的区别

高科技企业的成长、发展与壮大可以划分为 5 个阶段：创立阶段、研究与发展阶段、市场导入阶段、成长阶段和稳定与成熟阶段，各个阶段的基本融资途径是不同的。与传统的资本融资体制相比，风险投资具有明显不同的特点。

风险投资是高新技术企业在研究与发展阶段、市场导入阶段和成长阶段的基本融资途径，而传统融资渠道则是企业在稳定与成熟阶段的基本融资途径。它们在高新技术企业的成长、发展和壮大过程中所起的作用是不同的。下面，将比较风险投资与传统融资体制的区别。

（一）风险投资与商业信贷的区别

1. 投资对象不同。风险投资的获利方式决定了它的投资对象为新兴的、有巨大潜力的企业和项目，注重的是企业的高成长性；商业信贷的投放对象多为拥有稳定现金流量的成长和成熟阶段的企业，注重的是企业良好的财务结构和经营的稳定性。

2. 投资依据不同。风险投资依据风险企业家提交的商业计划书和风险投资家自己的判断来决定是否投资，并不需要担保和抵押，风险投资家的眼光、经验等主观因素起很大作用；商业信贷则依据目标企业的财务报表和投资项目的可行性报告来决定是否投资，需要抵押和担保，具有较强的客观性和可分析性。

3. 投资方式不同。风险资本是以股权的方式投入企业，一旦进行投资，风险投资者不但要参与投资对象发展战略、经营模式的指导与帮助，而且还要提供各种专业性的技巧以帮助风险企业顺利运营；商业信贷则是以债权的形式投入，一般不参与企业的经营管理。

4. 风险和回报不同。银行以贷款利息获利，注重投资的安全性，尽量回避风险，力求稳健，回报比较稳定但无法获得较高的利润率；风险投资则是典型的高风险、高回报行为，投资者不回避风险，以其丰富的经验和敏锐的眼光来捕捉投资对象并通过红利和卖出股份来获取超额利润。

（二）风险投资与一般股权投资的区别

1. 投资取向不同。风险投资集中于高新技术企业的创建和新产品的研究开发，即主要集中于风险企业的开拓阶段，而不是成熟阶段，一旦创业成功，风险投资者便会利用各种手段收回所投资本，获得巨额利润；一般股权投资虽也可能经历企业的创建与产品的开发，但更侧重于生产较为成熟的产品，着眼于经营。

2. 投资期限不同。一般股权投资要求长期持有，投资期限比较长；风险投资的

期限一般在 3~7 年,而且从投入的那一刻起就要求在未来变现退出。

3. 投资目的不同。一般股权投资或者要求取得稳定的股息和红利收入,或者要求取得被投资对象的某种程度的控制权,以满足投资者经营战略的要求;风险投资则是为了在将来通过股权转让来获取丰厚的资本利得。

4. 投资的风险和回报预期不同。风险投资的风险比一般股权投资大得多,因而其回报预期要大于一般股权投资。

第二节 风险投资的特征

风险投资作为一种投资,它也具有一般投资活动所具有的共性,但是,它又具有一般投资所没有的特性。

一、风险投资具有高风险性

这是风险投资区别于一般投资的首要特征,是由风险投资的对象性质决定的。首先,风险投资的对象一般为刚刚起步或还没有起步的高新技术企业。以中国为例,中国的风险资本有近 90% 投向 IT 产业、生物医药、电子信息、通信产业、网络产业、新材料,以及传统的中医中药产业。而投向传统产业的技术改造仅约 12%。这类风险企业规模较小,没有固定资产或资金作为贷款的抵押或担保。其次,由于投资对象常常是高新技术中的“种子技术”或创新思想,处于设计起步阶段,不够成熟,尚未经历市场检验,能否转化为现实生产力,尚有很多不确定的因素,风险较大。一般来说,发达国家风险企业成功的比例很低。通常每 10 项投资只有大约 1~2 项是真正成功的。此外,还可以从另一个角度来看风险投资的高风险性。在美国,通常一个风险投资公司 1 年中能接到约 1 万个投资项目申请,其中经过选择同意作初步接触的大约在 150 项左右,即在 1.5% 上下。在初步接触基础上进行深入洽谈的仅有约 25 个,真正同意并签订合同进行风险投资的仅不到 10 项,这只占全部申请的 0.1%。合同实施过程中,还会有 1~2 项因项目投资效益和开发前景不理想而中止执行。

由于投资的高风险性,客观上使风险投资家对风险投资项目的选择、决策和经营非常谨慎和严谨。他们不能奢望每一个风险投资项目都能成功,因而在风险投资理念上就存在所谓“大拇指定律”。即如果风险资本 1 年投资于 10 家风险企业,在 5 年左右的发展过程中,会有 3 家公司垮掉,有 3 家中小企业会停滞不前,最终被收购,有 3 家公司能够上市,并有不错的业绩;10 家企业中只有一个能成长迅速,上市后为社会看好,成为一颗耀眼的明星,市值数十倍甚至上百倍地增长,给投

① 根据 2000 年 8 月至 2001 年 1 月科技部资助,由刘曼红等对我国风险投资发展现状(主要包括 77 家风险投资公司的数据)的调研结果整理得到(该报告发表在《风险投资通讯》2001 年第 2 期)。

资者带来巨额回报 而这家企业就成为‘ 大拇指定律 ’中的‘ 大拇指 ’。

二、风险投资具有高收益性

风险投资是一种着眼于未来的战略投资。风险投资家并非对所投资项目的高风险视而不见，而是因为风险背后蕴涵着获取巨额利润的机会。预期企业的高增长、高增值是风险投资的内在动因。风险投资作为一种经济机制之所以能够经受住长时间的考验，并没有因为高风险而衰败没落，反而愈显蓬勃发展之势，关键就在于其高利润所带来的补偿甚至超额激励。风险投资项目都需经过专家咨询委员会的严格评选、充分论证后才加以确定，目标项目属于潜在市场规模巨大、高成长的新创事业。一般来说，投资于创立和研究开发阶段的风险企业，所要求的年回报率在 40% 左右；投资于市场导入阶段和成长阶段的风险企业，所要求的年回报率在 30% 左右 对于即将上市的公司 要求 20% 以上的年回报率。这样才能可能补偿风险，否则不会进行投资。投资额一般占风险企业股份的 20% ~ 30% 通常不去追求控股，以分散投资，规避风险。风险投资家的目标毛利率为 40% ~ 50% 以上 税后净利润率为 10% 以上 期望几年后公司上市时以高市盈率套现 获得几十倍甚至上百倍的高额投资回报。虽然风险投资的成功率不足 30% 但一旦成功，就足以弥补因其余项目投资失败所导致的损失，还能有丰厚的综合投资回报率。美国是世界上风险投资业较为成熟的国家，1996 年，风险资本的平均回报率为 17.3% 远高于同期银行存款的利率水平。^②

三、风险投资具有低流动性

风险资本往往在风险企业创立之初时就开始投入，直至公司股票上市之后才能退出 因而投资期较长 通常为 3 ~ 7 年，而且在此期间通常还要不断地对有成功希望的项目进行增资。美国 157 家由风险资本支持的企业的调查资料表明：风险企业平均用 30 个月实现收支平衡，用 75 个月的时间恢复原始股本价值。正因如此 人们将风险资本称为‘ 有耐心和勇敢 ’的资金。^③ 另外，风险投资是一种权益投资 在风险资本最后退出时 若出口不畅 撤资将非常困难 这也使得风险投资的流动性较低。

四、风险投资主要面向高新技术领域

风险投资是以高风险为代价来追求高收益的。传统的产业无论是劳动密集型

资料显示，在美国，风险投资家有兴趣的投资项目至少能在世界范围内有 10 亿美元以上的市场规模。

参见曹红辉、彭作刚：《创业投资 知识经济时代的创业新概念》第 4 页 中国城市出版社，1999 年。
刘曼红主编：《风险投资 创新与金融》第 8 页，中国人民大学出版社，1998 年。

的轻纺工业还是资金密集型的重化工业，由于其技术、工艺的成熟性和产品、市场的相对稳定性，其风险相对较小，是常规资本大量集聚的领域，因而收益也就相对稳定和平均。而高新技术产业由于风险大、产品附加值高，因而其收益也高，正迎合了风险投资的特点，因而也就成为风险投资的追逐目标。以美国为例，1995年，美国电子和信息领域吸收的风险资本占当年全部风险资本的47%，1996年和1997年这一比重分别上升到50%和60.3%。与生命科学相关的产业所吸引的风险资本也持续上扬，1996年，生物工程与新药产业吸收风险资本占风险资本总额的21.4%，1997年上升为23.8%，而随着人类基因组计划（HGP）、克隆技术等近年来取得的迅速进展，预期生物工程与新药产业吸收风险资本的比例还会迅猛增长。而与之形成对照的是，传统产业吸收的风险投资只占很少的份额。^①

表 1-1 1999 年风险资本在美国产业部门的投资分布 (亿美元)

产业部门	投资额	增长率
互联网	187	471%
通信	83	152.1%
电脑硬件	13	138.1%
半导体/电子	17	110.4%
电脑软件与相关服务	75	95.7%
其他产品	45	86.2%
生物技术	7	70.2%
消费	17	58%
工业/能源	11	14.8%
医药/保健	24	2.7%
总计	483	151.6%

资料来源：《中国经营报》，2000年3月7日

五、风险投资具有较高的专业性和参与性

由于风险投资主要投向高新技术产业而且投资风险较大，要求风险资本管理者具有很高的专业水准，在项目选择上要高度专业化和程序化，精心组织、安排和挑选，以尽可能地锁定风险。通常，一家风险企业要得到风险投资的支持，必须首先向风险投资公司提交业务计划书、本公司基本情况和发展规划，以此进行初步接

杨大楷、姜皓天：《风险投资基金业的国际比较研究》，《金融学家》，1999年第1期。

触。如果风险投资公司对业务计划感兴趣，双方将继续协商，一旦达成协议，风险企业将向风险投资公司出售部分股权，同时获得发展资金。

由于高新技术成果的持有者大都是科学家和工程技术人员，一般来说，他们缺乏经营管理、市场开拓的能力，如果让他们将研究的成果商业化，往往会不尽如人意，而风险投资家则能帮助他们开拓市场，实现产业化。风险投资公司一旦将资金投入风险企业，就与风险企业结成了一荣俱荣、一损俱损的关系，风险投资家将直接参与企业的经营管理，提供咨询，参与重大问题的决策。从产品的开发到商业化生产，从组织机构的设置到人员的安排，从产品的上市到市场的开拓、企业形象的策划，一直到企业的最后上市等都离不开风险投资机构的积极参与。

第三节 风险投资的运行

为了准确地理解和研究风险投资，本节将对风险投资的运行机制进行初步讨论。具体涉及风险投资与冒险、风险投资与融资、风险投资公司的运作模式、风险资本的实质，以及风险投资的退出等方面，进一步的深入探讨将在后面的章节里进行。

一、风险投资与冒险

我们在第一节阐述风险投资的涵义时已经分析了人们在使用 Venture 和 Risk 这两个词时的区别，其中最重要的是 Venture 表现了风险投资家面对不可避免的风险 敢于主动承担风险的方面 而 Risk 的涵义里并没有主动的成分。风险投资家 (Venture Capitalist) 依靠自己的经验、知识、信息和判断，通过对某一目标风险企业的分析 对市场的预测 对风险企业前景的判断 乃至凭其直觉 做出投资决策。

与之相比，冒险家虽然也有其自信心，并且在这种自信心的支持下，冒险家也会做出投资决策。但是，这种自信心往往并没有依据，因此，这种投资往往是随心所欲的，也是不负责任的。在当今错综复杂的经济环境中，迎接冒险家的通常只能是失败。

根据上面的分析我们可以说 只要有勇气 也许人人都可以去冒险 但是 并不是任何人都可以成为风险投资家。从知识结构来看，风险投资家应该既具有科技方面的知识背景，又拥有一定的管理知识，还要求具备深厚的金融理论功底。从心理素质来看 风险投资家要有深邃的分析能力 果敢的判断能力 既敢于大胆创新，又谨慎小心，经得起成功和失败的考验。只有历经磨练，才能成为一个成功的风险投资家。

二、风险投资与融资

风险投资在操作过程中既包括投资，也包括融资。而且，从某种意义上来说，融资比投资更重要，也更困难。一般来说，风险投资公司凭借自己的信誉、具有吸引力的投资计划和对未来收益的预期，筹集到一笔资金，这笔资金是以权益资本的形式存在的。风险投资公司再将所筹集的资金，通过购买股份的形式，投入到风险企业去。在取得成功后，风险投资公司通过出售股份，收回资金和丰厚的利润，同时又进一步提高了风险投资公司的声誉，然后进行下一轮的融资和投资。因此，从金融学的角度来看，风险投资属于典型的买方金融。

分析风险投资的操作过程，我们可以看到，风险投资不仅在投资时有风险，融资时同样充满风险。一般来说，融资的能力和规模反映了风险投资家的水平和业绩，同时，也反映了风险投资家个人的魅力。目前，美国的风险投资出资人有一些来源：

1. 各种养老基金。^① 养老基金在美国分为公共养老金（Public Pension）和公司养老金（Corporate Pension）。根据美国法律规定，养老基金只允许将其一小部分资产通常为 5% 投入到风险资本市场。尽管如此，由于其资产的规模庞大，仍然有可观的资金进入风险资本市场，并成为风险资本的主要来源。到 20 世纪 90 年代中期，美国风险资本中约有一半来自养老基金，并且，公共养老金超过了公司养老金，成为风险资本的最大来源。

2. 捐赠基金与基金会。是历史上最早的风险投资者之一，它们大多是通过风险投资基金进行风险投资，也有一些大学的捐赠基金有直接的投资计划。它们主要用于支持大学的一些研究项目，约占风险投资资金来源的 10% 左右。

3. 银行持股公司等金融机构。也是历史上最早的风险投资者之一，为了避免受到有关银行监管法规的限制，它们通常通过设立独立的部门或附属公司来进行投资。这些机构既可以进行风险投资，也可以在风险企业进入成长和成熟阶段后，继续提供贷款。

4. 富有家庭和个人等。那些被称为“冒险投资家”的个人投资者，他们经营自己的企业，在获得成功后，将它卖掉，再把所得的资金投资于风险企业，以追求丰厚的利润。冒险投资家在进行风险投资前，会对企业进行深入的分析，并要求取得董事会的席位。

5. 其他投资者。包括保险公司、投资银行、非金融机构大公司和外国投资者等。

分析上面风险投资出资人的情况可以发现，他们的情况千差万别，既有精明强干、经验丰富的投资家，更有对投资不甚了解的外行，他们的一个共同特点是：一般

刘曼红主编：《风险投资：创新与金融》，中国人民大学出版社，1998 年。

对所投资的目标风险企业情况知之甚微，对市场情况的了解也非常有限。他们之所以会选择一家风险投资公司出资，基本上取决于对风险投资家个人的信赖。他们或者是耳闻目睹了风险投资家的业绩，或者本人就是风险投资家的亲朋好友。风险投资出资人的这种信赖对风险投资家形成了很大的压力，促使风险投资家必须努力在总体上保证所融得资金的高回报率。如果不能做到这一点，那么，其本人将声誉扫地，不仅不可能再从这些出资人手中融资，连从其他出资人手中融资的能力也将大打折扣。

我们说，风险投资操作过程中，融资比投资更困难的另一个理由是：风险投资家在投资时他处于主动地位，他可以挑选对方；而在融资时，他处于被动地位，被对方挑选。现实表明，资金在任何国家和地区，一般都是稀缺资源，风险投资业更是如此。因此，从这个角度来说，风险投资业中，融资是第一环节，也是最困难的环节。

三、风险投资公司的运作模式

我们已经多次提到风险投资公司这个概念，现在我们对它下个定义。风险投资公司是指向风险企业提供风险资本的专业的资金管理人。他们从风险投资者那里募集风险资本，然后搜寻、调查、筛选投资项目，制定投资方案，对投资进行监督、管理和提供必要的辅助，并在适当的时候以适当的方式撤出投资，把本金及实现的利润分发给投资者。

（一）风险投资公司的典型运作模式——有限合伙制

风险投资采用哪种模式来运作，与各国的税法规定有很大关系。在美国，最常采用的风险投资公司模式是风险投资有限合伙制（Venture Capital Partnership）。其原因是美国的养老基金、大学等投资者都是免税实体，采用合伙制可以保证风险投资公司的免税地位，而如果采用公司制就需要缴纳公司税。人们通常所说的风险投资公司一般都是指这种形式。它的规模一般在 5~10 人之间，最大的不超过 30 人。它一般有 2~5 个合伙人，其他是为投资服务的分析专家（Specialist）。

有限合伙制的风险投资公司有两类合伙人：有限合伙人（Limited Partnership）和普通合伙人（General Partnership）。有限合伙人负责提供风险投资所需要的主要资金（通常达所需资金的 99%），但不负责实际经营。而普通合伙人是风险投资公司的经理人员，负责风险投资的业务，可以说他们投入的是自己的科技知识、管理经验和理财能力，但是也要求提供一定数量的资金（通常占所需资金的 1%）。由于

① 根据美国《公司法》以及 1986 年美国实行的税制大改革规定，一般合伙企业和有限合伙企业都不是纳税主体。参考 E. Sonnemann (Hrsg.): Rechnungslegung, Prüfung, Wirtschaftsrecht und Steuern in den USA, Wiesbaden, 1989 (中译本由南京大学中德经济法研究所译:《美国和德国的经济与经济法》, 法律出版社, 1991 年)。正是因为这个原因, 以有限合伙制形式成立的风险投资公司在 1986 年以后大大地增加了。

普通合伙人要管理的风险投资资金量比较可观, 1% 资金的绝对数量可能已经不是小数(例如, 投资总额如果达到 1000 万美元, 1% 就是 10 万美元)。要求普通合伙人提供 1% 资金的目的是为了保证他们取得投资者的信任, 并使他们个人的利益与责任密切结合, 同时, 也可以防止其不责任和轻率地冒险。由于普通合伙人在经营管理风险投资公司业务的过程中付出了艰辛的劳动, 因此, 他们有权从总收益中按 10% ~ 30% 提取报酬。这种合伙制风险投资公司的生命周期大体上在 7 ~ 10 年, 主要依据公司投资的生命周期和有限合伙人的意愿来确定。

合伙人集资(Pool)有两种形式: 一种是基金制, 即大家将资金集中到一起, 形成一个有限合伙制的基金。另一种是承诺制, 即有限合伙人承诺提供一定数量的资金, 但是, 起初不注入全部资金, 只提供必要的机构运营经费。等到有了合适的项目, 再按普通合伙人的要求提供必要资金, 并将资金汇到指定的银行。而普通合伙人无须直接管理资金。这种方法对有限合伙人和普通合伙人来说都十分有益。首先, 对有限合伙人来说, 可以降低风险。其次, 对普通合伙人来说, 省去了平时确保基金保值增值的压力。

目前, 有限合伙制的运作模式也已经开始被我国的风险投资机构采用, 并且还出台了一些管理办法。^①

(二) 风险投资运作的其他方式

除了有限合伙制之外, 个体投资、公开上市的风险投资公司(为数极少)大公司的风险投资机构、产业战略基金以及公众风险投资基金等组织形式也都是经常被采用的。

1. 个体投资者。在美国, 这样的个体风险投资者数以百万计, 最典型的个体投资者就是“天使”投资者。他们投资于风险企业的资金少者几千美元, 多者可以超过百万美元。他们往往投资于那些尚处于创立阶段, 但是却有独到创意的企业。处于这一阶段的企业往往风险非常高, 即使是一般风险投资公司也可能望而却步。但是, 个体投资者却敢于为此冒险。当然, 这种早期投资一旦成功, 给他们带来的收益也将非常高。因此, 高新技术企业在其创立阶段如果能找到这样的“天使”应该是最理想的了。

2. 公开上市的风险投资公司。^② 这类公司为数极少, 它们作为上市公司在公开的资本市场募集资金。至于其投资的运作方式则与有限合伙制风险投资公司基本相同。根据美国证监会(SEC)的要求, 这类公司必须向公众公开其经营情况。

3. 大公司的风险投资机构。世界上一些著名的大公司都以独立实体、分支机构或部门的形式建立风险投资机构。这些机构的运作方式和私人风险投资公司相同, 但是, 其目的则完全不同。私人风险投资公司通过培育风险企业, 使其成功上

^① 例如, 北京中关村科技园区最近制定和颁布了《有限合伙制管理办法》。

^② 其中最著名的就是“美国研究与发展公司”(ARD), 有关它的情况可参阅第四章。

市而获得高额回报。而大公司的风险投资机构则是在母公司资金的支持下，为母公司寻求新技术。我国现在也有一些大公司设有这样的机构，如海信集团等。值得注意的是，如果某家大公司准备投资于一家风险企业时，对这家风险企业的发展来说固然可以带来许多好处，但是由于两者实力的巨大差异和不对称，也会给风险企业的独立发展带来各种不利影响。

4. 产业战略基金。这种基金的投资方向集中在某一产业领域的风险企业，通常以合资方式与风险企业合作，以迅速取得科技成果。著名的 Java 基金就是由美国 IBM 公司等 6 家大企业联合出资 1 亿美元组成，专门投资于硅谷内的信息企业。

5. 公众风险投资基金。传统上，风险基金是私募基金。1996 年美国颁布了《公众风险投资基金法》，允许一些特定的风险基金向社会募集资金，并对其活动作了一些具体的限制，如规定只限于在本州集资，以便于股民监督。

另外，政府对于风险投资也不是袖手旁观的，相反，风险投资是政府积极参与的几个领域之一。诸如小企业投资公司就是这样的准政府机构。^① 中国在 1985 年和 1986 年先后经国务院批准成立的“中国新技术风险投资公司”和“中国经济技术投资担保公司”，各地高科技园区成立的“创业中心”，从属于各省、市科委的一些风险投资机构，以及国家“火炬计划”、“星火计划”等，也都反映了中国政府在支持风险投资方面的积极行动和举措。

四、风险投资与银行贷款

风险投资与银行贷款相比，在运行机制上有很大的差别。具体来说有以下几方面。

1. 在对待投资风险的问题上，风险投资一般并不回避风险，甚至偏爱高风险，风险投资家正是通过管理和控制风险，获得与高风险伴生的高收益。

2. 在资金的流动性方面，正如上一节里提到的，风险投资是低流动性的。但是，银行贷款则要求保持流动性。

3. 在投资决策上，风险投资着重考虑的是企业未来的收益前景和增长潜力，因此，它注重风险企业管理队伍的素质，他们的创业精神和管理能力，并不那么注重当前的财务指标。而银行贷款则看重企业目前的实力，关注企业的偿还能力。

4. 风险投资的对象是有巨大发展潜力的企业和项目，风险投资不需要担保，也不需要抵押。而银行贷款的对象是正在成长或已经成熟的企业，因此，它要求担保或抵押。

5. 风险投资是一种权益资本（Equity），而银行贷款则是借贷资金（Debt）。据美国的统计，风险投资占风险企业资本总额（或者说股份）的 30% 以上。对于风险企

请参阅本章第三节。

业来说，与银行贷款相比，风险投资并不是天上掉下的馅饼，而是非常昂贵的资金来源。只是对于风险企业来说，风险投资几乎是惟一可行的资金来源，而银行贷款虽然代价相对较低，却可望而不可及。

值得注意的是 尽管风险投资是一种权益资本 但是 风险投资家的目的却并不是要获得企业的所有权。他们的目的在于实现企业高速增长，以取得投资的高收益。风险投资虽然投资的时间比较长，平均要在 5~7 年，长的甚至超过 10 年，但是，它最终是要从风险企业退出的。当风险投资从企业退出时，它带走的并不只是最初的投资额 还有几倍、十几倍、几十倍 甚至成百上千倍的利润。我们说 对于风险企业来说，风险投资是非常昂贵的资金来源，道理正在于此。也正因为这个特点，风险投资家在选择投资对象时，一般要花费相当长的时间，作大量的调查研究工作。另外，选择什么时机投资，也需要风险投资家根据风险企业的价值增长情况和风险的降低趋势仔细研究和决策。

五、风险投资的退出

风险投资如何退出，是风险投资整个过程中至关重要的一个环节。风险投资从风险企业退出主要有四种方式：首次公开上市发行（Initial Public Offering, IPO）、管理层收购（Management Buy - Out, MBO）或员工收购（EBO）、企业并购（Merger & Acquisition, M&A）、破产清算。下面我们分别作简单的介绍，有关这些方式的详细讨论将在后面的章节里进行。

（一）首次公开上市发行

首次公开上市发行也简称为公开上市。这是风险投资最佳的退出方式，也是风险企业得以成功的捷径。在美国，大约有 30% 的风险投资通过这种方式退出。这种方式也创造了一批一夜之间成为巨富的佳话。许多人都知道的美国苹果公司创业史就是一个典型案例。

1976 年 两个 20 多岁的青年乔布斯和沃兹尼克设计出一块新型的电脑线路板（苹果 1 号）他们通过变卖自己的汽车和电脑筹得创业种子资本仅 1300 美元。风险投资家马古拉首先入股 9.1 万美元，创办了苹果公司。1977 年 4 月 苹果 2 号问世 当年的销售额为 250 万美元。1978 年销售额达 1500 万美元，1979 年又猛升至 7000 万美元，1980 年和 1981 年销售额达 1.17 亿美元和 3.35 亿美元，1982 年 苹果公司的销售额已高达 5.83 亿美元 成为第一家创业 5 年就跻身于《幸福》杂志 500 家大公司排行榜的新公司。1982 年 12 月 12 日 苹果公司首次公开招股上市 以每股 22 美元的价格公开发行 460 万股 集资 1.012 亿美元。公开上市也给风险投资家和创业者带来丰厚的利润。马古拉本人拥有 700 万股 价值 1.54 亿美元 是最初投入的 9.1 万美元的 16.92 万多倍。当初的两位创业者乔布斯和沃兹尼克则分别拥有 750 万股和 400 万股 价值 1.65 亿美元和 8800 万美元。

从上面的例子可以看到，公开上市的好处首先是可以为风险投资者和风险企业本身带来丰厚的利润。此外，它还有两方面的益处：

1. 首次公开上市发行可以保持被投资风险企业的独立性。我们在前面已经说过，风险投资是一种权益资本，风险投资家一般要参与风险企业的管理，对风险企业进行辅导。应该说，风险投资家和风险企业之间的这种合作在根本利益上是一致的，通常也是愉快的。但是，由于双方仍有各自的利益，因此产生分歧也是在所难免的。通过公开上市，既可以使风险投资家获得丰厚利润后满意地从企业退出，使企业摆脱风险投资家的约束，又可以在公开上市的过程中，建立和完善规范的法人治理结构 提高管理水平 使企业增添活力。

2. 首次公开上市发行还可以为风险企业开辟在证券市场持续融资的渠道。这些渠道包括发行新股、发售公司债券以及在中国证券市场上比较常用的配股等。另外，公开上市可以使企业在客户、供应商和金融机构中享有更高的信用和声誉，使风险企业可以更容易地进行资本运营。

尽管首次公开上市发行是风险投资家和风险企业最希望实现的方式 但是 公开上市本身也存在一些不利因素。首先，实现公开上市需要耗费大量的时间、费用和精力。其次，企业公开上市后，股票持有者要求公司的经营业绩逐年提高，股利逐年增加，一旦风险企业达不到目标 股票持有者就会“用脚投票”在股市上抛售股票 使股价下跌 从而影响公司的声誉 甚至引发公司的危机。再次 风险企业上市后 必须接受有关部门的监管 并按照有关法规 向社会公开披露大量信息 这有时会给企业的经营和市场竞争带来不利影响。最后，各国和地区的主板市场（Main - Board Market）上市门槛比较高，绝大多数风险企业难以达到上市标准。

为了解决这个困难，许多国家纷纷建立了第二板市场（Second - Board Market），或称创业板市场（Growth Enterprise Market）。其中最著名的当数美国的纳斯达克市场（National Association of Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ）此外 还有欧洲的 EASDAQ、香港的创业板市场、日本的 OTC 市场等，我国的二板市场也正在积极酝酿中，在不远的将来可望正式建立。^① 有关二板市场的详细情况将在第六章探讨。此外 通过购买主板市场上的“壳”资源 买壳上市也是一种具有可操作性的选择 下面还要从并购的角度来讨论。

（二 管理层或员工收购

在风险企业的发展前景比较好、收益高时 风险企业的管理层为了避免被他人收购或不愿意再同风险投资家分享收益，就可能通过自有资金或大举借债或与外

^① 国家科技部火炬中心主任张景安在 2001 年 7 月 23 日召开的 2001 年中国风险投资年会上指出，中小高科技企业通过创业板上市是一次最大的制度创新，为它们的生存和发展提供了一个机会，而且有助于国内企业走向世界。他认为，在创业板之后，还要有一个三板市场，以便帮助那些“默默无闻”的小企业解决兼并、收购问题。

界金融机构合作，收购本企业在外的股份，这就是管理层收购。表面上看，由于使用资金较多或大举借债，这种收购具有很大的风险性。但是，实际上，由于收购人就是本企业的经营管理人员，他们了解企业的内部情况，熟悉企业的资产、实力和潜力 因此 他们的决策具有相当大的把握可以避免风险 因此 实际上不会有大的风险。

如果上述收购由风险企业的员工来实施，就称为员工收购。员工收购的结果是出现员工持有股份，或者是建立员工持股基金（ESOP），将风险投资家所持有的企业股份买断。员工持股基金可以从企业税前收入中划拨，也可以在企业未来划拨款能力的基础上从银行筹措。显然，员工收购同样也是建立在企业前景好、未来收益预期好的基础上，否则，企业员工是不可能愿意购买企业股份的。

管理层收购或员工收购有时也在风险企业的股票尚未上市时进行，此时，该企业股票的市场价格很难确定，因此需要对所涉及的股份价格进行评估，这是一个相当复杂的工作，目前，在理论上和实践中已经探索出一些方法，我们将在第二章中介绍有关这方面的结果。

（三）企业并购

企业并购是企业兼并和收购的简称。我们先来对并购的一般概念进行介绍。企业的兼并是指经由转移企业所有权的方式，将一个或多个企业的全部资产和责任都转为另一个企业所有。^① 被兼并企业的法人资格将失去，法人实体也被改变。企业收购是指一个企业经由收买股票或股份等方式，取得另一个企业的控制权或管理权。与兼并不同，另一企业仍然存在而不必消失。

企业并购的动机和原因有很多，但根本动因是为了企业的发展和增值。具体来说，则有以下几个方面：① 跻身于新行业或新领域；② 扩大生产规模和市场占有率；③ 获得先进的生产技术和人才；④ 发掘利用目标企业的潜在价值，达到事半功倍的效果（如买壳上市）；⑤ 转手倒卖企业获取利润；⑥ 合法避税。

企业并购交易的形式有三种：

1. 兼并目标企业。这是企业并购中最常见的形式 在这种形式下 兼并方将目标企业整体吞并，兼并行为完成后，目标企业成为兼并方的一部分而不复存在。
2. 收购目标企业的资产。在这种形式下，收购方所获得的是目标企业的一部分资产或全部资产。
3. 收购目标企业的股份或股票。在这种形式下，收购方通过与目标企业订立的协议或通过银行收购的方式发出收购要约，取得目标企业一定数量的股份。此时 目标企业仍然还存续下去 它的债务与债权也不易手 但是 股东发生了变化，目标企业的控制权也发生了变化 从而目标企业的经营管理人员 经营目标、方向

参阅我国《关于企业兼并的暂行办法》（国家体改委、国家计委、财政部和国家国有资产管理局 1989 年颁布）

和企业文化等均可能发生变化。

企业并购的支付方式有现金(包括支票、汇票等)以股份换股份、以股份换资产、承担债权债务等。其中,现金是使用最广泛的支付形式。

企业并购中还有两个概念需要区分:新设合并和吸收合并。^①新设合并是指两个以上公司合并设立一个新公司,原有各方均解散的方式。新设合并要求各方必须在合并前清偿债务和提供担保,否则不能合并。而吸收合并是一个公司吸收其他公司,被吸收的公司主体资格消失,归属于吸收的公司。其债权和债务均由吸收方承担。

近年来,企业并购在风险投资市场上的地位越来越重要,越来越多的风险投资家采用这种方式实现风险投资的退出,据统计,在美国的风险投资市场上,通过各种并购方式退出风险投资在总量上已经超过首次公开上市的方式,但是,并购方式在收益率方面却比首次公开上市低得多,大约只相当于 1/5 的水平。对于美国来讲,并购方式是主要的退出方式。在获得风险投资的企业中,1999 年发生了创纪录的价值 356 亿美元的购并金额。2000 年第 1 季度发生了 55 起兼并收购案。该季度最大的两个并购案例是 Redback Network 以 42.7 亿美元收购 Siara Systems 和 Ariba 以 21.3 亿美元收购 Tradex Technologies。另外,在得到风险投资的公司之间发生并购活动尤为频繁,说明资本之间的换手相当充分,为更多的风险投资的快进快出提供了良好的市场条件。

企业并购方式尽管收益率比较低,但是,对风险投资家仍有很大的吸引力,因为它可以使风险投资家迅速地收回投资,从风险企业退出。但是,风险企业家一般并不那么欢迎企业并购方式,因为企业一旦被另一家大公司收购后,就难以保持其独立性,公司管理层也会受到影响。有关并购的具体操作问题,我们将在第二章里讨论。

最后,再来说明一下买壳上市的问题。它是指非上市公司通过收购上市公司,取得控制权,从而以间接方式获得上市地位。显然,它是一种特殊的企业收购方式。首先,买壳上市的主体是特定的,即收购方是非上市公司,而被收购方是上市公司。其次,它的目的也是十分明确的,即取得控股权或是与上市公司合并,以实现间接上市的目的。再次,其方式有两种,可以是要约收购,也可以是协议收购。最后,买壳上市要严格按照《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)在证券交易所进行,不可以私下协议转让股份,其程序十分严格,有关信息必须公开。有关买壳上市的程序和操作将在第二章介绍。

(四) 破产清算

风险企业投资失败和经营失败是司空见惯的事,根据美国的统计,由风险投资

参考《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)的有关规定。

家支持的进行风险创业的中小企业,完全失败的占 20%~30%,60% 左右遭受不同程度的挫折 只有 5%~10%的企业可获得成功。因此,对于风险投资家和风险企业来说,必须对将来可能的投资失败和经营失败有一个清晰的认识,并有足够的心理准备。一旦面临失败,应该果断止步和出手,以尽可能减少损失。在美国,大体上风险投资总额的 30%是通过破产清算的方式退出的,而收回的资金仅占投资额的约 60%。破产清算当然是一件不得已的痛苦决策,但是,及时退出一方面可以减少损失 另一方面 又可以及时脱身 把清理出来的资金用到其他项目中去 重新创业。有关破产清算的具体操作等问题将在第二章里介绍。

第四节 风险投资的功能

风险投资之所以发展迅速、风行全球,是因为它具有以下几方面的功能。

一、风险投资在促进技术创新和增强国际竞争力方面发挥了重要作用

人类社会的经济发展已经经历了以劳动者体力为主要资源的农业经济和以自然资源为主要资源的工业经济两个阶段,随着现代高新技术产业的发展,人类社会的经济发展正进入“以知识为基础的经济(Knowledge Based Economy)”^①即知识经济的阶段。面对知识经济时代的挑战,各国政府都在采取相应措施,以期在未来世界经济中占有一席之地。当今世界,国家之间、地区之间的竞争越来越取决于科技竞争,哪个国家在高科技领域占优势,那个国家就会在国际竞争中居于有利地位。经过 20 年的改革开放 我国的综合经济实力发生了翻天覆地的变化 进入世界“七强”。但是,我国的科技发展状况却令人担忧。有关资料显示,1994 年 我国的科技水平在世界排名第 23 位,1995 年下降至第 27 位,1996 年又下降到第 28 位。造成我国科技水平世界排名下降的一个重要原因就是我国的研究与开发经费无论是绝对数 还是占 GDP 的比重 与发达国家相比 都有很大的差距(表 1-2) 更令人担忧的是 科技投入占 GDP 的比重近年来呈下降的趋势,由 1990 年的 0.67% 逐渐降为 1996 年的 0.5% 和 1997 年的 0.49%。

1986 年 美国经济学家保罗·罗默 P. M. Romer 提出了“新经济增长理论”^②。新经济增长理论认为,知识可以提高投资回报率,而这又反过来增进知识的积累,人们可以通过创造更有效的生产组织方法以及新的改进的产品和服务来实现上述目的。知识作为一种生产要素与其他生产要素不同,它可以重复使用,在使用过程中价值不会减少,反而能够增加。正是由于知识具有连续增长、报酬递增的特征,

^① 1996 年 OECD(经济合作与发展组织)以此明确定义了知识经济,并提出了相关的指标体系和测度。

^② 参阅 Romer, P. M.: Increasing Returns and Long-Run Growth, Journal of Political Economy, Vol. 94, No. 5, pp. 1002-1037, 为新经济增长理论的形成做出重要贡献的还有 Lucas 等人。

提高了资本的边际报酬，使得传统的资本边际效益递减规律发生逆转，因此，对知识的投资可以提高其他生产要素的生产能力，并将这些生产能力转化为新产品和新工艺。由于对知识投资的特征是增加回报率，而不是减少回报率，这样就存在着通过持续增加投资使一个国家的经济持续增长的可能性。这就是经济学家和未来学家所描绘的‘知识经济’时代。

表 1-2 R&D 经费占 GDP 的比重

国家	年份	R&D 经费占 GDP 的比重 (%)
美 国	1996	2.64
日 本	1996	2.80
德 国	1997	2.41
英 国	1996	1.95
法 国	1997	2.25
意大利	1997	2.21
韩 国	1996	2.82
中 国	1997	0.49

资料来源：《中国统计年鉴—2000》

知识经济是一种不同于传统经济的新经济形态。从本质上讲，知识经济是以现代高新技术经济为基础的知识密集型经济。在知识经济社会中，高新技术及其产业不仅是未来经济发展的发动机和增长源泉，而且将成为知识经济时代的生力军和支柱，因此，发展高新技术和高新技术产业实际上就是发展知识经济。作为一种新的经济形态，知识经济具有以下特征：科学研究与开发、不断创新的知识等构成了知识经济的重要基础，高新技术企业成为经济活动中最具活力的经济组织形态。高科技工业园区成为区域经济的新增长点。在知识经济的作用下，当代经济竞争正在从有形竞争向无形竞争转变。发达国家先进企业中有形资产与无形资产的比例已经达到 1:2~1:3。在知识经济社会里，投资理念也发生了重要的变化，风险投资成为培植高新技术产业的重要手段之一。当今世界上举世瞩目的一流高新技术企业如 Intel, Microsoft, Yahoo 等正是在风险投资支持下才度过襁褓期发展成为巨人的。近年来，我国政府已经将实现“科教兴国”战略和发展“高科技产业”作为当前和今后一段时期的主要工作。江泽民总书记在会见九届全国政协科学家和科技工作者代表时指出：“创新是一个民族进步的灵魂，是一个国家兴旺发达的不竭动力 没有科技创新 总是步人后尘 经济就只能永远受制于人 更不能缩短差距。当今世界的竞争 归根到底 是综合国力的竞争 实际则是知识总量、人才素质和科技实力的竞争。”并且强调“要加强基础性研究和高技术产业化”。朱镕基总理在九届人大一次会议答记者问时也明确指出：“科教兴国是本届政府的最大任务。”并且强调要“加强高技术产业建设”。要实施“科教兴国”战略和发展“高科技