

目 录

第一章 概述	1
一、风险投资的概念内涵及其特征	1
（一）概念	1
（二）内涵	2
（三）风险投资的特征	6
二、风险投资概念辨析	9
（一）风险投资还是非风险投资	9
（二）投资还是融资	14
（三）风险还是冒险	17
（四）权益资本还是借贷资金	22
（五）投资者还是经营者	25
（六）市场行为还是政府行为	28
（七）风险投资与传统投资的区别	28
（八）股份公司还是私人合伙企业	33
（九）持守还是退出	35

（十）风险投资与科技保险	41
三、风险投资的基本要素	43
（一）风险技术	43
（二）风险企业	46
（三）风险资本	51
（四）风险投资公司	53
（五）投资目的	58
（六）投资期限	58
（七）投资方式	59
四、风险投资的弊端	59
五、风险投资的基本阶段与模式选择	65
（一）基本阶段	65
（二）风险投资的模式选择	68
习 题	70

第二章 风险投资内部运作机制	71
一、风险投资的运作过程	71
（一）设立风险投资基金	72
（二）组建风险投资公司	77

(三) 选项投资	80
(四) 管理投资	85
(五) 退出投资	86
二、风险投资的过程	89
(一) 风险投资基本阶段概述	89
(二) 风险投资运作程序	90
三、风险投资机构的类型与评价指标	101
(一) 风险投资机构的类型	101
(二) 评价指标的选取	161
(三) 评价指标的内涵与比例	163
四、循环模式	165
(一) 风险投资的种子阶段投资	165
(二) 风险投资的创业期投资	166
(三) 风险投资的扩充期投资	167
(四) 风险投资的成熟期投资	168
(五) 风险企业公开上市阶段	168
五、定价方法	169
(一) 风险投资定价的含义	169
(二) 风险投资定价模型	170
六、风险投资契约及经济内涵	173
(一) 契约的内容	173

（二）风险投资契约分析	177
七、资金来源	182
八、风险投资中的资源整合效应	186
（一）风险投资中的信息效率和管理咨询的有效性	186
（二）风险投资中的人力资本	192
（三）激励机制和资源整合	196

第一章 概述

一、风险投资的概念内涵及其特征

（一）概念

风险投资是指投资人将风险资本投向刚刚成立或快速成长的未上市新兴公司（主要是高科技公司），在承担很大风险的基础上，为融资人提供长期股权投资和增值服务，培育企业快速成长，数年后再通过上市、兼并或其它股权转让方式撤出投资，取得高额投资回报的一种投资方式。20 世纪 50 年代哈佛商学院将风险投资定义为向年轻公司或新公司的投资。后来美国、加拿大以外的一些国家和地区将所有投向私人公司的股权投资均定义为风险投资。

根据美国全美风险投资协会的定义,风险投资(venture capital)是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。据美国商业部统计,第二次世界大战以来 95% 的科技发明与创新都来自小型的新兴企业。而这些发明创新转变为实际生产力要借助于风险投资。

典型的风险投资往往具有以下几个基本特征:

①投资对象多为处于创业期(start-up)的中小型企业,而且多为高新技术企业;

②投资期限至少在 3~5 年以上,投资方式一般为股权投资,通常占被投资企业 15%~20% 的股权,而不要求取得控股权,也不需要任何担保或抵押;

③投资决策建立在高度专业化和程序化的基础之上;

④风险投资人(venture capitalist)一般积极参与被投资企业的经营管理,提供增值服务;

除了种子期(Seed)融资外,风险投资人一般也对被投资企业以后各发展阶段的融资需求予以满足;

⑤由于投资目的是追求超额回报,当被投资企业增值后,风险投资人会通过上市(IPO)、收购兼并或其他股权转让方式撤出资本,实现增值。

(二) 内涵

1. 风险投资的新领域

以下简单介绍风险投资的几个新领域:风险租赁、麦则恩投资、风险杠杆购并与风险兼并。

(1) 风险租赁(Venture Leasing)

风险租赁是以新兴的具有巨大竞争潜力的企业为对象的融资租赁行为。风险租赁是一种特殊形式的融资租赁,旨在解决新兴企业对资产的长期需要。新兴企业缺乏资金,暂时无力购买所有的设备,风险租赁则为解决企业这一

难题提供了捷径。在风险租赁合同下，承租人可在资产使用寿命期间获得资产的使用权，而出租人却可以租赁期间的租金收回设备成本，并获取一定的投资报酬。风险租赁与一般租赁的区别在于：风险租赁的资金来源是风险投资资本；出租方大都是风险投资公司；承租方往往是高科技新兴企业；由于风险高，风险租赁的租金也高于一般融资租赁。

(2) 麦则恩投资 (Mezzanine financing)

麦则恩投资又叫半层楼投资，是一种中期风险投资。麦则恩投资的对象公司，大都进入了它们的发展扩张阶段。这一时期，公司往往还没有盈利，但它们仍然需要大量的资金以增加人员，扩大生产能力，促进生产周转。事实上，麦则恩投资是介乎于传统风险投资和一般商业银行贷款之间的一种投资行为。麦则恩投资从 20 世纪 80 年代起颇受投资者喜爱，其主要原因是它的灵活性。一般说来，麦则恩投资可依据投资对象的特殊财务状况和要求进行灵活的调整，它能很好地平衡资金供求双方的利益关系。例如，它允许所投资的公司，在偿款时间方面和形式方面有相对灵活的选择，允许投资者持有权益认购权或债股转换权。

(3) 风险杠杆购并 (Venture-backed leveraged buyout, LBO)

杠杆购并是通过公司的财务杠杆去完成购并活动的，或说，通过借债来获得另一个公司的产权。杠杆购并使得购买方只付上较少的资本代价，却取得了较大的产权，有时，购买方以少量的投资便可购得一家颇具规模的企业，成功的杠杆购并可以取得较高的投资回报率。风险杠杆购并是以风险投资为购并资金的一种杠杆购并，在很多情况下，风险杠杆购并是用私人资本（风险投资和非风险投资）收购已经上市的公司，使之返回私人公司的性质，它是一种使上市公司向非上市公司转化的金融工具。

(4) 风险兼并 (Venture-backed mergers and acquisitions, M & A)

风险兼并是风险投资所资助的兼并活动。风险兼并从 20 世纪 90 年代起

迅速发展。1996 年末，风险兼并交易总额为 80.5 亿美元，风险兼并估值为 8543 万美元。

风险杠杆购并和风险兼并标志着某些风险投资公司转向企业的中晚期投资。比起传统的风险投资来，这种中晚期投资风险小，相对投资回报率也低。但是，风险杠杆购并和风险兼并的参与扩大了风险投资业业务范围，给予了风险投资业以更广阔的活动天地。

此外，风险投资的发展趋势中还包括重要的一项：风险联合投资（venture syndication）。随着经济的发展，投资环境也变得越来越复杂，风险投资规模也越来越大。在很多情况下，一家风险投资公司很难独立完成一个风险投资项目，需要其他风险投资公司介入。风险联合投资在风险租赁、风险杠杆购并和风险兼并中的作用尤为突出。

综上所述，风险投资在 20 世纪 70 年代末的高额回报率吸引了大量资金的投入。而大规模的资金供给一方面导致风险投资业 20 世纪 80 年代的蓬勃发展，另一方面也引起了风险投资业内部的激烈竞争，导致整个行业总体利润率的下滑。这种状况迫使风险投资业发生结构上的变化。从 20 世纪 80 年代起，风险投资的投资重点从早期投资逐渐推向晚期投资。

2. 风险投资开拓了新的融资方式

一般认为，风险投资应是具有风险性的投资。其实这是一种误解，风险投资在本质上是指融资和投资相结合的一个过程。从某种意义上说，风险投资中最重要的，也是最困难的不在投资方，而在融资方。

就业务性质而言，整个金融机构（包括银行和非银行金融机构）可分为两大类型：买方金融和卖方金融。各类商业银行、投资银行等等都属于卖方金融，而风险投资企业和其他数量有限的金融机构则属于买方金融。

所谓卖方金融是因为这些金融机构都是通过出售自己的服务而获得利润的。例如，企业的股票上市往往是通过投资银行进行的。投资银行承销证券

以外，还负责与上市相联系的各种业务，包括法律、税务、财务、会计等方面的业务。对于所提供的这些服务，投资银行向企业索取一定的费用。这种费用可以是证券买入价和售出价之间的差额，也可以是一笔佣金。商业银行则通过为企业提供存贷款业务赚取存贷之间的利差。

买方金融与此不同。买方金融的典型特征是首先要筹集一笔资金，而这笔资金是以权益资本的形式存在的，然后以所筹资金购买刚刚经营或已经经营的企业的资产。买方金融的利润主要来自资产买卖的差价。在融资时，风险投资家购买的是资本，出售的是自己的信誉、诱人的投资计划、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，则出售企业的股份，买入资本金，外加丰厚的利润，以及光辉的业绩和成功的口碑。将资本撤出后，他们会进行下一轮的融资和投资。

从事买方金融的除了风险投资企业外，还有“天使”“布罗波投资”“私募”“资产管理公司”等等。

“天使”(angels)是指既富有雄厚的资金实力，又富有管理经验的个人。他们看准了投资机会后，就用自己的钱，加上自身丰富的管理经营经验，参加企业的整个从小到大的成长过程。他们所投资金在 5 万美元到 150 万美元之间，他们往往作为董事会的成员直接参与所投资企业的生产与发展。

“布罗波投资”(bootstrap investment)是指那些在企业的最初发展阶段所作的投资。这时，企业可能只是一个想法，一个概念。没有设备，没有资金，没有管理经验。这种情况下的投资中大约有一半以上来自企业家本人，或亲朋好友个人的积累。这种投资或以私人直接投资的形式，或以放弃工资的形式实现。后者也叫做“血汗资本”。比起风险投资来说，“布罗波投资”更直接，困难更大，一旦成功，所获利润也更高。很多人把“天使”和“布罗波投资”包括在广义的风险投资概念之中。

“私募”(private placement)则是指一些富有的个人、公司和养老基金

等等得到未公开发行的证券，从而把资金直接投入到私人企业中去，投资规模一般在 500 万美元到 5000 万美元之间。与风险投资相比，私募的好处是保护了现有股东的利益，不会导致股权的稀释。

“资产管理公司”可以是有限合伙制或公司制。它们大都利用各种不同的公共市场上的金融手段，如股票、债券等将企业的资产买进经过整顿修复，提高其市场价值，再将所购资产卖出去。“资产管理公司”投资手段多样化，投资规模也大小不等，灵活性很强。一般说，它的规模在 500 万美元到 200 亿美元之间。

买方金融上述种种形式具有一个共同点，即整个金融过程是由融资和投资两个方面构成的，而融资又占据举足轻重的地位。融资比投资更重要、更艰巨，融到资金往往是成功的一半。在风险投资的整个运作过程中，有能力融到资金是风险投资家业绩的体现。融资规模越大，就越显示出风险投资家具有很高的融资能力和信誉。

（三）风险投资的特征

1. 高风险

风险投资所承担的风险主要来自企业风险，企业风险主要来自市场风险、财务风险、人事风险、生产风险、环境风险等方面。风险投资的失败率极高，一般由风险投资公司支持的风险企业，仅有 5%~20% 获得成功，20%~30% 完全失败，60% 受挫。但尽管如此，有志于风险投资业的人们仍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。

风险投资原文为 *venture capital*，而 *venture* 与一般意义上的风险 (*risk*) 不同。*venture* 原意上有冒险创新的意思，有一种主动的意思，与此相反，风险 (*risk*) 是指人们在从事各项活动中所遇到的、不可预测又不可避免的不确定性。风险 (*risk*) 的含义里没有主动的成分，例如，个人股票投资可

能赚钱，也可能赔钱，成功与失败的可能性既取决于投资者个人的经验和素质，也取决于市场本身的状况。而市场的因素在很大程度上是不可预测、不可控制的。这种不可预测、不可控制的不确定性就是风险。投资者并不喜欢这种不确定性，但却不得不面对它，接受它的客观存在这一事实。而 venture 有更深的一层意义。venture 不仅指人们从事其他活动时伴随的不可避免的风险，还指一种主动承担风险的行为。

2. 高收益

风险投资者和风险企业家虽然都愿冒风险，然而，他们绝非赌徒，更不是傻瓜笨蛋，而是顺应科学技术发展规律，适应时代发展潮流，眼光独到的开拓者和进取者。高风险必然伴随着高收益，风险投资大多投向发展潜力巨大的高新技术，所以，风险企业虽然成功率很低，但一旦成功，其收益率却

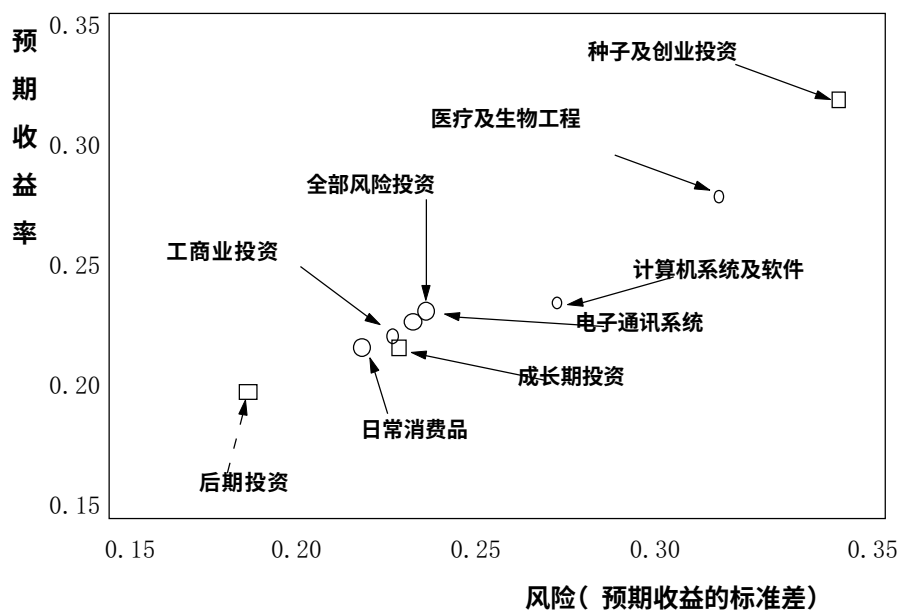


图 24.1.1 不同阶段风险投资的收益与风险的关系

是惊人的。风险投资于近年屡向世人展示奇迹，平均回报率高于30%。一旦投资成功，其回报率有时高达1000%以上，远远超过了金融市场平均回报率。风险投资者所追求的正是这种潜在的高收益，这往往是投资额的数倍数十倍甚至更多。这从总体上就会弥补投入到失败项目中去的风险损失。以追求高收益为目标，不惜以高风险为代价，有别于贷富不贷贫的传统信贷原则。详见图24.1.1。

3. 操作性强

风险资本投资不仅投入资金，而且投入管理，这种投资方式与传统工业信贷只提供资金求得投资收益而不干涉企业经营管理的方式是很不相同的。风险投资者把资金压在风险企业的成功上，没有任何保险和抵押。这就要求它在高科技风险企业的创建过程中，从产品开发到商业化生产，从机构的组建到经理人选的确定，从产品上市到市场的开拓，企业形象的策划，自始至终与风险企业家捆在一起，风险同担，患难与共。风险投资者是高科技企业的强有力操纵者。他有权决定对一家新兴企业投资与否，他可以在中途罢免企业的经理，亲自执掌企业大权，直至找到新的企业领导人。这一切都要根据技术发展、市场要求、企业经营状况来决策。因而要求风险投资公司拥有一批风险投资家，他们具有广博的高科技专业知识，管理现代企业的技能和丰富的社会经验，否则就难以当此重任。

4. 资金投入量大且风险资本再循环

风险投资者的着眼点和兴趣主要集中在风险企业的开拓阶段，而较少注重成熟阶段，最终目的是盈利退出，而非长期控制企业。所以一旦创业成功，风险投资者便会在市场上抛售股票，收回资本，获得巨额利润。这时由于创业初期的高风险已过，一般资本因能较清晰地看到企业良好市场前景而纷纷携资进入到这些高科技企业中去，此时风险资本可算完成使命。风险资本退出后，带着更大的投资能力，去寻求新的风险投资机会，扶持高新科技企业。

正是由于风险资本的不断循环运作，使高科技企业不断涌现，从而推进高科技产业化的进程，带来经济的繁荣。

风险投资于 20 世纪 70 年代末开始向公众显示它的奇迹，1978 年到 1979 年，风险投资平均回报率高于 20%，一旦投资成功，其回报率有时高达 1000% 以上，远远超过了金融市场平均回报率。风险投资成功的例子包括苹果 (Apple) 公司，英特尔 (Intel) 公司，联邦快递 (Federal Express) 等等。这种惊人的成功吸引了大批的投资者和大量的资金，形成了风险投资的繁荣。然而，最基本的经济供求理论告诉我们，资金供给的增加必然导致日趋激烈的竞争，而竞争的结果是纯经济利润的下跌。20 世纪 80 年代初期和中期风险投资的振兴同时带来了 20 世纪 80 年代后期回报率的下降，风险投资家不得不走出传统的风险投资范围，争抢本来是属于非风险投资的项目。

传统的风险投资主要投资于新兴的刚刚起步的小企业，这种投资一般属于企业发展的早期投资。20 世纪 80 年代的竞争开始使得风险投资转向企业的中期和晚期投资，除了投资期的变化，风险投资还介入了其他投资行为，如风险租赁、麦则恩投资、风险杠杆购并等。尤其是杠杆购并和兼并融资，成为 20 世纪 80 年代风险投资的新领域。1988 年，这两项的投资量为风险投资总量的 37%。

二、风险投资概念辨析

(一) 风险投资还是非风险投资

风险投资在促进科技向生产力转化，从而促进经济高速和持续发展的过程中起了举足轻重的作用。然而，风险投资虽然声名蜚济，它的资金力量却

十分有限。即使在美国，它也是一支新兴的正在成长中的金融力量。风险投资只是非公开资本市场，即私人权益资本市场(private equity market)中的一小部分，而私人权益资本市场又只在美国庞大的资金市场中占据一个小小的角落。与公共资金市场(这里指公开上市的股票市场、债券市场、金融衍生工具市场等等)相比，私人权益资本市场规模极小。1995年末，私人权益资本与公共资金总额的对比是1:56。然而，这样一个市场正在飞速增长。从20世纪80年代到90年代中叶，这个市场的规模已发展成为商业贷款和商业票据总额的1/6。当然，与整个股票债券市场相比，它仍然处于起步阶段。

所谓私人权益资本是指不必经过美国证券交易委员会审批登记的，在私人之间或各金融与非金融机构之间交易的权益资本。在20世纪70年代以前，这个市场以富有家庭、企业或金融机构为主，从20世纪80年代起，其主要资金来源转为机构投资者，特别是养老基金、保险基金、捐助基金等等。其主要业务也全部转为经验丰富而训练有素的职业金融家操纵。

从严格意义上讲，美国私人权益资本市场包括两大组成部分：风险投资资本(venture capital)和非风险投资资本(nonventure capital)。从规模上看，风险投资只占全部私人权益资本市场的30%。20世纪90年代初叶，私人权益资本总额为1000亿美元，其中，严格定义下的风险投资资本大约为300亿美元。

传统的、严格意义上的风险投资有如下特征：从投资期看，它只包括导入期或起始期、增长期、成熟期。从投资额度上看，它所投资本金只局限于100万到1000万美元。从投资性质上看，它的投资对象只限于创新项目或创新企业，尤其是高科技企业。

然而，风险投资的这种严格的古典定义正在改变。近些年来，风险投资正在向非风险投资靠近。激烈的市场竞争迫使风险投资走出传统的投资范围，向私人权益资本的其他领域扩张。风险投资和非风险投资之间的界限已经越

来越模糊。从某种意义上说，广义上的风险投资资本可以几乎囊括私人权益资本的全部投资项目。

风险投资向非风险投资的扩张有其历史根源。在美国，风险投资在第二次世界大战前就略具雏形。但它诞生的标志却是 1946 年美国研究与发展公司 (American research and development corporation, ARD) 的建立。美国研究与发展公司是一家上市 (publicly traded) 的封闭型 (closed - end) 的投资公司，其创始人之一拉弗·弗朗得斯 (Ralph Flinders) 敏锐地意识到经济的发展要不断地注入新鲜血液，要靠新生的、具有创意的、有潜在市场的小企业不断地推动。在他看来，二战后美国小企业，尤其是高科技企业发展的瓶颈在于资金。他认为，ARD 的使命就是为那些新兴的快速发展的企业提供权益性启动资金，推动这些新兴企业的发展以推进整个美国工业的发展。

新兴的高科技企业在起动机时，可能只有一个概念、一个想法、一个专利。新兴企业家们往往也能从自己的积蓄中或从亲朋好友处筹到一些资金，以进入研究开发阶段。但要使这样一个概念、想法、专利变为具有一定市场价值的产品，要使产品从研发阶段转为大规模投产，需要大量的资金。而这些新兴企业又往往最难筹到资金：他们没有厂房或设备作抵押以获取银行贷款，也没有一定的业绩或信誉从金融市场筹措。对他们来说，ARD 这样的风险投资公司的确是雪中送炭。

ARD 的第一笔投资远远没有达到预期的结果。而它在 1957 年对数控设备公司 (digital equipment corporation, DEC) 的投资却一举成功。DEC 公司是由 4 名麻省理工学院的大学生建立的典型的高科技企业。与其他新兴的高科技企业一样，DEC 公司面对的第一大难题就是资金的短缺。ARD 最初只对 DEC 公司投入了不到 7 万美元的资本金，占该公司当时股份的 77%。14 年后，这些股票的市场价值高达 3.55 亿美元，增长了 5000 多倍。这次成功改写了历史。从此，风险投资出现在美国及全世界各地，成为推动新兴的高科技企业

发展的一支生力军。

20 世纪 50 年代美国的风险投资是分散的，没有一定的组织形式。从事风险投资的基本上是富有家庭或一些投资机构。风险投资还没有形成一个工业，而只是个别的投资项目。这在很大程度上妨碍了美国风险投资业，进而影响了高科技企业的发展。1957 年苏联卫星上天对美国是一个很大的刺激。国会于次年通过了小企业投资法案，并在此基础上建立了小企业投资公司 (small business investment companies, SBIC)。

SBIC 直接受美国小企业管理局管辖，并可从后者得到低息贷款。此外，SBIC 还享受一些税收上的优惠。美国政府扶植 SBIC 的原意是要通过推动风险投资促进高科技企业的发展，从 1958 年到 1963 年，美国约有 692 个公司注册为 SBIC，共筹集私人权益资本 4.64 亿美元。这 692 个公司中包括 47 个上市公司，它们从金融市场共筹集 3.5 亿美元。与此相比，ARD 在它创建的头 13 年一共才筹集了 740 万美元。可见，政府的直接参与大大地推动了风险投资业的发展。SBIC 是政府资金或国有资本与私人资本相结合的一种尝试。

SBIC 项目见效快，弊病也不少。弊病之一是很多 SBIC 公司从政府得到低息贷款后，并不是向高科技新兴企业投资，而是大量投入成熟的、相对风险较小的企业。原因很简单，风险投资风险大，成功率低。而 SBIC 从政府得到低息贷款，他们没有投入高风险企业以获取高盈利的压力。

投资成功率低是风险大的直接体现。SBIC 不敢向高风险高收益的新兴企业投资的另一个原因是缺乏经验丰富而训练有素的职业金融家。此外，SBIC 是政府直接支持的，而政府行为有时会导致官僚体制的形成。管理的不利使得 SBIC 没有能吸引住真正内行的金融专家。结果，自 20 世纪 60 年代后期，SBIC 不论从数目上还是从规模上都逐渐减小。1966 年美国小企业管理局声称全美约 700 家 SBIC 中有 232 家是“有问题的公司”。1977 年，SBIC 进一步从 700 多家减少到 276 家。

SBIC 的教训以及外部经济条件的变化孕育了一种新的投资方式：小型的私人合伙制的风险投资公司。这些公司规模相对较小，融资额从 250 万美元到 1000 万美元不等，筹资主要对象是个人投资者。这些合伙人公司的规模虽小，但全力以赴为新兴高科技企业提供起步资金。而这种具有明显特征的投资方式把各个合伙人公司紧密联系起来，逐渐形成了美国风险投资产业。1973 年，全美风险投资协会成立，为风险投资事业的发展奠定了基础。

然而，1969 年美国资本收益税的骤增（从 29% 到 49.5%）是对风险投资的一个致命的打击。此外，由于经济的萧条，税制的弊端以及金融市场的不景气，风险投资业在 20 世纪 70 年代基本处于停滞状态。从 1969 年到 1977 年，整个私人资本市场投资总额平均每年仅为 2.5 亿到 4.5 亿美元之间，其中风险投资的规模就更小。这种状况直到 1978 年才得到根本的改变。那年，最高资本收益税率从近 50% 降到 28%，1981 年又进一步降低到 20%，为风险投资的长足发展创造了客观条件。

从 20 世纪 80 年代到 90 年代标志着美国风险投资的蓬勃发展。仅 20 世纪 80 年代的头 3 年，风险投资所筹集的新资本已达 26 亿美元，是整个 20 世纪 70 年代筹资规模的 3 倍。以新筹资本计，风险投资在历史上第一次从总量上超过了非风险投资。1987 年，风险投资规模达到 20 世纪 80 年代最高点，31.1 亿美元。而此时，非风险投资规模又一次大大超过了风险投资，在私人权益资本市场形成鲜明的主导地位。

即使在其兴旺昌盛的 20 世纪 80 年代和 90 年代，风险投资的发展道路也仍然是坎坷不平的。它经历了 20 世纪 80 年代初期和中期的快速发展，20 世纪 80 年代末和 90 年代初期的跌落，以及 1992 年以后的复苏。由于经济不景气，风险投资的发展在 1987 年达到顶峰后开始下滑。1990 年滑到低谷的 16.5 亿美元，1992 年后开始反弹。近年来，风险投资正以惊人的速度增长。