

一、莫让浮云遮望眼

——风险投资的理论精髓

风险投资的本质

1. 风险投资和风险投资基金的定义

用于表示风险投资的中文词汇有创业投资、风险基金、创业基金、风险资本、创业资本等。这些术语对应的英文词汇有两个，即：venture capital 和 venture capital fund。其中 venture capital 是核心的、更为常用的词语。为了整合这众多的用法，笔者曾经提出一个“创业风险投资基金”的全称，上述几种提法都可以看作是这一全称的简称。

很难给风险投资下一个准确的定义。一般地说，风险投资是指风险投资家（或者风险投资公司）将资金投向那些发展潜力大、风险高的项目创意及其产品的研究开发、生产推广上，通过参与管理来提高项目成功的可能性，并在项目成功增值（或失败）后退出的投资行为。或者通俗地理解为向高风险、高收益、高增长潜力、高科技项目的投资。在专业和学术方面，风险投资有一些不同的定义：

美国全美风险投资协会的定义是这样的：风险投资是由金融家投入到新兴的、迅速发展的有巨大竞争力的企业中的一种权益资本。

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：凡是以高科技与知识为基础，生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资，都视为风险

投资。这一定义显然更为宽泛。

经济合作和发展组织 1996 年第 168 号研究报告《风险投资与创新》认为 风险投资是由企业提供的投资于未上市新兴公司并参与管理,旨在获得高额回报的资本。其价值是由新兴公司发起人和风险投资家的资金和职业技能共同创造的。

刘健钧博士认为,风险投资是对创业企业尤其是高科技创业企业提供资本支持,并通过资本经营服务对所投资企业进行培育和辅导,在企业发育成长到相对成熟后即退出以实现自身资本增值的一种特定的金融资本。^②

风险投资基金与风险投资并无明确的界限,中国台湾风险投资资深专家徐大麟把 Venture Capital 直接翻译为风险投资基金,并指出:“以公司制等形式实现创业资本运作的专业化和机构化管理的集合都称为风险投资基金。可以说风险投资基金是创业资本存在的形式 是产业投资基金家庭中较新的成员。”^③

风险投资通常以基金方式运作 也就是说 风险投资基金是风险投资的载体和组织机构。一个风险投资公司可以募集几个基金 典型的基金形成有限合伙制契约关系 同一公司的不同基金中主要的普通合伙人保持不变,而有限合伙人可随投资方的变动而变化。“基金”一词也指某类专门用途资金的集合 所以 广义的风险投资基金也可以指所有用于是风险投资的资金,包括来自专门机构、大企业和个人投资者资金。可见 狭义的风险投资基金是指专门机构,广义的风险投资基金是指所有的用于风险投资的资金。

2. 风险投资的相关概念

全面理解风险投资需要区别下列几个不同的概念:

① http://www.oecd.org/dsti/sti/s_t/inte/prod/.

刘健钧:《创业资本 ≠ 风险资本》载《中国科技信息》1999 年第 1 期。

③ 徐大麟、尹丽媛:《创业投资及其在中国的发展前景》载《中国科技产业》1999 年第 12 期。

风险资本 (Venture Capital) 是风险投资的价值形态的实体, 通常以现金或现金等价物的形式流入或流出。

风险投资 (Venture Capital Activity) 是寻找投资项目 并分析论证, 加以实施的行为和过程。风险投资也可作为创业风险投资基金的简称。

风险投资基金 (Venture Capital Fund) 是专门从事创业投资活动的基金型机构, 也指风险投资的集合。

风险投资产业 (Venture Capital Industry) 是指包括风险投资公司、创业企业, 以及有关机构在内的整个行业及其运行体系。本文中也被称为 VC 产业。

风险投资公司 (Venture Capital Firm) 是专门从事创业投资活动的公司型机构。有时与 Venture Capital Fund 含义相同。

创业企业 (Entrepreneurial/Innovative Firm) 是接受风险投资的企业。通常是科技型企业 (Technology Based Firm, TBF) 或其他中小企业 (Small & Medium Enterprise, SME)。

公司型风险投资 (corporate venturing) 是不经过专门的风险投资机构, 而由大公司直接进行的风险投资活动。

风险投资家 (venture capitalist) 从事风险投资活动的职业专家 也可称为风险资本家。

天使投资人 (business angel / angel investor) 不通过专门风险投资机构和大公司, 独立从事风险投资活动的个人。

3. 风险投资的本质

(1) 风险投资是一种金融创新

风险投资是一种介于直接投资与间接投资之间的新型金融体制 它不仅是一种投资 同时也是一种融资 而且投资和融资的工具都是以权益形式存在的。风险投资公司或风险投资基金作为金融中介 首先从投资人那里筹集一笔以权益形式存在的资金 然后又以掌握部分股权的形式对一些具有成长潜力的企业进行投资。

当创业企业经营成功后，风险投资家再安排其股份从创业企业中退出。不仅风险投资本身是一种创新，而且风险投资运行过程中常用的可转换优先股、有限合伙制也是融资方式和企业制度创新的经典应用。

(2) 风险投资是金融资本和人力资本 包括管理资本 的融合

风险投资一方面要吸收闲置资金形成风险投资公司，另一方面还要评估、筛选目标企业或项目 并参与企业的战略规划和经营管理。风险投资一手抓融资，一手抓投资。在这个意义上 风险投资是一种金融资本。同时，风险投资在进行最初投资和持续投资时都有人力资本的投入。因为风险投资不仅要对投资项目进行评估 而且要帮助创始人开拓市场、优化管理。这些人力资本和管理资本对创业企业来说是非常稀缺和昂贵的，但是对于风险投资公司来说，由于知识的复制具有低成本性和可再生性，因而是丰富的、边际成本很低的。双方在风险投资纽带联系下 可以发挥互补效应。

(3) 风险投资是技术、资本和人才三要素的整合

在风险投资活动中 创业者或创意提供者提供技术或创意 风险投资公司或风险投资基金提供资本。双方最直接的结合是技术和资本的结合。但是，实际是技术和资本的结合中融入了人才的结合。创业者或创意提供者是技术人才，风险投资公司或风险投资基金提供的是管理人才。所以 风险投资项目都是技术、资本和人才三要素的整合。

(4) 风险投资有许多变异形态

随着金融市场和金融工具的创新，传统的风险投资又产生了许多新的衍生形式。例如：第一，在投资人需要短期回报时，风险投资家不得不部分提供债权投资，这就出现了股权和债权联合投资的形式。第二，风险投资除了用于对新兴的和富有成长性的企业投资外 还广泛用于破产企业的重建、成熟企业的股权转移

以及并购融资等。第三 风险投资除了投资高科技产业外 还大量投向以服务业为代表的第三产业。

风险投资的特征

美国风险投资的先驱人物——劳端尔特对风险投资从三个方面作了描述：

- 风险投资往往投资于非流动性证券的股本投资。
- 风险投资比常规投资有更大的风险性 同时也伴随着高收益。
- 风险投资者参与被投资企业的管理工作，并对创业企业的成功有所贡献。

这些特点是风险投资最根本的特征，下面对这些根本特征和延伸特征进行分析：

1. 权益性投资与管理的投入

一方面，创业企业的最初投资和持续投资承诺大都以股份形式投入 风险投资属于长期的权益性融资方式 追求的是长期的资本增值收益，而不指望利息收入或股息收入。这与银行借贷融资有明显的区别。

另一方面 风险投资家在投入资金后 与企业的经营管理仍有着联系。事实上 这并没有超越一般的常规 因为股东肯定要关心自己所投企业的经营管理状况。对于持股份额较大的股东来说，所谓的所有权与经营权分离并不意味着股东不管自己投资项目的经营管理，而是指重大决策与日常决策的分离。风险投资家管理着创业企业的较大份额股份，所以必然要参与重大经营决策。这也是权益资本的一般要求。

2. 高风险与高收益

风险投资存在高风险是因为：

- 风险投资选择的主要投资对象是处于种子期、导入期、成长期的中小型企业，这些企业技术尚不成熟、产品还没有推向市场

管理也没有走上正规化 所以存在技术风险、市场风险、管理风险等许多不确定因素。

- 风险投资是长期投资，投资的回收期一般在 3~7 年 而且资金的流动性也很差。

- 风险投资是连续的投资 资金需求量可能很大 而且在投资初期很难准确估计后来的资金需求。

据统计 风险投资支持的企业大约有 20% 的能够成功地发行股票上市 ;40% 被其他公司兼并 ;20% 失败了 剩下的 20% 虽继续存在但未能达到投资者的期望目标。而前期融资业务中失败率更高达 40%。正是由于很高的投资风险的存在，所以每项投资期间的资本收益的预期目标也很高 通常为每年 30%~40%。

风险投资能获得高收益是因为：

- 风险投资公司的投资项目是由非常专业化的风险投资家经过严格的程序选择而获得的。选择的投资对象是一些潜在市场规模大、增长快的项目。其中，大多数风险投资对象是 IT 产业、生物工程等高增长领域的企业 这些企业一旦成功 就会为投资者带来少则几倍，多则几百倍甚至上千倍的投资收益。

- 由于处于发展初期的小企业很难从银行等传统金融机构获得资金 风险投资家对它们投入的资金非常重要 因而风险投资家也能获得较多的股份。

- 风险投资家丰富的管理经验弥补了一些创业家管理经验的不足 保证了企业能够迅速的取得成功。

- 风险投资通过企业上市的方式从成功的投资中退出，从而把预期收益以贴现的形式获得。

如果风险投资资助的企业取得成功，那么就形成一种典型的“投资者发财、企业发展”的双赢格局 当然投资失败的案例也很多。创业企业的高风险特征使得上市后股价变动剧烈。正因如此 风险投资也具有“帮助投资者投机 帮助创新者创业”的双重作用。

案例：鼎鼎大名的 KleinerPerking 风险投资公司在 1990～1997 年推上市的 79 家信息产业和生物产业公司中有 55 家公司的股价低于开盘价。但该公司投资的 Netscape 公司的股票上市交易第一天就从 28 美元涨到 58 美元。^①

3. 稳定性与流动性结合的阶段性持股

风险投资总是希望在项目成功或公司发展壮大后获得资本收益 但是项目成功或公司发展壮大并非一朝一夕可以实现 必须经过漫长的等待期。即使等待的结果是失败，等待期也是漫长的。据统计平均周期为 3～7 年。在等待期内 风险投资家投入的股份是不愿意转让的，事实上也很难转让出去。这相当于风险投资一旦投资 就被“套牢”。只有在 3～7 年后 才能退出。因此 在等待期内 风险投资具有很强的稳定性 而流动性很差。这表面上看起来是一种缺陷，但正是这种非流动性避免了像已上市股票短期投机炒作一样的破坏性。

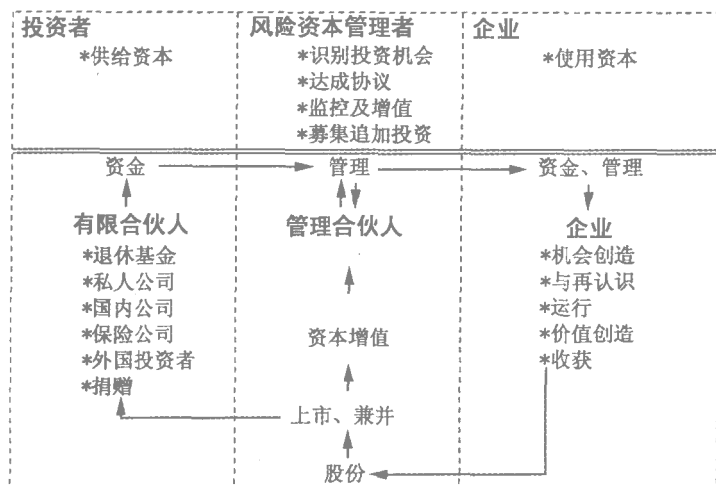
虽然风险投资在成功或失败的等待期内流动性差 但是一旦项目成熟后 风险投资就会“全身而退”从这一点来看 它的流动性又是很强的。可以说是“不流则已，一流则退”。这种稳定性与流动性结合的阶段性持股方式有利于风险投资家与创业者的合作。

4. 周期性循环

作为一种长期的、流动性低的权益资本 风险投资平均投资时间一般都达到 3～7 年。1994 年美国初次公开发行的风险投资企业平均营运期为 7.1 年，1995 年则为 9.5 年。但不论营运期有多长 风险投资只有成为一个完整的循环过程 才能成为真正意义上的风险投资。任何一个环节的堵塞，都会使整个风险投资系统丧失其应有的效率和功能。

有关风险投资周期性循环的详细描述参见图 1—1。

^①《中国高新技术产业导报》，2000 年 2 月 21 日。



资料来源：OECD/GD(96)168“*Venture Capital and Innovation*”。

图 1-1 风险投资周期循环

风险投资的虚拟企业性质

1. 企业的性质

对于企业性质的认识，主要有三种不同的看法：

古典经济学理论中把企业当作追求利润最大化的生产函数。

马克思认为 企业的本质在于协作产生新的生产力 从而能生产剩余价值，这也可看作是追求利润最大化的生产函数。国内流行的教科书把企业定义为以盈利为目的的法人主体和市场竞争实体，这是利润最大化生产函数的通俗解释。

新制度经济学基本观点认为 企业是通过代替市场机制来节约交易费用的组织。在企业之外 市场机制 价格机制 调节着生产 但利用市场机制是要付出交易费用的 在企业中 企业家的行政指挥调节着生产 而这又要付出组织成本。在一定规模范围内 企业组织成本

小于市场交易成本 所以 市场中存在许多企业是经济的。^①

后来的研究者又提出了企业并不是行政机制代替市场机制的产物 而是一种契约代替另一种契约的形式。张五常认为 企业出现并不意味着企业制度取代了价格制度,而是工资和租赁合约代替了产品买卖合同。^② 周其仁则认为 企业是“人力资本与非人力资本的特别合约”^③

2. 投资基金的虚拟企业性质

虚拟企业是对传统的“大而全”、“小而全”的企业模式的变革,在这种组织形式中 企业只保留承担最关键功能的组织部门 而把其他的组织功能、组织机构和人力资源外部化、虚拟化。所以虚拟(Virtual)并非虚假或虚幻,而是把传统企业组织的功能和机构进行分解,把一部分功能、机构和人力资源放在企业之外的市场中,这些资源虽然在市场中 但是由于业务关系和管理网络的存在 又可以发挥类似企业内部资源的作用。

威廉·戴维陶等人对“虚拟”一词的含义作出了简洁的解释:“虚拟指某物所拥有的能力来自他物”。^④ 因此,“虚拟”其实是有虚有实、虚实结合。这也正是英文中用的 Virtual 一词表示虚拟组织或虚拟企业的奥妙所在。Virtual 一词既有“虚拟的”含义 又有“实在的、真实的”含义 从字面上似乎令人费解 但结合虚拟企业来理解就再合适不过了。

一般的企业是通过投入与产出之间的转换为客户提供某种产品或服务 从而取得收益 并给投资者 股东或合伙人 以增值回报的一种组织。那么投资基金是不是属于企业呢?如果是,那么它

① 参见 R.科斯《企业、市场和法律制度》,上海三联书店 1990 年版。

② 张五常:《企业的契约性质》载《法和经济学杂志》1983 年 4 月号。

③ 周其仁:《市场经济里的企业:一个人力资本与非人力资本的特别合约》载《经济研究》1996 年第 6 期。

④ 威廉·戴维陶等:《虚拟公司》中译本(台湾 长河出版社 1997 年版)。

给客户提供的产品或服务是什么呢？

投资基金投入的是资金、投资知识、投资决策，产出的是资金的增值，或者说是通过投资决策来取得收益，并给投资者（股东或合伙人）以增值回报的一种组织。从这一点上讲，投资基金与普通企业是相同的。但它们有明显的不同之处，那就是投资基金（尤其是证券投资基金）中没有独立存在的客户。如果说投资基金有自己的客户的话，那也只能是投资者（股东或合伙人）自己。而在普通的农业、工业或服务性（包括银行、证券等金融机构）企业中，投资者与客户一般是不重叠的。普通企业用自己提供的产品或服务与客户交换货币，并在扣除成本和激励支出后全部反馈给股东或记在股东的名下。在投资基金中客户消失了，代之以虚拟性的投资目标，即并不是具体的项目而是股权。当然，组织本身和投资者两部分仍然与普通企业相似。如图 1—2 所示。

正因为投资基金中不存在对客户的产品和服务流，所以证券投资基金的组织结构和组织功能也大大简化，一般来说，二三十名员工就可以管理几十亿元甚至几百亿元的资产，这在普通企业中是不可想象的。证券投资基金的这些性质有些类似于虚拟企业的性质。

3. 风险投资的虚拟性

严格意义上讲，风险基金不同于风险投资。风险投资是指寻找投资项目并分析论证、加以实施的行为和过程，或者由此形成的资本。风险基金是风险投资的特定组织机构，也指风险投资资金的集合。

风险投资基金是投资基金的一种，无疑也具有投资基金的虚拟企业性质。但是也有一些不同之处，那就是风险基金不仅向投资目标投入资金，而且还投入管理，对投资项目也要作实质性的考察和运作。这与投资基金（尤其是证券投资基金）有明显区别。从这一点上讲，风险基金的虚拟性又有所下降，实体性又有所增强。

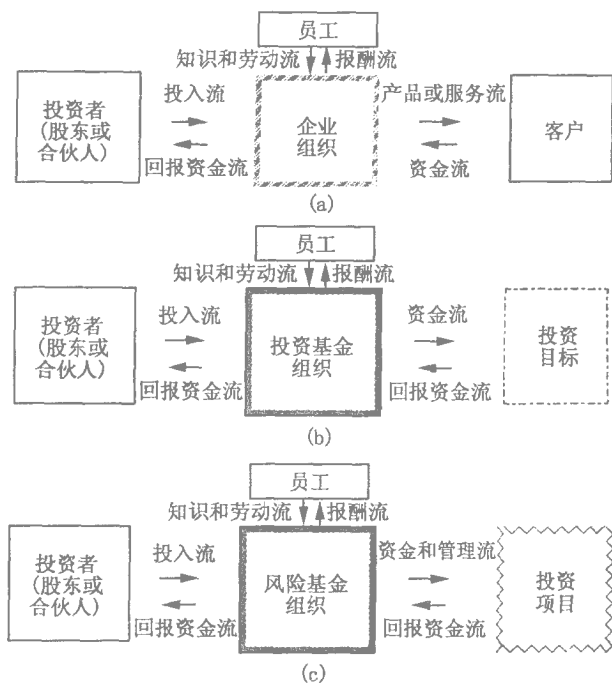


图 1-2 普通企业、投资基金、风险投资基金比较

从历史和组织角度考察 企业和基金的实体性 或虚拟性 经历了由实到虚 再由虚到实的演变过程 如表 1—1 所示。

表 1—1 经济组织的虚拟性演进表

组织形式	自给自足的经济组织	市场化的单企业组织	市场化的企业集团	投资基金组织	风险基金组织
实体性 (或虚拟性)	多功能 小而全 实体性强	专业化 功能外部化 初步虚拟化	多元化 功能内部化 虚拟性减弱	专业化 功能外部化 虚拟化	部分功能 内部化 虚拟性减弱

同样地，企业和基金所有权与经营权的关系经历了由合到分，再由分到合的过程。最初的业主制企业的所有权与经营权是不分的。发展到公司制企业时，所有权与经营权明确分离。再发展到投资基金时，不仅基金所有者与基金管理人之间的所有权与经营权完全分离，而且基金与投资项目的所有权与经营权也完全分离。但是风险基金在投资项目的经营权上又有所回归，即所有权与经营权分离程度有所减小，风险基金参与投资企业的管理方面又有了明显的加强。这一演进过程如图 1-3 所示。

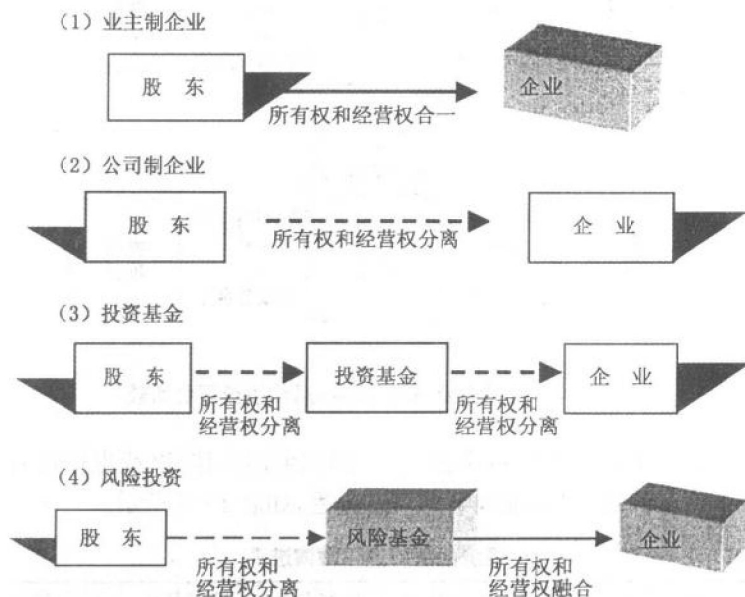


图 1-3 企业与基金的制度演进

4. 从基金比较中认识风险投资

按投资对象分类，基金可分为资本市场基金、货币市场基金、

外汇市场基金、产业投资基金。按投资目标分类 基金可分为收入型基金、成长型基金、指数型基金、避税型基金、调控型基金、对冲基金、混合型基金。

风险基金是产业投资基金的一种。表 1—2 对有代表性的四种基金进行了不同侧面的比较，从中可以看出风险基金在各类基金中的地位以及它的特点和含义。

表 1—2 各类基金比较

大 类	证券投资基金	产业投资基金	货币市场基金	平准基金
投资对象	股票、债券、存款	特定行业或区域	公债、票据、定期存款单	成份股、蓝筹股、其他主力品种
资金来源	个人为主	机构为主	散户为主	政府筹集
目标	增值、收益分配	产业发展、区域开发	通过提高流动性降低风险	稳定金融市场
组织种类	契约/公司型；开放/封闭式	公司、有限合伙、专门机构	契约/公司型；开放/封闭式	准政府机构
类型	收入型、成长型、指数型、避税型	国家基金、风险基金		国债平准基金、股票平准基金、外汇平准基金
特点	专家管理、投资组合、分散风险	专家管理、投向集中、承担风险	成本低、流动性强	政策性强、操作时效性强

二、科技与金融的纽带 运气与成功的摇篮

——风险投资的框架

有风险的投资就是风险投资吗

有人说,任何投资都有风险,都是风险投资,其实这是误解。投资的种类很多,除了消费,所有的支出活动都可以看作是投资:实业投资、实物投资、证券投资、人力资本投资、感情投资、政治投资、信誉投资。投资与风险、收益同在,但并不是有风险的投资都叫风险投资。

证券投资风险很大,但不是风险投资。

据《南方周末》披露,第一批进入申银证券公司的 13 个大户,到 1999 年有 4 人破产,2 人获利离开,还有 7 位仍留在股市,但都战战兢兢,如履薄冰。另外,当年股市暴富的“三杨”后来只有杨百万从事证券分析和投资(只做 50 万元),另两位已经销声匿迹,其中一位精神失常。

一般所说的风险投资是指投资于未上市的企业或项目后,介入经营管理和资本运作,旨在增值后退出的周期性投资(见图 2-1)。正是因为风险投资者终究要退出,创业者也不计较大比例出让股份。

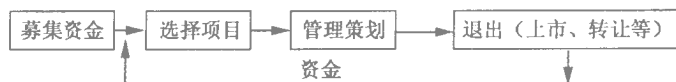


图 2-1 风险投资示意图

风险投资总是要退出的，但并不是有风险和要退出的投资都叫风险投资。例如 战略投资也有风险 也可能退出 但不是风险投资。战略投资是出于公司发展定位或相关业务发展对项目所作的投资，由于公司业务方向调整、资金周转等原因也有可能退出，但并不是开始投资时就作退出的计划，因而也不是风险投资。

案例 风险投资的收益与风险

1946 年 乔治·劳端尔特 George Doriot 和拉尔夫·弗兰德(Ralph Flanders) 等人在美国技术发明基地马萨诸塞州一起组织的“ 美国研究与发展机构 Boston's American Research & Development Corp. , ARD) 标志着有组织的风险投资揭开序幕。ARD 早期经营非常困难 直到 20 世纪 60 年代，因为它支持的数据设备公司 Digital Equipment Corporation, DEC 的成功 才历史性地改变了美国风险投资的困境。

1957 年 ARD 公司对数据设备公司 (DEC 投资不到 7 万美元 得到了公司 77% 的股份。14 年后这些股票的市值高达 3.55 亿美元 增长了 5 000 多倍。1976 年 两个美国青年设计出了苹果电脑 一种新型微机) 但仅有的 1 300 美元无法进行批量生产，风险投资家马克库拉投资 9.1 万美元帮助他们创建了苹果公司。5 年后苹果公司成为了美国 500 家大企业之一 公司上市后 马克库拉的股份价值 1.54 亿美元。就整个风险投资行业看，美国自出现风险投资以来 投资基金收益平均为 15.8% 是股票投资的 2 倍，是长期债券的 5 倍。

投资方的运作程序

风险投资总是通过投资方和被投资方既对立又合作的一系列活动才完成的。从投资方角度来看，风险投资一般的运作过程如下：

1. 第一阶段 收集投资项目 识别投资机会

风险投资家 或风险投资公司 下同 收集投资项目的途径有：

- 发明家或创业者自荐；
- 中介机构或利益相关者介绍；
- 风险投资家自己寻找。

收集投资项目时通常要有项目建议书 即商业计划书 下同，而且风险投资家应该广泛地收集投资项目 从中选择。据统计 收集的投资项目、初审筛选的项目、实施的项目之间的比例是 100 : 10 : 1，也就是收集的投资项目平均只有百分之一的可能性能得到认可。

2. 第二阶段 项目初审和初选 The First Review

风险投资家在拿到项目建议书后，可以只用很短的时间浏览一遍 凭第一感觉决定这一项目是否值得研究 然后风险投资家可以就他感兴趣的项目与其他风险投资家讨论（The Venture Capitalists Confer），进而与创业者或项目创意人面谈 The Presentation），以了解其背景、管理团队和企业素质。与创业者初次面谈是整个过程中最重要的一次会面。如果进行得不好，交易便告失败 如果面谈成功 风险投资家会希望进一步了解更多有关企业和市场的情况，或许他还会动员可能对这一项目感兴趣的其他风险投资家。

初选中考虑的主要因素包括：

(1) 投资规模

投资规模与投资方的总规模有关，大型的投资机构资金总额有几十亿元 但工作人员如果只有十几个 那就会“看不上” 资金需求只有几十万元的小项目。因为从时间和精力上都不合算。另一方面 投资规模与股权比例也有关系 例如 有的投资公司一般要求占有公司 5%~30% 的股份，也有的投资公司一般要求占有公司 30%~50% 的股份。

(2) 行业

一般的投资公司对某些特定的行业比较熟悉，或者是情有独钟。高科技行业当然是最诱人的行业，但人们对此有种种误解。最常见的误解是把新兴行业（如网络内容服务）等同于高科技行业。

(3) 技术和市场

技术的独特性和市场潜力总是最重要的因素。

(4) 地理区位

有些公司是倾向于离自己近一些的地方，有些则是由于投资方的背景决定了重点投资某一区域。例如，中关村开发区管委会深度介入的风险投资公司倾向于重点选择中关村的企业，复旦大学筹集资金的投资公司重点投资与复旦大学相关的项目。

(5) 融资阶段

对于融资阶段，即考虑是第一轮融资，还是后续第二三轮融资。

3. 第三阶段 精心审查 (Due Diligence)

初选通过后，风险投资家对项目进行详细考察评估。项目评估是一个复杂的综合评价过程。它涉及到项目的技术水平、市场潜力、资金供给、经营管理人员的素质乃至政策、法律等因素，需要由各方面专家组成的专门班子来完成。评估该项目可靠性和可行性主要考虑下列因素：

(1) 管理团队的经营管理能力

主要侧重于以下几个方面：管理者在经营一个处于成长阶段的公司方面经验如何，在所从事行业的技术水平方面有多高，以及在管理工作中是否有过成功的记录等。具体来说可能会包括市场开拓能力、创业者的管理理念、管理团队的合作精神、内部管理的有序性等。风险投资家评估项目时，特别重视管理。他们宁愿投资于“一流管理、二流技术”的项目，也不愿投资于“二流管理、一流