



企业经营手册

风险投资（一）



目 录

风险投资浪潮	1
风险投资概述	1
风险投资与高新技术产业	19
国外风险投资的借鉴	43
美国风险投资的发展历程	43
美国风险投资市场概况	50
欧洲风险投资的发展历程	60
日本风险投资的特点	66
发展中国家和地区的风险投资	74
中国的风险投资	82
兴起与发展	82
我国风险投资业现存的主要差距	87
我国发展风险投资需要注意的问题	91
如何完善我国的风险投资机制	98
风险企业的融资需求	120
风险投资必要性	120
风险企业的融资需求	127
融资评价原则与融资方式选择	130
风险企业如何获得风险投资	132
争取风险投资的准备	132
获得风险投资的具体步骤	142

风险投资浪潮

风险投资概述

1. 追本溯源：何谓风险投资参见黄涛主编《风险投资》，中国财政经济出版社，1999年版。黄宝印等主编《风险投资——理论·政策·实务》，经济科学出版社，1999年版。

风险投资(VentureCapital)国外亦称为创业投资，是以非传统的融资方式来支持科技事业的发展，是创业投资家为追求高额的利润，而与科技、市场、财务……等经营管理人才智慧结合的结果，在充裕的资金协助之下，施展其抱负，实现其理想。

Greenwald 认为风险性资金是股东将盈余转投资，或增资募集所得的资本，投资于新发展的事业；风险性资金所拟投资的对象是一般投资者或银行等传统金融机构所不愿提供资金的一些高度风险之企业。

Ammer 认为，创业投资活动，对资金所有者来说，由于其资金被投注于具有高度风险的企业，故此项投资可能一去不回，亦可能成千百倍地回报；同时投资期属于长期，并以股权参与的方式投资；其所投资之对象，除了具有高度风险外，往往是新的、快速成长的新事业，创业投资者对这些新事业都怀着能获巨利的期望。

Riggs 则认为企业投资者通常对所投资的事业，并

没有长久持有的意思，仅是在其所投资的事业有所发展后，立刻将股权出售，而将所得之资本利得(Capital Gain)再进行另一次的风险投资。通常，创业投资者须能够明确辨别风险与报酬的关系，否则他们不会再进行新的投资。

Gonenc 的解释较为广泛，他认为创业投资的解释，应为投资者寻找具有高利润，发展潜力大，但同时风险性亦高的投资机会。

Rind 的定义指出，凡投资者进行下列投资活动时，即已构成创业投资的行为： 创立新事业或挽救、扩充现有的事业； 投资于高风险，高利润的地方； 使用各种不同投资工具于不同的投资活动上； 进行长期投资； 直接参与投资事业的经营，为他们所加入的投资计划提供更多的附加价值； 尝试使他们的资本最大化，创业投资者的报酬来自于投资事业成功经营后的资本赢利。

Kelley 则将创业投资视为是资本所有者将资金投入高风险企业，其所进行的决策行为极为理性。创业投资与一般投资行为的差异，仅在于其所使用的分析技术与面临的风险程度上有所不同。

综合以上学者所提出的定义，可得出以下结论：所谓的风险投资(即创业投资)是由风险投资家(Venture Capitalist)出资，协助具有专门技术而无法获得资金的技术创业家，并承担创业之高度风险。创业投资家以专业知识主动参与经营，使被投资企业能够健全经营，迅速成长，创业投资家可于被投资企业经营成功后，将所持有之股票卖出收回资金，再投资于另一新创事业，周而复始进行长期投资并参与经营之行业。创业投资家以获

取股息、红利及资本利得为目的，其最大特征乃在于甘冒较大的风险，以获得巨额资本利得。

在我国，风险投资的含义有广义和狭义两种。广义的风险投资泛指一切具有高风险、高潜在收益的投资活动，狭义的风险投资则指以高新技术为基础的，生产经营技术密集型产品的投资。由于高技术开发具有很大的不确定性，即潜在风险，同时它又具有潜在的高收益性，所以称之为风险投资。通常所说的风险投资即指此类高新创业风险投资，其目的是通过高新技术的商品化取得高资本收益。

由上可见，风险投资在实质上是一种高科技与金融相结合，将资金投入风险极大的高新技术开发生产中，使科技成果迅速转化为商品的新型的投资机制，是高新技术产业化过程中的一个资金有效使用的支持系统。风险投资与传统的投资理念截然不同，具有以下几个基本特征：

投资方向主要集中于高科技领域。一般而言，风险投资就是对高风险项目或企业的投资。而高风险的项目或企业往往是具有开拓性和创新性的项目或企业，主要存在于高科技领域。风险投资所追求的目标，就是高科技成果商品化、产业化后所能够获取的高资本收益。受风险投资可能带来的高收益的吸引，风险投资具有很强的选择性，高新技术产业成为风险投资的重点。从具体行业来看，风险投资主要集中在信息产业和生命科学领域。据统计，1996年美国风险投资的主要行业构成是：电脑工业 25.1%；通讯工业 23.8%；医疗生物科技 21.7%；电子工业 11.1%；商品及零售业 8.6%；传统工业 3%；其他 6.7%。

投资对象是新兴的、迅速发展的、具有潜在高成长性的中小企业。从欧美等发达国家经验来看，风险投资的直接受益者是中小企业。这是因为，一般金融投资主要支持市场相对稳定、技术成熟程度较高的产品或企业。高新技术产业的高风险使讲求安全性的银行资金对这类企业的贷款十分谨慎。由于高风险，加之没有担保抵押，中小企业很难通过正常渠道从银行融资。而与此相反，风险投资致力于发现新的科技突破口，着眼于项目是否有巨大的竞争潜力和高成长性。对于具有创新的、先进的技术，风险投资则会在企业及技术发展的各个阶段提供包括资金和管理等全方位的支持。

投资方式以股权形式为主。风险投资是一种长期的流动性低的权益资本，它的投资方式具体包括购买可转换优先股和普通股等形式。在风险投资的投资者中，前者远比后者使用得广泛。二者的差别是，在收益变现时，前者被优先支付。从投资者的利益上看，可转换优先股有两个重要优点：其一，它可以大大减少风险投资公司的投资风险；其二，它可以刺激风险企业的经营管理。因为风险企业的经理人员们一般都持有普通股，如果企业只是刚好盈利，在支付风险投资者以后，企业就所剩无几，经理人员手中的股票也相对价值降低。

这种投资方式的一个很重要的特点就是风险投资不仅为风险企业提供资金，而且提供一系列的咨询服务和管理经验。风险投资家直接参与风险企业的经营管理。从创意、项目立项到科技成果商品化、产业化，风险投资家给予全方位的支持。

属于高投入、高风险、高收益的投资。一项科研成果从最初的构想到形成产业化，一般要经过研究、开

发、试点和推广四个阶段。风险投资重点支持开发和试点这两个阶段。通常研究与开发所需资金的比例是 1 : 10，开发与试点所需资金的比例也是 1 : 10。也就是说，在风险企业发展的不同阶段风险投资公司都必须不断地注入资金，而且投入的资金在不断加大，直至风险投资公司股权转让退出投资。而风险投资的失败率很高，据统计，由风险投资公司支持的风险企业 20%~30%完全失败；60%受挫；只有 5%~20%获得成功。但是，一旦获得成功，风险投资可以得到高额的投资回报。据统计资料显示，美国风险投资的长期平均年回报率高达 20%，而股票的长期平均年回报率为 9%~15%，债券则为 5%~6%。从投资效益来看，成功的风险投资可以获得几十倍甚至上百倍的利润，完全可以弥补在其他项目上的投资损失。

以公开上市为主要形式获得收益并退出投资。风险投资公司在将资金投入风险企业后，追逐和期待的是所投资的企业发挥潜力和股票增值后，将股权转让，实现投资收益。风险投资的目的并不是对被投资企业控股，而是使风险投资取得成功后尽快实现回报，再从事新的投资。因此，一个有利于资金顺畅流动的市场环境特别是风险投资的撤出机制是保证风险投资成功的必要条件。风险投资的撤出渠道主要有公开上市、企业并购和破产清算三种，其中，公开上市是风险投资价值实现的最佳途径。据统计，目前，北美风险投资的 80%采用证券化方式投入和回收，欧洲为 65%，亚洲地区为 40%。

风险企业主要是成长中的高科技企业，它们大都很难以满足主板市场的条件。因而，风险企业的股票上市主要在第二板市场。第二板市场是在正式股票市场之外，主要面向高科技中小企业和新兴公司的股票市场，其上

市企业的标准适当低于主板市场的条件。目前，许多国家开辟了第二板市场。其中以美国纳斯达克证券市场(NASDAQ)最为典型，发展最为迅速，NASDAQ 因此成了各国第二板股票市场的代表。此外还有欧洲新市场(Euro-NM)、日本的 JASDAQ 系统。香港联交所“创业板”市场也已于 1999 年第四季度正式启动。

一般都给予企业经营管理者 and 职员个人股。高科技企业的创业和发展，是风险投资者与科学发明者密切结合、优势互补的过程。因此，在创业过程中处理好知识产权即技术入股的问题极为重要。在利用风险投资创建的高科技企业中，技术专家的技术发明可以占有相当的股份，一般可享有 20%~25%的股权。有的国家为了照顾某些技术发明者的权益，允许技术专家持股 51%(包括技术股权 20%~25%在内)，在企业发展后，按照事先约定的契约规定，购回其余 49%的股份。风险企业的管理者也持有公司的股份。风险投资这样运作，主要是为了使技术发明者、管理者与企业的利益融为一体，激励员工同企业共同创业，共同致富。从实际情况来看，这种企业管理者、技术发明家、风险投资者与风险企业的成败共命运、与风险投资的利润高低紧紧相连的利益分配机制，对促使优秀的创业者努力工作，从而促进风险投资的成功，发挥了重要作用。

2. 推波助澜：风险投资的作用参见黄涛主编《风险投资》，中国财政经济出版社，1999 年版。

(1) 风险投资在推动经济发展中起着越来越重要的作用

高新技术是经济和社会发展的首要推动力量。风险投资是对高新技术产业化过程中的投资，它推动高新技

术的发展与进步，给世界经济发展注入新的活力，带来巨大变化，在推动经济发展中起着越来越重要的作用。主要表现在以下几个方面：

促使创新政策的出现。由于 20 世纪 70 年代以高新技术为核心的国际竞争日益加剧，迅速发展的微电子技术又给予各国的经济与发展提供了新的机会，而传统的科技政策与工业政策相分离的状况显然已无法适应这种发展趋势，因而创新政策便应运而生并在 20 世纪 80 年代得到较大发展。OECD(经济合作与发展组织)曾指出，发展技术创新政策的目的是要把科技政策与其他政策特别是经济、社会和产业政策，包括能源、教育和人力资源政策形成一个整体。但创新政策最根本的特点则是把过去完全分离的，由不同政府部门制定实施的科技政策和产业政策这两种政策工具结合成一个整体。创新政策一方面把市场作用和政府干预有效地结合起来，另一方面也从需求、供给和创新环境三方面来推动工业技术创新活动的有效进行。可以说，创新政策的出现给经济系统的发展带来了深远的影响。

各国产业发展的历史进程表明：由于技术创新引发的结构性调整标志着更高技术形态产业结构的形成。高级化的产业结构必然提供更高的产业效率，从而确保经济发展的质量。因此，各国都在构造有利于全社会创新的政策体系。

经济增长方式的变化。随着高新技术的出现与发展，过去那种以产量和产值增长速度为主要目标，以劳动密集型和资本密集型为主要特征，即通过扩大生产规模，使生产向广度发展的外延式或粗放型经济增长方式已逐渐转向以提高生产要素质量和效率为主要目标，以

知识密集型为主要特征的规模扩大与技术更新并重的沟通式或密集式经济增长方式。伴随着这种转变，技术进步对经济增长作用日益明显。以日本为例，20世纪50年代末至60年代初，科技进步对经济增长的贡献占20%，60年代初至70年代初占38%，70年代中期上升到47.1%，80年代则上升到65%以上。

对劳动生产率和产业结构变动产生重大影响。高新技术的发展不仅极大地提高了劳动生产率，而且使生产过程中的各种要素都发生了重大变化，从而使经济效益显著提高。目前，美国是世界上劳动生产率最高的国家。1987年西方国家的劳动生产率如果以美国为100的话，则前联邦德国为81.1，英国为71.9，意大利为85.5，日本为70.1。这在很大程度上是由于美国高技术的发展水平相当高。

高新技术的发展促进了产业结构高级化。这主要表现在：第三产业迅速发展，特别是其中的信息业飞速增长；技术密集型产业部门的比重不断提高；传统产业在产业结构的中心地位日益衰落；传统产业与高新技术结合带来的“再工业化”。

经济竞争核心与战略的变化。高新技术的发展在给经济结构带来变化的同时，也给作为经济承载个体的企业的竞争方式和发展战略带来了显著的变化。首先从经济竞争核心来看，从福特时代的强调企业大批量生产体制带来经济规模效应，发展到七、八十年代的以质量为核心的质量管理，再到20世纪90年代的强调以高新技术创新为核心的经济竞争，人们日益发现技术已经以加速发展的势头，取代资金和劳动力，成为企业生存和发展的决定性力量。这一变化也给企业的发展战略带来

了一系列变化。与以往不同，企业为了在变化的竞争环境中占据有利的竞争地位，都在不同程度上加大了对技术尤其是高新技术研究与开发的投入。其管理手段也由于信息高新技术的引入而产生一些新的特点，要求企业能对组织环境发生的变化迅速作出反应，即所谓的“柔性管理”的“学习性组织”。这样，企业必须对其经营战略和技术战略进行综合性的考虑，以适应经济竞争的需要。

对增强综合国力的主导和决定作用。现今之世，整个人类的主题已转向和平与发展。对于一个国家来说，最根本的是要看其在激烈的国际竞争中综合国力所占地位。纵观现代世界各国政府，都把提高综合国力作为国家战略目标和首要任务。国家的综合国力集中反映在政治影响力、经济影响力、科技影响力、军事影响力和社会影响力五个方面，而这五个方面又受本国的经济实力、科技实力、军事实力的制约。当代科学技术发展带来的最大变化是，国家的科技开发力、特别是围绕高新技术领域的技术创新，正在成为决定一国综合国力的核心力量。

(2) 发展风险投资是建设技术强国的重要途径

风险企业是孕育高新技术的“温床”。一个国家风险企业的数量与质量，决定着一个国家高技术的水平。高新技术是最重要的生产力，对改造传统工业和调整产业结构都有重要意义。风险投资是发展高新技术的强大“推动器”。风险企业离开风险投资的支持，就成了无源之水，无本之木，失去生命力。当今国际上强弱之争，贫富之争，十分激烈。谁胜谁负，取决于经济实力和高新技术水平的高低。谁拥有更多更好的高新技术，谁就更有力

量，谁就在国际上更有发言权。尖端技术和高级技术是现代工业化发达国家的重要象征。高新技术已成为国际科技和经济竞争的重要领域。凡高新技术占有优势的国家在各个方面都占有很大优势，高新技术成了国际经济、政治较量中一种决定性因素。近几年，日本经济发展迅速，尤其在国际贸易中占据非常有利的地位，这主要是由于日本掌握、发展了高新技术，并广泛应用于各产业部门。美国成为世界上头号强国，这也和它在高新技术上占有领先地位密切相关。

(3) 发展风险投资是创造社会经济效益的重要手段

风险投资是向从事高技术、高智力生产的企业的投资。它所创造的社会经济效益大大高于对传统企业的投资。美、日等发达国家之所以富强，与风险企业的高速发展不无关系。在新技术革命浪潮的冲击下，美、日等国信息产业的比重都有了很大增长。1979年在信息和服务部门工作的劳力，美国占72%，日本占54%。美国40种高新技术产业1972~1978年平均增长速度超过9.6%，其中2/3是靠开发高技术、新产品实现的，而整个产业的平均增长速度不超过3.2%。美国经济近年来从经济窘迫中解脱出来，并有很大发展，主要也是由于高新技术产业的迅速增长。美、日等国国民生产总值的60%与微电子技术有关，传统产业与高技术结合，能产生惊人的经济效益。高新技术能有效地改造传统产业，起到“点石成金”的奇妙作用。如一台普通机床，装上微电脑，就可使它的效率、精度、功能发生根本性的变化，从而摇身一变，身价百倍。又如采用激光新技术的激光自动焊接机，效率就猛增28倍。新技术和高技术的渗入，使美国通用汽车公司大发其财，1983年其销售额高达746

亿美元，为全美第一，净利润 37 亿美元，为全美第二。据美国劳工统计局的一项劳动生产率统计表明：从 1970~1980 年，美国大部分的工业部门劳动生产率的增长率都在 2%左右，而采用高技术或新技术进行生产的工业部门，劳动生产率的增长平均为 4%以上，其中电子元件和办公计算工具这两个行业的增长率超过了 10%。美、日、德等国，目前正在采取高技术设计和制造完全由机器人操作的“无人工厂”，估计劳动生产率的提高将达到 300 倍以上。

(4) 发展风险投资开辟了就业的广阔之路

在风险投资的支持下，世界发达国家风险企业如雨后春笋般地涌现出来，创造了充分的就业机会，并为地区经济的繁荣提供了条件。美国“硅谷”有许多风险企业，每年创造出 4 万个新的就业机会。这里一名经理或技术人员可以创造 16 个工作岗位。因为在一家高技术公司的总劳动力中约有 20%是经理和工程师，80%是办事人员和熟练工人。此外，还需要其他基础设施行业中的 12 名服务人员服务。由于这种 1 比 16 的就业系数，使高新技术产业成为解决就业困难、维护地区经济繁荣的重要因素。风险企业家是创造充分就业的骨干。一个风险企业家创办一个风险企业，可解决几百人、甚至几千人的就业问题。同时，从成功的风险企业中不断地涌现出新的风险企业家，分离出去又创办新的风险企业，这样在解决就业人数上可能会像原子连锁反应一样，产生无穷的力量。当然，风险企业的大批淘汰和失败又会造成失业，但从总体来说，风险企业是在不断发展着的，就业人数也是不断增长着的。风险企业在开发高技术领域时，不仅可以生产出新的工业产品，而且还可以建立一些附

属部门，推动诸如冶金、机械、化学等部门的发展，而且还伴随着劳动内容和产业结构的深刻变化，可以开辟出许多就业门路。

(5)发展风险投资有利于开拓国际技术市场 ,促进国际技术贸易

当今，无论发达国家或是发展中国家，都十分重视高新技术的研究开发，高新技术成了国际经济、政治力量中的一种决定性因素。没有高技术就没有雄厚的经济和政治实力。高新技术在国际市场上的竞争相当激烈。但高新技术开发的研究费用非常巨大，由于资金、人才、物资、信息、环境等条件的制约，一个企业、产业，甚至一个国家都难以担负大规模、高费用的研究开发计划，这就促进了企业、产业之间和国际之间的合作研究，同时，也有力推动了国与国之间的高新技术的交流。国际技术贸易迅速发展，已成为现代贸易的重要特征。在世界性贸易战中，各国都采取了与本国所处发展阶段相适应的战略。其共同之点是：发展高新技术风险投资，为实现全球性的经济发展打开了道路。

(6)风险投资可以发现和训练大批富于进取 ,在竞争中勇于夺取胜利的人才

风险企业是风险很大的向高新技术开拓的企业。它的成功，需要高素质的创业领导和工程技术、经营管理人才。人才是决定风险企业成功的重要因素。因此，通过激烈的竞争，可以从中发现和培养大批勇于冒险、勇于开拓、勤于创业、精于投资的实业家和经营者。我国通过风险企业的创办，可以从中发现和培养大批勇于冒险、善于开拓、敢于进取的高素质人才。通过风险企业的不断竞争淘汰，筛选出来的人才往往是出类拔萃的，

这是发展我国科学技术、国民经济、文化事业的精华，是一支最宝贵的新生力量。其中还有些可成为我国参与国际竞争的主力。

3. 顺应时世：风险投资的现实意义

黄宝印先生在其主编的《风险投资——理论·政策·实务》一书中，结合当今时代的特征和我国的国情，对风险投资的现实意义做了翔实的阐述。

(1) 建立风险投资体系的重要性

技术创新是推动经济发展的核心动力。世界经济发展已步入知识经济时代，这一时代的基本特征是：知识密集型产业已成为全部产业的核心，成为一个国家取得长期竞争优势的决定性因素。大量理论研究和经验资料显示：从长远角度看，不是资本投入和劳动力投入的增加，而是技术进步，才是经济可持续发展的关键推动力量。

韩国和东南亚五国爆发金融危机的深刻根源之一，就是这些国家追求经济高速度发展时，不是依赖技术进步和由技术进步产生的相应经济效率，而是依靠大量的资本扩张和大规模的资源投入，结果导致生产能力大量过剩，资产价格和本币价值被严重高估。与东南亚金融危机、欧洲各国经济增长徘徊不前形成鲜明对比的是美国经济的繁荣鼎盛。美国经济持续了 80 多个月的稳步增长，出现了以往少有的“一高两低”（高增长、低通胀、低失业）现象，创造了二战后的经济奇迹。美国经济之所以能够如此强劲地发展，得益于 20 世纪 80 年代美国经济结构的调整，得益于以信息产业为代表的高科技产业的崛起，特别是得益于技术创新企业中高科技的广泛应用。

风险投资体系是知识经济的重要支持系统。技术进步转化为生产力的关键在于高科技成果市场化、产业化，“知识”能否与“经济”相融合，这是一个较为漫长的市场评价、市场检验过程。这一过程是否成功不仅依赖于高新技术成果本身的市场价值，而且依赖于客观上是否存在一个能对技术进步转化为生产力起决定性作用的支持系统。通常，高新技术成果的市场化、产业化往往是由中小企业的创新开始的。由于高新技术成果本身蕴藏的技术风险和市场风险，这些技术吸纳型中小企业很难取得银行系统给予的信贷支持，它们要求一种可适应周期长的、具有高风险与高收益相结合的股权资本为之服务。这类股权资本又只有在一个系统的环境下才能发展。国外经验已充分证明：风险投资体系就是行之有效的高新技术成果市场化、产业化的支持系统。

风险投资体系在西方发达国家被称为高新技术产业发展的“推进器”。美国斯坦福大学的学者认为，风险投资的参与使科技成果转化为商品的周期缩短到 10 年以下。风险投资通过加速科技成果向生产力的转化推动了高新技术企业从小到大、从弱到强的长足发展。在知识经济时代，可以说，以电子计算机和生命工程为代表的现代文明是高科技与一种特殊金融方式——风险投资有机结合的结果。

(2) 建立中国风险投资体系的必要性

培育和发展风险投资体系就是要通过建立一套新的金融机制来促进资本与高新技术结合，这不仅会对提高民族经济竞争力的长远战略目标起到积极作用，也是调整全社会融资布局，改善金融结构的重要举措。在现代经济体系中，金融结构对实体经济的作用越来越大，东

南亚遭受金融危机困扰的国家尽管国情差异很大，但一个共同的问题都是金融结构严重畸形。中国目前还未出现金融危机，这并不意味着对我国金融结构方面的问题可以掉以轻心。我国国有商业银行存在的大量不良资产已蕴含了系统性金融风险，而这种风险的形成说到底就是因为银行对大量技术含量较低和缺乏竞争优势的产品、产业、企业提供货币支持的结果。为避免金融风险演化为金融危机，我们从现在起就应该大刀阔斧地进行改革，建立一个功能健全、富有效率、以高技术企业的资本投入为服务对象的风险投资体系势在必行。

建立我国风险投资体系是顺应世界科技发展趋势，适应国际竞争的需要。21世纪是以科学技术为主导的知识经济时代，哪个国家掌握了高科技优势，哪个国家就将取得经济发展的主动权和国际竞争的优先权。但是我国的科技发展状况却令人担忧。1997年底，世界经济论坛和洛桑国际管理开发学院发布了当前国际竞争力报告，在参加评比的国家和地区中，我国的国际竞争力、国际化程度、管理水平、政府作用等要素的排名上升，而与这些要素形成鲜明对比的是我国科技水平在不断下降，这份国际报告显示，1994年中国科技水平要素的排名为第23位。1995年下滑至第27位，1996年降到第28位。这其中很重要的一个原因就是我国科技投入严重不足。我国在科技开发上的投入占GDP的比重总体上呈下降趋势，从1990年的0.67%降至1996年的0.5%。而经济合作与发展组织国家多年来这一比例平均达2.3%；美国、日本多年来一直稳定在2.8%左右；亚洲新兴国家或地区如韩国从80年代初的0.6%上升到现在的2.5%，台湾地区为1.8%，新加坡为1.1%，印度为0.8%。