

## 第一部分

# 风险投资的有关知识



## 一、风险投资定义和起源

风险投资是指在私人企业里进行的权益性投资。狭义上讲（美国的定义），风险投资资金是由投资者向创业者或年轻企业提供的种子期、早期以及发展期所需的资金，以获取目标企业的股权，并最终获得高额回报。广义上讲（欧洲的定义），风险投资资金是由投资者向私人企业（非上市企业）提供的所有权益性资金以获取目标企业的股份，并使资本最大限度地增值。由于风险资金大多投资在新兴行业的年轻企业，企业处于创业的早期或者发展期，甚至种子期（或称概念期），这些企业从早期到成熟期还需经过一个较长远创业发展的过程（通常这个过程需要 3 年—5 年甚至 5 年—10 年）所以风险投资具有长远性。同时由于所投资的企业是一个私人企业，在企业上市之前风险投资从这些企业所获得的股份几乎没有流通市场，无法体现这些股份的价值，所以这些股份很难转让或出售，流动性极差。同时转让这些股份受到很多非市场方面的约束。因此，风险投资的主要特点是投资周期长和流动性差。但是，数年以后一旦这些企业成功上市或被并购，风险投资将获得惊人的收益（通常 5—10 倍，甚至数十倍的回报）。由此可见风险投资是一种高风险高回报的投资方式，其目的是使资本最大限度地增值。

风险投资始于美国，其历史可追溯到 20 世纪的 20—30

年代，美国少数富裕的家族拥有可观的资金，他们希望通过正常的投资活动使资产最大限度地增值。由于对通货膨胀导致货币贬值的担心，通过获得利息使他们的资产增值明显不能满足他们的愿望，同时他们希望通过权益性投资建立和控制一些新兴企业。另外一方面，一些创业者（主要来自大学和其他研究机构），他们有着好的商业点子或创意，但苦于没有资金，因此，他们就找到这些富裕的家族，向他们显示其宏伟的蓝图以获得资金的支持。开始的时候由于种种原因，这些富裕的家族不愿透露他们的名字，所以人们称他们为“天使”（Angel）。同时通常需要通过私人关系才能找到这些天使以获得天使资金。由于风险投资是长远投资，投资决策是一个复杂过程，投资者需要对行业和技术方面有相当的了解，然而这些富裕的家族通常对行业和技术方面又不大了解，因此，一些大的富裕的家族就雇佣一些专业人员为他们作投资决策。这样就形成一些以家族为基础的风险投资机构。

从 20 年代到 40 年代，美国的风险投资处于一种萌芽阶段（民间的和非专业化）。二战以后，美国的风险投资进入一个雏形阶段。风险投资的模式慢慢形成。这种模式一直引用至今。约翰·H·惠特尼（John H. Whitney）、乔治斯·杜利奥特（Georges Doriot）和阿瑟·罗克（Arthur Rock）是美国早期杰出的风险资本家，他们为美国的风险投资的创立、专业化运作和产业化作出了巨大的贡献。

惠特尼在二战期间是美国陆军情报部门的上尉，在法国南部执行任务时被纳粹抓获，1945 年，他逃跑成功。1945 年—1956 年任美国国务院特别文化关系和国际信息服务顾问。1956 年任美国驻英国大使。二战之前他曾进行过风险投资。

1946 年惠特尼出资 500 万美元创立美国第一家私人风险投资公司——惠特尼公司（Whitney & Company），从事风险投资活动。现在惠特尼公司是全球最大的风险投资公司之一。惠特尼充分认识到风险投资将对战后美国经济繁荣起到至关重要的作用。同时他认为风险投资的运作是一项复杂系统的工程，风险投资必须要进行系统化和专业化运作。风险投资公司必须要雇佣专业投资专家来管理风险资金，风险资金应该扶持新兴产业。同时惠特尼认为必须投资于人，一个好的点子或创意如果没有一个优秀的创业团队是不能成功的。他说：“好的点子一美分一打，好的人太少了。”由此可见风险资本家对优秀创业人才的看重，其程度远远超过一个好的创意和一个好的产品。惠特尼的一生曾为 350 多家企业（如康柏公司）提供过风险资金。

1946 年，美国哈佛大学的乔治斯·杜利奥特和波士顿美联储的拉福·富兰德斯（Ralph E. Flanders）创建了美国首家上市的风险投资公司——美国研发公司（ARD），主要目的是帮助那些科学家和研究人员为他们提供风险资金，使他们的科研成果很快商业化，走向市场。杜利奥特认为风险投资公司只是为创业者提供风险资金是不够的，同时必须在技术、管理等方面给他们提供一系列帮助。在他看来资产增值只是一个回报，不是最终的目标。他认为风险资本家的最终目的或任务就是缔造创新的企业家和创新的企业。美国研发公司曾为数码仪器公司（Digital Equipment Corp）提供过风险资金。

阿瑟·罗克是另外一位风险投资家的先驱，他经常被称为“风险资本家的教务长”。他创造性地确定了有限合伙人和

一般合伙人的责任范围和投资回报的分享。同时他也认为风险投资所扶持的不光是产品，更重要的是有好的点子的杰出人才（尤其是年轻的工程师）。阿瑟·罗克曾为苹果计算机公司（Apple Computer）等企业提供过风险资金。

他们的所有这些观点都成为当今美国风险投资模式的重要组成部分，奠定了美国风险投资公司的主要组织结构，风险投资的方向，风险投资的运作模式，以及风险投资的目的。

到了 50 年代，美国政府为了扶持小企业，在艾森豪威尔总统的建议下于 1953 年国会通过了小企业法案，创立了小企业管理局（SBA）。SBA 的职能是：尽可能地扶持、帮助和保护小企业的利益，以及对小企业提供顾问咨询服务。SBA 直接对小企业提供贷款，以及为小企业向银行作担保，使小企业能从银行获得贷款，同时为小企业在获得政府采购订单和在管理和技术方面提供帮助和培训等。自 1953 年创业以来到目前为止，SBA 已为 1 280 万家小企业提供直接和间接的帮助，目前 SBA 向小企业发放的贷款总额达 250 亿美元<sup>①</sup>。1958 年，通过了投资法案创建了小企业投资公司（SBIC）计划。在 SBA 的许可证下，SBIC 可以是一个私人的风险投资公司，通过享受政府的优惠政策，为小企业提供长期贷款和在高风险的小企业进行权益性投资。现在 SBIC 成为美国风险投资公司家族中的重要一员。

70 年代晚期到 90 年代初期，美国的风险投资进入一个发展期。70 年代的晚期，大多数美国人认识到风险投资业是一

<sup>①</sup> SBA (Small Business Administration): 40 Years of Service to America's Small Business Report, 1/11/2000.

个新兴的产业，是美国经济发展的一个重要的动力源。美国政府也迅速行动起来，制定向风险投资倾斜的一系列优惠的税收政策和鼓励性法律，其中最主要的法案有：减低资本收益税法案（TCGRA），员工退休收入保障法案（ERISA），小企业投资激励法案（SBIIA）和员工退休收入保障资产计划法案（ERISA PLAN ASSETS）。员工退休收入保障法案第一次允许养老金进入风险资金和进行其他高风险投资，从而从法律上确定了养老金可参与风险投资。小企业投资激励法案和员工退休收入保障资产计划法案大大地简化了风险投资的运作，并且在法律上规定了养老金机构可成为风险投资公司的有限合伙人。其结果是风险投资公司可以更容易、快捷和有效创建风险投资有限合伙资金（Limited Partnership），以及更容易、快捷和有效地在新兴企业里进行风险投资。

90年代晚期，信息技术的进步，尤其是互联网的出现给美国的风险投资业带来勃勃生机。从此美国的风险投资进入迅速发展时期。在美国投入的风险资金从1983年的40亿美元迅速增加到1996年的300亿美元（是1983年的7.5倍），1999年投入的风险资金达356亿美元（是1983年的9倍），2000年投入的风险资金达到688亿美元<sup>①</sup>。1996年的一个调研显示：1996年只有10亿美元（占总的风险投资额的3%）的风险资金投资到早期的企业里。然而随着信息技术的进步，尤其是互联网应用，这种投资格局迅速被改变。1998年，根据美国著名咨询公司（Price Waterhouse Coopers）的报告：1998年，41%的风险资金进入了创业期（也称概念期或种子期）和早

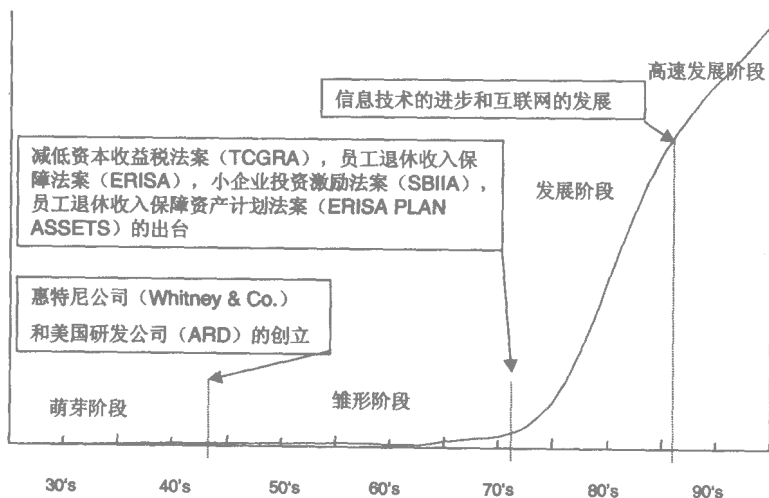
① PWC (Price Waterhouse Coopers): Money Tree Reports, 03/2001.

期的企业里，这些企业在数量上占当年的总风险企业（风险资金扶持过的企业）的 50%。

风险投资给美国的经济带来了巨大的影响，可以说是美国经济活力的“助燃剂”和经济发展的“发动机”。风险投资创造了无数个新的工作位置。例如 50 年代的中期美国硅谷地区还是只有约 10 万农民的偏僻的农村，随着一些风险资金扶持的企业（如：英特尔公司等）来这里安家落户，到 60 年代中期，硅谷的就业人数增加到 27 万多。到了 1984 年，就业人数达 75 万 每年增加 4 万个工作位置。根据 Coopers & Lybrand 的调研显示，1992 年—1996 年，风险资金扶持的企业每年增加 40% 的员工，而大公司则每年裁员 2.5%。同时风险投资加速了产品的创新，从而大大地提高了生产力，改进了出口贸易，减少了贸易逆差。风险投资已给美国造就了数以千计的巨无霸企业（如：微软、英特尔、思科、雅虎等等），创造了美国极具活力的经济。图表 1 简单勾勒了美国风险投资的发展阶段。

目前美国的风险投资公司估计已达 5 000 家左右，2000 年的风险投资投入达 688 亿美元，居全球首位，占全球风险投资市场的 72% 左右。西欧的风险投资也起步较早，主要集中在英国、法国和德国，但发展速度远不及美国，现在居第二位，占 20% 左右。目前随着经济的全球化，美国很多的风险投资公司开始进行跨国风险投资。继以色列以后，亚太地区越来越成为他们的投资重点。世界各地的各国政府也越来越认识到风险投资对国民经济发展的重要性。其中反应较快、行动较迅速的要数以色列、印度、新加坡、韩国等。例如，根据新加坡经济发展局（EDB）的报告，到 1999 年底新

图表 1 美国风险投资的发展阶段（1930 年—2000 年）



©2001 ChinaVCP.com

加坡已累计建立了 100 多亿美元的风险资金。我国的风险投资始于 80 年代中期，几乎与新加坡同时起步，但是由于缺乏风险资金来源，尚没形成高效的退出渠道，缺乏专业的风险投资管理人和专业化运作，以及没有相应的鼓励风险创业的政策和法规等多种原因，80 年代一直发展较缓慢。到了 90 年代有了明显的发展趋势。目前我国自己的风险投资公司约 100 家，已进入中国市场的外国风险投资公司约 40 家。但是中国的风险投资业仍有待政策的倾斜和法规的尽早建立，使之迅速健康发展。

## 二、 创业的阶段划分

一个新兴企业从创建到成熟通常需要经历 5 个时期：种子期（或概念期）、早期、发展期、晚期和成熟期。

### 种子期（Seed Stage）

种子期是创业的第一个时期。在这个时期，创业者仅有一个好的点子或创意而已。种子期有下列特点：

- 尚未注册企业或刚刚注册了企业
- 尚未或正在进行市场调研
- 尚未或正在建立商业计划
- 尚未形成核心创业团队
- 没有产品或服务
- 没有销售和利润

因此，在该时期，创业者需要获得种子资金（或启动资金），以进行较深入的市场调研，确定商业计划，创建核心创业团队等。到该时期结束，企业应已建立，市场调研应基本完成，商业计划应已基本确定，核心团队应基本建立。种子期通常持续 3 个月到一年。

### 早期（Early Stage）

早期即产品或服务开发期。经过种子期以后，企业需进行产品或服务的开发。该时期的特点有：

- 企业已经注册
- 商业计划已确定

- 核心团队已基本形成
- 产品或服务正在开发
- 没有销售和利润

创业者在这个时期需要早期产品或服务的开发资金，以进行产品或服务的开发，进一步完善核心团队，建立和发展销售渠道，寻求商业合作伙伴等。到该时期结束，企业应完成产品或服务的开发工作，产品样本已完成，具备规模生产和产品上市的能力。该时期通常需要 1 年—1.5 年。

风险投资界把种子期和早期资金通常称为第一轮融资。

#### 发展期 (Expansion Stage)

发展期即规模生产，产品或服务上市，以及扩大生产时期。

其特点有：

- 已有开发完成的产品或服务，且产品或服务已推向市场
- 已有销售收入
- 尚未赢利或已有些利润

在这个时期，企业需要发展资金，以进行规模化生产，维持迅速增加的库存和应收账款，以及促销产品和服务，而此时从销售收回的现金流通常还不足以支持发展所需的资金。所以企业还需进行第二轮的融资。并且有时要扩大规模、开发新产品等，企业还需要进行第三轮的融资。到发展期结束，企业应有利润并占领了一定的市场份额。企业的发展期通常需要 2 年—3 年。

#### 晚期 (Later Stage)

晚期为企业主要的扩展期。晚期的特点有：

- 可观的销售收入
- 已拥有一定的市场份额

在这个时期，企业需要开发新产品或新服务，扩大规模，以进一步占领市场和领导市场。有时企业需要进行第四、甚至第五轮的融资。到晚期结束，企业应已赢利和有正的现金流量，并已占领了相当的市场份额。这个时期通常持续 2 年—3 年。

### 成熟期 (Mezzanine Stage)

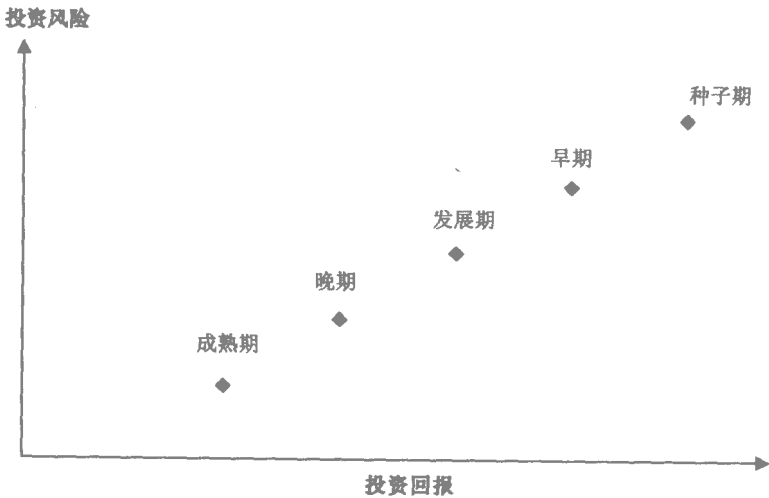
经过种子期、早期、发展期到晚期以后，企业进入了成熟期。在这个时期，创业者需要确定企业未来的发展方向：上市、被并购或继续独立（以私有形式）发展。为了使风险投资价值化，获得高额回报，风险投资公司通常促成所投资企业走上市和被并购之路。如果上市由于此时企业的股份仍然相对集中，为了满足上市的要求企业需要获得夹层资金 (Mezzanine Fund) 以调整股本结构等。如果被并购，企业可能被兼并和收购（并购可分吸收并购、新设并购和购受控股权三种形式<sup>①</sup>），收购方有可能采取杠杆收购 (LBOs) 的形式。在杠杆收购的情况下，企业可能被该企业的经理人员或其他收购方所收购。收购方可以以目标企业的资产或未来的现金作抵押向银行（主要是投资银行）以优先债形式获得 60% 左右的收购所需的资金，从风险投资公司以可转化债券和优先股形式获得 30% 左右的夹层资金，以及自己投入 10% 左右的资金来完成杠杆收购。所以上市或被并购通常会涉及到夹层资金，因此，成熟期的融资通常称为夹层资金。

创业的每个时期有着不同的投资风险。种子期和早期的投资风险最大，成熟期的投资风险最少。因此，获取种子期和早

<sup>①</sup> 黄速建、胡玲：《企业并购方略》第 44 页，广东经济出版社，1999 年。

期的风险资金最昂贵（见图表 2）。

图表 2 投资风险 vs 投资回报



©2001 ChinaVCP.com

### 三、风险投资公司和风险 投资有限合伙资金

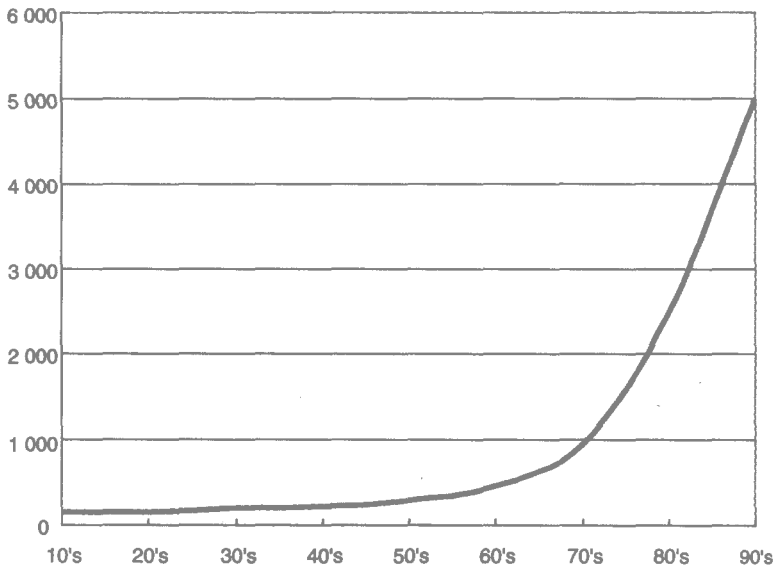
目前全球估计大约有 8 000 多家风险投资公司，其中美国约有 5 000 家。20—30 年代美国只有约 200 家风险投资公

司，到了 70 年代发展到 900 家左右。80—90 年代由于信息技术的发展和互联网的诞生推动了风险投资业迅速发展，到 90 年代末发展到 5 000 家左右。80 年代每年平均增加 15 家风险投资公司，90 年代每年平均以 25 家的速度增长（见图表 3）。

图表 3

美国风险投资公司的发展

单位：个

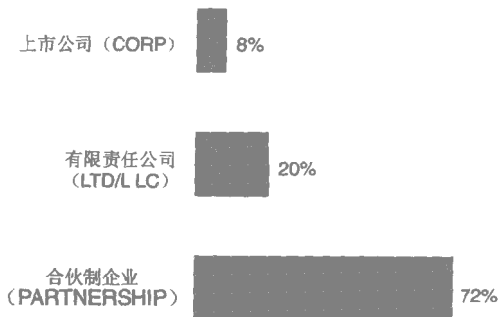


©2001 ChinaVCP.com

根据对美国 591 家风险投资公司的研究发现：72% 为合伙企业（Partnership），20% 为有限责任公司（LTD 和 LLC），8% 为上市公司（Corporation）。同时对全球 664 家风险投资公

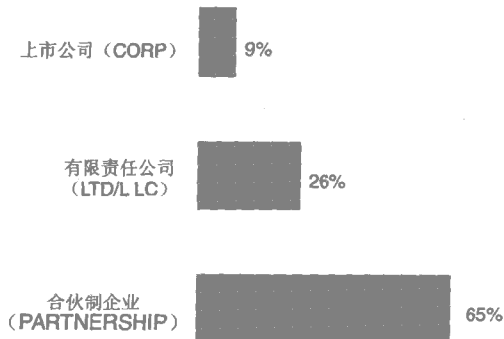
司的研究发现：65%为合伙制企业，26%为有限责任公司，9%为上市公司。由此可见合伙制是风险投资公司组织结构的主流（见图表 4 和 5）。

图表 4 美国风险投资公司的分类（组织结构）公司总数：591家



©2001 ChinaVCP.com

图表 5 全球风险投资公司的分类（组织结构）公司总数：664家



©2001 ChinaVCP.com

在美国合伙制企业分两种：一般合伙制企业（**General Partnership**）和有限合伙制企业（**Limited Partnership**）。合伙制企业由合伙协议通过合法途径创建。一般合伙制企业类似中国的合伙制企业，由合伙协议通过合法途径创建，其所有合伙人均为一般合伙人（**General Partner**），为无限责任。有限合伙制企业也由合伙协议合法创建，但是其中至少有一合伙人为一般合伙人，其余合伙人可为有限合伙人（**Limited Partner**）。一般合伙人为无限责任，有限合伙人为有限责任。美国法律规定：一般合伙人至少有 25 万美元的净资产或 10% 的有限合伙企业的注册资金（两者取小的）<sup>①</sup>。风险投资公司采取合伙制，其重要原因是享有优惠的税收政策。有限合伙人是合伙制企业的投资者，他们只对其所投入的资金负有限责任，通常不参与日常管理活动。一个投资决策通常要经所有一般合伙人一致同意方能决定，除非合伙协议已事先规定了个别一般合伙人享有独立的决定权。国际上，一般合伙人和有限合伙人可以由个人、企业或其他机构担任。目前中国现行的企业法还不允许建立有限合伙制企业。

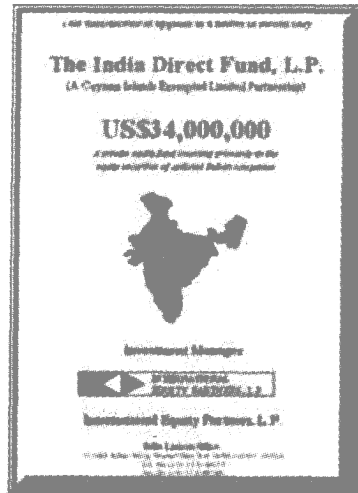
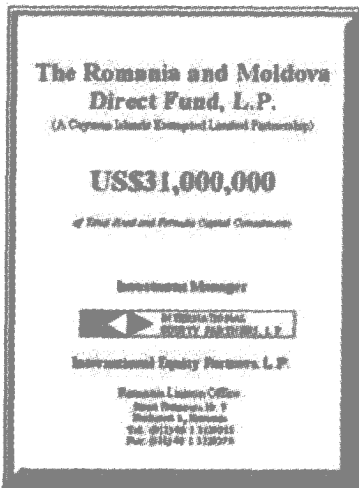
在美国几乎所有风险资金是由风险投资公司、投资银行和大企业牵头，主要以私募形式创建风险投资有限合伙资金公司，其投资者即有限合伙人包括：养老金机构、保险机构、银行、企业、基金会和私人投资者等。这些有限合伙资金由这些专业的风险投资公司和隶属于这些投资银行以及企业的专业风险投资机构进行管理和投资。

为了建立风险投资合伙资金，发起机构需要向投资者提供

<sup>①</sup> Howard H. Stevenson, Michael J. Roberts, H. Irving Grousbeck 著：《企业风险与创业家》第四版，第 458 页，McGraw-Hill 出版社。

招募说明书 ( Prospectus)。在招募说明书里对建立目的、有限合伙资金年限、投资方向 (行业、地区、投资阶段等)、管理方式、管理费用、一般合伙人报酬、风险和回报等予以规定。因此, 每个风险资金都是有针对性的。创业者或企业在寻求风险资金的时候对该风险资金的概况要有所了解, 以便有的放矢。

有限合伙制企业注册样本:



#### 四、风险资金的来源渠道

全球风险资金的投资者有机构投资者、私人投资者和大