

第一章 风险投资热潮

20 世纪的最后 10 年，人类跨入了一个新的纪元——知识经济时代。与工业时代不同，知识经济时代决定经济增长的已经不是原材料、劳动力和资本的简单要素投入，而是知识要素、信息要素、科学技术要素和高素质人才资源。20 世纪 80 年代之前，全球各国为争夺领土绞尽脑汁，展开了不计其数的明争暗斗，甚至不惜引发世界大战。传统资源曾经占据了各国经济增长的主导地位，70 年代的石油危机使全球大部分国家的经济陷入二战以来最大的经济危机就是最好的明证。然而现在全球的争夺焦点开始转移到信息、知识、科技以及人才方面。谁能占领这些方面的先机，谁就主导了未来 21 世纪的地球。

从 20 世纪 90 年代的发展来看，美国明显是全球经济的“领头羊”。曾在七八十年代在日本、西欧、亚洲以及拉美新兴国家和地区经济迅速增长势头中显得黯然失色的美国经济，进入 90 年代突然焕发出耀眼的光芒，其经济增长的态势令其他国家惊愕不已。美国经济之所以重振昔日雄风，最大原因就是它在信息科技、人才、知识等关键要素方面处于领先地位，并且还拥有独特的体制和实践将这些要素有效、迅捷地转化为生产力。美国拥有技术优势，提供了迅速增长的机遇；它有一大批有胆识、有才干的人才，能抓住这些机遇，将这些机遇转化为具体的产品、服务以及企业载体；更重要的是，它拥有为这些企业提供商业化资金的风险投资，从而使这些关键要素能转化为经济增长和生活水平的提高。如果没有风险投资，就没有诸如数字设备公司、苹果电脑、英特

尔、网景以及雅虎等一系列处于世界信息技术前沿的公司，也没有美国 90 年代连续 9 年高速增长的经济。我们看看以下的例子：

1976 年生产个人电脑的美国苹果电脑公司得到风险投资家马古拉的帮助 得到 60 万美元风险资本。1977 年就生产出新型电脑，销售额为 250 万美元。1982 年苹果电脑公司的销售总额达到 5.83 亿美元，成为财富 500 强企业之一。1980 年苹果电脑上市，至今苹果电脑依然在全球电脑市场中占据独特的地位。

1976 年 7 月 Genentech 生物医药公司由风险投资家罗伯特斯旺森和生物学家伯伊创立。1977 年 Genentech 在微器官里生产出第一个人造蛋白质。1980 年 Genentech 上市 筹集到 3500 万美元 其股价从开盘的每股 35 美元在不到一个小时内上涨到 88 美元 令所有股民欣喜不已。

网景公司于 1994 年 4 月以 400 万美元起家 得到 1700 万风险资本。1995 年 8 月网景公司在 NASDAQ 上市 每股股价飙升到 56 美元，使这家没有任何赢利的企业的市场价值达到 20 亿美元。1998 年 11 月网景被美国在线 AOL 公司以 42.1 亿美元收购。

看到风险投资在美国经济和企业中所起的化“腐朽”为神奇的作用后，各国纷纷开始效仿美国的风险投资业。从 80 年代起，其他国家开始致力于发展风险投资，试图将美国本土的成功移植到自己国家，希望即使不能成为世界经济和科技强国，至少也能在日益激烈的科技竞争和经济竞赛中不落人后。欧洲大陆是继美国之后风险投资的第二大热土。英国、法国、德国相继制定各种政策措施，鼓励风险投资的发展。其他国家和地区如日本、台湾、以色列等也不甘落后，设立了自己的风险投资体系。风险资本已经成为全球万众瞩目的焦点。

表 1-1

全球风险投资情况列表

(单位:百万美元)

国家	现有管理的总风险投资额度
澳大利亚	54
奥地利	0.4
比利时	8
加拿大	182

续表

国家	现有管理的总风险投资额度
丹麦	4
芬兰	1
法国	35
德国	116
爱尔兰	1
以色列	550
意大利	60
日本	11
荷兰	100
新西兰	1
挪威	7
葡萄牙	9
西班牙	24
瑞典	9
瑞士	1
英国	36
美国	3651

资料来源：简和威尔石的统计数据。

在表 1-1 中，美国以外国家的风险投资额度只局限于面向早期企业的风险投资基金的管理资金额，只有这类基金的投资方向和结构类似于美国的风险投资基金。澳大利亚和新西兰的数据是 1994 年的预测数据。以色列是 1995 年的预测。葡萄牙是 1994 年的实际数据。表内所有的数目都是以当年美元的百万单位计算。

第一节 风险投资概念

风险投资是英文 Venture Capital 的一种中文翻译。Venture Capital 在中文中并没有一个对等的词语。诸如风险投资、创业投资、科技融资等翻译都只能片面反映该词的含义，而不能反映它的全貌。风险投资一词指出了 Venture Capital 是一种面向企业的融资方式，比传统的企业融资，例如银行贷款、贸易融资、保理等方法隐含更大的风险以及更大的收益，比较准确地反映了其“高风险、高收益”的特性，但是却容易被人误解为纯粹面向高风险区域的投资，包括股票、债券、期权、期货或金融衍生工具的投资。创业投资顾名思义是对刚创立的或即将创建的企业的融资。创业投资固然是 Venture Capital 的重要组成部分，但是创业投资只是表示了 Venture Capital 的一种类型，而没有说明 Venture Capital 同样提供资金给处于发展阶段的、扩张阶段的甚至进行并购的企业。还有一种认为 Venture Capital 是专门面向高科技的投资的理解也是以偏盖全。Venture Capital 较多投入高科技行业，但是它涵盖的领域远远不局限于高科技领域。除了电子通讯、计算机、生物医药等高科技产业外，风险资本还进入零售流通领域、消费领域及服务领域等等。美国最成功的风险投资企业之一——联邦快递公司是提供邮件快递服务的服务性企业，并非是一家高科技企业。Venture Capital 并不等于高科技投资。既然我们找不到中文的对等词语，我们可以采用音译法翻译 Venture Capital 创造出一个全新的词汇，正如我们将 Internet 音译为因特网，而不是互联网一样（虽然我认为后者远远好过前者）。不过让语言学家去确定它的合适翻译吧！

Venture Capital 在英语语法上是个多义词。它首先被用作名词表明个人、家族或公司提供的某种资本类别。这种资本类别虽然也以资金的形式注入被投资企业，但是却与其他资金形式，如银行贷款、证券融资、贸易融资等形式有很大不同。这种资金形式比其他资金形式要昂贵，因为它包含了深层的人力因素和知识因素。其次，它还代表一种活动，即对这种资本的投资与管理以及资本的回收这样一个循环往复

的过程。在这个过程中，人是关键的因素，特别是投资管理者以及企业家。投资管理者基本上是经验丰富的专业人士，在融资、经商和企业管理方面都有杰出的才能。投资管理者积极介入被投资企业的经营活动中，发掘企业的内在潜力，并分享企业的成功。

当然，Venture Capital 最广泛地被用来代表一种资本以及这种资本的投资过程。在这一点上，业内人士对 Venture Capital 一直没有一个约定俗成的定义。在英国和欧洲大陆，风险投资（本书将一直使用风险投资来代表 Venture Capital。因为风险投资是出现率最高的代表词汇，而且一旦成为中国业界标准，那么无论它与英文原义是否有偏差，也无关系要）是指对未上市私人公司的股权投资，其类型涵盖范围从小规模的创业性投资到大规模的管理收购或杠杆收购，而且面向发展型企业的融资或并购活动的风险投资占据绝大多数份额。在美国，风险投资的含义则有相当不同。美国是现代意义上的风险投资的发源地，也是风险投资业最兴旺、最成功的国家。在风险投资几十年的历程中，它的含义一直在变化中。其最初的含义与现在的实践有了很大的不同。让我们首先回顾一下风险投资的公认创始人——美国风险投资家多里奥将军（General Doriot）的观点。他和其他人一起创办了第一家现代意义上的风险投资公司——美国研究开发公司（American Research & Development）。在公司的投资决策中，他认为满足以下条件的投资才能得到他们的考虑：(1)涉及新技术、新营销概念、新产品应用的可能性；(2)投资者或投资中介机构在被投资企业中占据很大份额的股权；(3)企业领导者必须有超常的才干和凝聚力；(4)企业的产品或流程至少需经过早期的萌芽阶段，并且受到专利权、著作权、贸易秘密协定（当投资遇到企业信息有所有权时的协定）的保护；(5)被投资企业能在几年之后上市或者被整体收购；(6)风险投资家除了投入资金，还能在企业里起更大的作用。多里奥将军既是风险投资的发起人，也是最成功的风险投资家之一。他和法兰德斯创办的美国研究开发公司对数字设备公司的投资在 16 年中从最初的 7 万美元变成 3 亿多美元的回报，一直是人们津津乐道的话题。他对风险投资的贡献还在于他在哈佛商学院的教学中向学生灌输了他的理念，使其中许多人成为风险投资业的佼佼者。当然，现今风险投资的内涵已经有了许多改变，但是多里奥将军的分析仍然不失为一种极其精辟的定义。现在，业内人士一般把符合多里奥将军

六点标准的风险投资称为传统风险投资。

另外一个哈佛商学院教授乔舒亚·莱尔那把风险投资定义为专门面向私人持有，有高增长潜力企业的股权或半股权投资的资本群体。他指出了风险投资的几个特点：(1)风险投资是股权或与股权有关的投资；(2)风险投资是面向私人企业的投资；(3)风险投资是面向有增长潜力，能给投资者带来高回报的企业的投资。根据投资理论，伴随着未来高回报的是高于一般投资的风险，因此第三点同时也暗示了风险投资往往面临较高的风险。

乔舒亚教授的定义不仅包括了人们所熟悉的投向高科技成长型企业的传统风险投资，实际上还包括面向发展性企业和企业收购（包括杠杆收购和管理收购）的投资。并且我们发现美国风险投资的方向有偏向发展性企业和企业收购的趋势。因此，有人认为现代的风险投资更趋近“商业性投资”而不是传统意义上的风险投资。

无论是现代意义的，还是传统意义的风险投资和其他融资方式，如银行贷款、公开发行业债券和股票等，相比而言，风险投资是以私人股权方式从事面向企业的资本经营，并且以放弃资本的流动性为条件追求长期资本增值的投资方式。一般而言，风险投资应该具备以下几个性质：(1)私人股权投资或与股权有关的私人投资；(2)投资风险较高，投资期限较长，流动性较低，与此相对应的投资回报或股东权益比较高；(3)被投资企业的产品和服务必须有潜在的市场竞争优势；(4)投资的回报一般是资本的收益，而不是通过利息或分红来得到；(5)投资者或投资中介利用自己的才能和关系，增加了企业的价值，为了介入企业的经营，他们往往在企业董事会中享有关键的地位。

现在我们深入风险投资，具体来看看它所包括的主体和它的投资过程，以便对风险投资有全面、直观的了解。

第二节 风险投资主体

在美国，风险投资一般不采取直接投资的形式（资金所有者直接投资于企业）而使用中介，即所谓风险投资家或风险投资公司。因此，风

险投资涉及三大主体：投资者、风险投资公司以及被投资企业。

一、投资者

所谓投资者，就是将自有资金直接或间接投入风险企业的个人或机构。正式风险投资并不包括直接向风险企业投资的个人或被称为“天使 (angel)的人。除了他们，美国风险投资者一般有养老金基金、各大公司、保险公司、银行、各种捐助基金、个人以及外国投资者。自 70 年代以来，风险投资的数目大大增加。其中，养老金和捐赠基金投资份额的增加是最重要的因素。富裕家族和个人曾经是最大的投资群体，但现在却让位于养老金和捐赠基金。1975 年养老金和捐赠基金投资约占 11% 的风险资本，而到 1992 年他们中最大的机构已经占据了 54% 的投资额度。我们将在以后的章节中分析这种变化——投资机构化的倾向会对风险投资的走向有什么影响。这些投资者进入风险投资的目的各异，但是他们无疑都被风险投资所能提供的超过一般水平的高回报率所吸引，所以愿意付出较高的时间成本去等待成功的到来。风险投资的回报率各有不同，但是一般年回报率都在 15% ~ 30% 之间。克莱纳·帕金斯·考菲得·拜尔 (Kleiner Perkins Caufield & Byers, 以下简称 KPCB) 是一家位于硅谷的著名风险投资公司，自 1972 年成立以来它的年回报率高达 30% 以上。

1. 企业养老金

企业养老金从 80 年代早期开始介入风险投资业。在 1978 年以前，由于受到《雇员退休收入保障法》中有关法规的限制，养老金不能投资于风险投资业。企业养老金进行风险投资的理由基本是为了得到风险投资的高收益，并且他们相信风险投资领域和其他投资有相当大的非关联性，因此能使他们的投资组合更趋分散，更加能提高投资组合的收益。这也是《雇员退休保险安全法》规定他们不能进行有利于其附属母公司的业务的结果。企业养老金的风险投资采取中介方式，但也有些大的基金积极进行直接投资方面的尝试。一般风险投资公司非常欢迎企业养老金加入，因为他们的加盟无形中提高了风险投资公司的地位和信誉，而企业养老金也正利用中介公司的心理，在拟订投资合同时能压低中介公司的投资费用。企业养老金拥有经验丰富的人才为他们的投资进行咨询和管理，所以并不避讳风险投资领域潜

在的高风险。

2. 公共养老基金

公共养老基金进入风险投资业的时间更晚。但是在整个 80 年代他们的投资数量迅猛增加，并且取代了企业养老基金成为最大的投资集团。他们的投资目的也非常明确：获得高收益。不过有些情况下他们的投资是当地企业的压力所使。1991 年美国最大的 10 家公共养老基金的总风险投资额度达到 323 亿美元，而同期最大的 10 家企业养老基金的总额度只有 213 亿美元。公共养老基金拥有的人才较少，无法管理过多投资项目，再加上它不能持有任何一家风险投资公司超过 10% 以上的股权，所以他们单个投资的规模都比较庞大，而且也倾向于投资大规模的风险投资公司。

3. 基金和捐赠组织

基金和捐赠组织是风险投资最早的投资者之一。大学、学院的基金和捐赠基金的许多投资都面向学校中的研究项目和成果。由于他们的信息比较秘密，不对外公开，所以我们对他们的情况不太了解。

4. 金融机构

在美国，包括银行、保险公司和投资银行在内的各种金融机构都涉及风险投资业。银行对商业企业的股权投资受到限制，所以许多银行设立了独立的控股公司。银行是风险投资的早期投资者之一。银行介入的方式有两种：成立小企业投资公司 (SBICS) 进行直接投资，或者成立独立的子公司向风险投资公司投资。银行介入风险投资业的目的与养老基金不同，他们主要是为了将风险投资和商业银行其他的业务产品结合起来，获得规模效益。银行一方面从对中小企业的贷款中寻找合适的风险投资对象，另一方面又可以将接受其风险投资的企业发展成银行未来各种业务的客户，可谓一举两得。银行的小企业投资公司能持有被投资企业多达 50% 的股权，而子公司最多只能持有 5% 的选票股权 (或 25% 的非选票股权)。银行控股的小企业投资公司是整个美国小企业投资公司群体中最成功的，因为这些公司一般有较多的融资经验和人才，而且因为资金来自控股银行，所以不必担心未来还贷的问题。银行一般倾向于投资后期企业融资或者杠杆收购。

保险公司主要由于参与其客户的私人发行债券的活动而介入风险投资市场的。保险公司经常从客户手中购买有股权性质的债券，为这

些客户融资。保险公司还为垃圾债券市场出现之前的一些杠杆收购提供融资。此后，随着他们经验的丰富，他们开始积极介入风险投资行业。他们一般投资于专业风险投资公司，不进行直接投资。而且他们的资本一般主要参与对发展型企业的融资

投资银行通过他们自己参与创立的风险投资公司进行风险投资。在这种风险投资公司中投资银行一般起资本管理人的作用，而不是一般的投资者。他们的目的是为了将风险投资活动和其他投资银行业务结合起来以获得规模经济效益。因此投资银行一般介入后期的企业运作以及管理收购和杠杆收购业务，以便能为企业提供股票发行业务、并购，以及未来的银行贷款、贸易融资等一系列银行业务。

5. 企业

企业也是风险投资的积极参与者。与金融机构一样，大企业建立起独立的子公司经营风险投资业务。不过，大企业的投资导向一般是早期的企业或创业企业，以符合大企业的竞争和战略目标。他们的风险投资的目的是为了利用中小企业在高科技创新方面的优势，或者通过小企业的产品扩大他们自己的主流产品，或者是消灭潜在的竞争对手等等。所以大企业风险投资中有四分之三投向医药和卫生保健、工业产品和化学产品、电子工业以及通讯工业等新兴产业。企业进行的风险投资大多是战略性的，因此也被称为战略投资者。

6. 个人和家庭

个人和家庭一直在风险投资领域中占有极其重要的地位。个人和家庭是风险投资业中最古老的投资者。除了有投资传统的富裕家族外，个人也是积极的风险投资者。据统计，美国现有 200 万个人的净资产超过 100 万美元。这些百万富翁中绝大多数是经过自己努力而致富的成功人士。他们一般有非常丰富的行业经验和企业经验。这些人和家族也是被该行业较高的回报所吸引。不过他们有较持久的耐心，更加适合风险投资这种流动性较差的行业。而且他们似乎更加愿意资助第一次成立的风险投资公司。个人和家庭投资者一般被称作“天使”，他们的风险投资被称为非正式风险投资。据估计，美国非正式风险投资市场中大约有 25 万名“天使”每年投资 100 ~ 200 亿美元资助 3 万家企业。在这些“天使”中，微软前任首席执行官比尔·盖茨是天字第一号“天使”。盖茨现在以个人名义资助了几个生物工程方面的小企业。

二、风险投资公司

风险投资公司是整个风险投资过程的核心，也是风险投资区别于其他公司融资类别的最重要因素。对风险投资公司的称呼有许多：或风险投资家，或风险投资基金或有限合伙公司。在这里首先必须澄清这些概念。风险投资家是指从事连接投资者与被投资企业的风险投资中介服务的个人或机构。风险投资家指个人时，既包括中介机构中的高级管理人员，也包括利用自有资金为被投资企业提供资金以及其他相关服务的“天使”。风险投资家指机构时，可以等同于风险投资公司。风险投资公司可以采取公司的组织形式，但是更多的使用合伙制的形式。典型的风险投资公司由 6~12 位资深高级合伙人以及一些助手组成。他们向投资者融资，并且将融到的资本投入到经过严格审定的企业之中，以获得高额资本收益。风险投资基金是风险投资公司中全部或部分合伙人筹集的基金。一般合伙人筹集一定量资本规模的基金，一旦达到预定数量，一般合伙人就结束融资。基金普遍采用有限合伙制的组织形式。有限合伙制由两个部分组成：一般合伙人和有限合伙人。有限合伙人指投资人，他们提供 99% 的资金，得到大部分的投资收益，但是他们对公司或基金的管理只享有有限的权力，而且由于税收以及管制方面的原因，一般不介入日常管理之中。风险投资管理公司一般是基金的一般合伙人，他们发起基金，筹集资金，进行投资管理，并且分享投资的回报。他们一般投入约 1% 的自有资金，获得 15%~25% 的附带权益，并且每年可以得到相当于总投资额度的 2%~3% 作为管理酬金。一般合伙人就是所谓的风险投资家，通过自己的才能、关系和经验进行管理和监督。以有限合伙性质组建的风险投资基金有固定的时限，一般为 10 年。

风险投资公司可以管理一个以上的风险投资基金，各基金的管理分离，有自己的有限和一般合伙人，这些基金可以有不同的投资策略和投资方向。各基金的投资策略和方向取决于风险投资公司的战略和投资导向。风险投资公司首先筹集第一个风险基金，然后在基金运作几年后筹备一个新的基金，使他们能够继续原先的投资，并且抓住新的投资机遇。成功的风险投资公司在 10~15 年的时间内会筹集六七个风险基金，这种现象非常普遍。风险投资公司是整个风险投资过程的桥

梁和关键因素。风险投资家或公司利用自己具备的杰出才能、丰富经验和广泛联系，广泛介入被投资企业，积极参与各种活动，开发企业潜在优势。风险投资公司的最大作用并不是提供资金，而是提供他们的价值增值作用。这也是为什么被投资企业愿意用较高代价寻找风险投资的关键因素。理想的风险投资家应该是具备各种素质的精英。他们既了解企业管理的方方面面，又掌握相关领域的技术知识和发展动态，而且还熟知投资的运作和技巧。衡量一个风险投资公司的重要标准就是看该公司成员的背景和业绩以及相关信誉。

除了有限合伙制，风险投资公司还采取其他组织形式组建风险投资基金，例如有限责任合伙制，或者有限责任公司等等。这些组织形式在负债、税收以及管理责任方面各有千秋。不过有限合伙制是最流行的基金组织形式。

根据公司的资金来源，风险投资公司可以分为独立的私人投资公司、附属于公司或金融机构的风险投资公司以及小企业投资公司。

1. 独立的私人投资公司是数个专业人士组建的投资公司。投资公司自己筹集资金，然后将资金投入风险企业，进行投资和管理。独立的私人投资公司一般采取有限合伙制的组织形式，出资人为有限合伙人，投资公司的专家为一般合伙人。合伙人之间就具体的利益分配、投资方向、投资手段、投资收益等制定详细的合同，约束双方。这种投资公司由于专业力量强大，有明晰的激励机制和约束机制，同时投资家有充分的自由进行投资，所以是风险投资中介中最多、最成功的中介方式。我们所提到的风险投资家大多是指这类公司。美国第一家独立的私人风险投资公司是 1946 年成立的美国研究与发展公司。该公司的创立被视为美国正式风险投资业成立的标志。

2. 附属于企业的风险投资公司被认为至少与独立的私人投资公司一样成功（局限于那些与企业的战略目标相同的公司）。企业的风险投资公司与独立的风险投资公司在人员的配备以及投资目的上比较相似。不过企业的风险投资公司的组织结构和激励机制则有很大不同：大多数企业的风险投资公司都是企业的子公司，提供的管理人员工资中与业绩挂钩的成份较少，因此它们在选择或者监管投资的过程会有一定程度的扭曲，基金也不能提供稳定的投资。不过由于企业的风险投资基金可以充分利用企业相关业务的信息，以及人才，能够与企业产

生互补，其资本可以由企业内部解决，因此部分或全部抵销了他们在组织结构、激励机制方面的不足。企业创建风险投资子公司的时间是在 60 年代中期，比美国研究与发展公司晚了 20 年左右。

3. 银行、保险公司也成立自己的风险投资公司，进行风险投资。许多银行附属的基金保留了独立的私人风险投资公司采取的合伙人结构，受到银行的束缚较少，不过投资者得到的利润份额相对较小。金融机构自己的风险投资公司进行的业务大部分是以发展型企业、并购、收购为主，可以达到规模经济的效应，对早期的风险投资，虽然预期的资本收益高，但是由于他们缺少这方面的经验，所以宁愿委托相关的独立私人风险投资公司进行投资。

4. 小企业投资公司 (Small Business Investment Company) 是根据美国小企业法规定而成立的投资公司。小企业投资公司与前三种中介形式的最大区别在于它们得到美国政府的支持和补贴，政府实际上分担了风险投资过程中的高风险，使小企业投资公司愿意将资金以贷款或债务的形式投入小型企业或高科技企业之中。

无论风险投资公司或基金采取何种组织形式，他们都和企业紧密合伙，为他们筹集资金，进行管理，并最终获利。他们是积极的“教练”和“拉拉队”为企业加油。

三、风险企业

风险资本是非常昂贵的公司融资方式。风险投资家涉足的往往是那些有非常大的风险，但是同时能提供预期高利润的企业。企业所在的行业必须能提供未来的高速增长，因此夕阳产业的企业往往不是风险投资的投资对象，那些新兴高科技产业因其未来巨大的市场和需求成为风险资本追逐的对象。从美国风险投资的历程中，可以发现风险资本追逐的焦点一直是最新的高科技行业。此外，寻求风险投资的企业并且能最终取得成功的通常是能够提供革命性、创新性的产品，甚至是改变全球人类的新事物。这种企业中，管理人的目标不是生存，而是抓住任何机会进行有利可图的增长，并且最终为投资者提供丰厚的回报。所以普通的“生活型”企业不是风险投资的标的物。只有“偏执狂”才能得到风险投资家的青睐。

寻求风险投资的企业大多有许多无形资产（如新商业概念、新的营

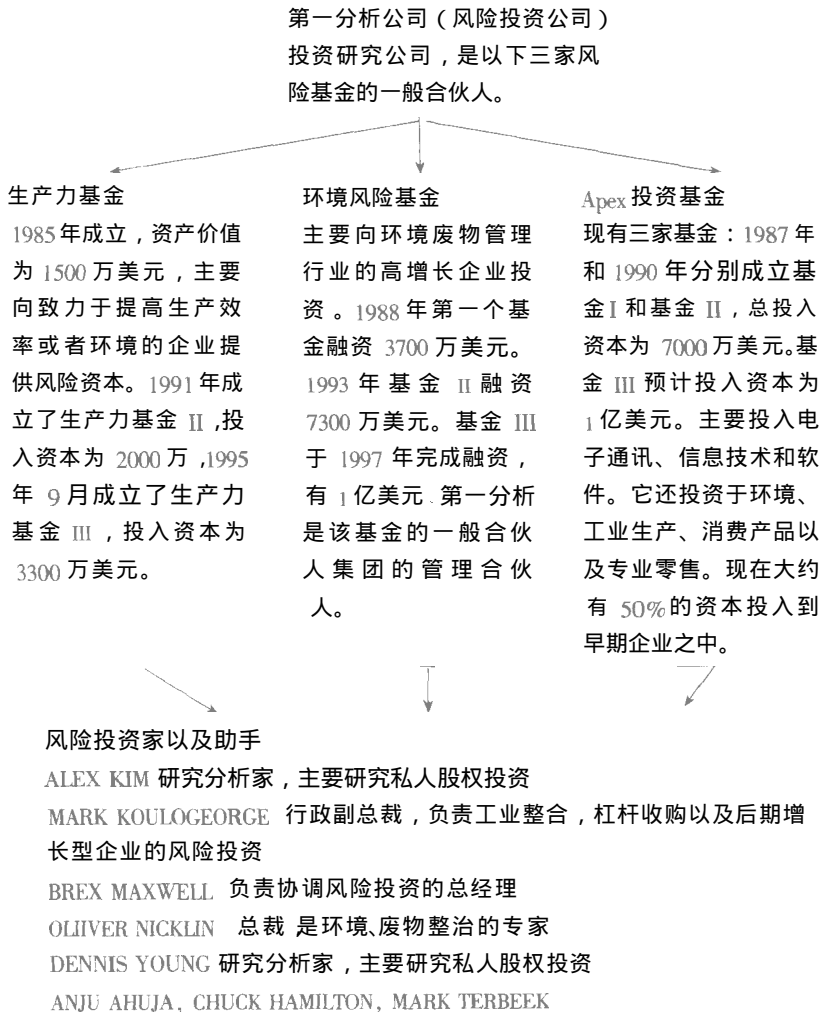


图 1-1 风险投资公司结构示意图（以第一分析公司为例）

销方法 新的科技突破等等)收入可能呈负 而且未来的前景非常不确定。这些企业一般有极高的资金需求，但是往往因为以下原因而不能得到银行贷款或其他债务融资，从而不得不寻求风险投资。（1）由于企业的产品或服务前景不明朗，所以风险很大；（2）企业没有足够的抵押

品作为其融资的担保；(3) 由于企业是私人企业，所以信息透明度很低，投资者面临严重的信息不对称问题。由于这三点，这些企业被排斥在银行贷款和债务融资之外。而风险投资因其独特的投资机制和工具，具备向这些企业投资并获取高额利润的能力。但是这些企业中能够成功得到风险资本的非常少，因为风险投资业所瞄准的是有极高增长潜力的企业，而不是一般性质的家庭式企业或中庸企业。这些企业拥有的产品或服务是能够改变行业或者创造出新产业的，有极大垄断性的企业。就创业企业而言，能够得到风险资本的一般不到 1%。

根据这些企业获得资本时的发展阶段，我们可以把企业分为不同类别。

1. 种子企业 (seed)

种子企业主要是那些处于产品开发阶段的企业。由于这类企业甚至在很长一段时期内（一年以上）都难以提供具有商业前景的产品，所以投资风险极大。对“种子资本”具有强烈需求的往往是一些高科技公司，如生物技术公司。它们在产品明确成型和得到市场认可前的数年里，便需要定期注入资金，以支持其研究和开发。由于这种投资面临许多方面的不确定因素，所以风险很高，但是一旦成功，回报可能非常可观。

2. 开创型企业 (start-ups)

一旦当一个公司拥有了确定的产品，并具有了较明确的市场前景后，由于资金短缺，企业便可寻求“导入资本”以支持企业的产品中试和市场试销等。但是技术风险和市场风险同样存在。而且从交易成本（包括法律咨询成本、会计成本等）角度考虑，投资较大公司比投资较小公司更具有投资的规模效应。小公司抵御市场风险的能力相对较弱，因此企业要想激发风险投资家的投资热情，除了本身达到一定的规模外，对导入资本的需求也应该达到相应的额度。导入资本同样是流动性的长期资本，一般投资者或投资公司需花三到五年时间使企业成功上市或被收购。种子企业和开创型企业所需的资本往往流动性很低，时间跨度较大，而且所需资金较小，因此他们往往寻找同样以小型开创型企业为目标的投资公司。有鉴于投资的高风险和低流动性，投资公司一般要求很高的回报。风险投资公司要求每年 35% ~ 75% 的折扣率。

3. 发展企业 (development)

就量而言，能够发挥更大作用的是用于企业扩张期的“发展资本”。这种形式的投资在欧洲已成为风险投资业的主要部分。在美国发展资本的比例也迅速增加。尽管该阶段的风险投资的回报并不太高，但对于风险投资家而言，却具有很大的吸引力，原因就在于所投资的风险企业已经进入成熟期，包括市场风险、技术风险和管理风险在内的各种风险已经人人降低，企业能够提供一个相对稳定和可预见性的现金流，而且，企业管理层也具备良好的业绩记录，可以减少风险投资家对风险企业的介入所带来的成本。发展资本投资大大增加的另外一个重要原因是发展中的企业规模较大，对资金的需求也相应较高，因此受到养老金等大机构投资者的青睐。在美国投向发展企业的风险资本从 200 万到 500 万美元不等。而且发展企业更接近股票发行或收购，所以资本预期回报时间较短，风险投资公司要求的折扣率低于上面两类，大约在 40%左右。

4. 杠杆收购或管理收购 (LBO/MBO)

风险资本还投向并购市场。一般适用于较为成熟的、规模较大和具有巨大市场潜力的企业。被收购的企业有时可能濒临倒闭，但是如果企业本身拥有相当大的发展潜力，完全可以通过管理变动等手段使企业起死回生，也可以得到风险投资家的青睐。收购方通过融入风险资本，来并购目标公司的产权。以管理层并购 (MBO/MBI) 为例，由于风险资本的介入，并购所产生的营运协力效果 (指并购后反映在营运现金流量上的效果) 也就更加明显。目前，MBO 和 MBI 所涉及的风险资本数额越来越大，在美国杠杆收购或管理收购已经越来越受到大型风险投资基金的欢迎，但是必须指出这种形式已经和多里奥将军指出的传统风险投资类型有了巨大的偏差。

风险投资过程涉及三个主体各有功能和作用，它们相互作用，形成了一个不断扩大和变化的投资循环，为风险资金、人才和经验的再循环创造了载体。

第三节 风险投资过程

那么这三个主体是如何相互作用，创造出巨大的推动力和催化能量，从而孕育了一个又一个成功的企业和企业家呢？

风险投资的过程实际是一个非常复杂的过程。每个投资过程都有其不同的特点，不能硬套到一个简单的模式中。以下的描述将尽可能找出投资过程的一些共性，以使大家有一个大致的、粗略的了解。

在整个风险投资过程中，风险投资家一直处于中心地位。他们为企业家提供创业和发展必需的风险资金，推动企业的发展，为他们、企业乃至整个社会创造价值。风险投资与其他企业融资类别最大的不同之处在于风险投资家不仅投入企业必需的资金，而且还在许多方面加以援手进行价值增值作用如发现并评估商业机遇，包括对管理、市场以及发展战略的评价；监督并指导企业运营；提供技术和协助；吸引额外资本、管理者、董事、供应商、销售商乃至股票承销商等等正因为如此，风险投资能够发现并充分利用高科技带来的巨大潜力是风险投资创造了美国 60 年代的半导体工业，70 年代的微处理器工业，80 年代的生物技术和通讯工业，以及 90 年代蓬勃兴起的网络工业。图 1-2 表现了风险投资家在整个过程中所起的关键作用。

风险投资过程就像一个循环。循环的开端是风险投资家进行融资成立合伙公司或基金与投资者就具体管理、报酬、投资方向等意向达成协议。然后合伙公司挑选合适的企业（如网络、通讯、计算机、生物技术、能源或材料等）进行投资，对它的经营提供咨询并进行监督。随后风险投资家通过企业发行股票、进行并购，或者清产等退出该轮过程。投资者得到资本收益，企业得到发展和壮大。然后，风险投资家将进行新一轮的融资—投资—退出的过程。在这种循环往复的运作中，自然界的‘适者生存’理论不断起作用，将不能满足风险投资需求的投资者、风险投资家以及企业逐渐淘汰。同时有真正投资价值的企业将得到长期的、流动性低的风险资本以及风险投资家的价值增值作用。在上一轮取得成功的投资者获得丰厚回报后，将愿意把更多的资金投入风险

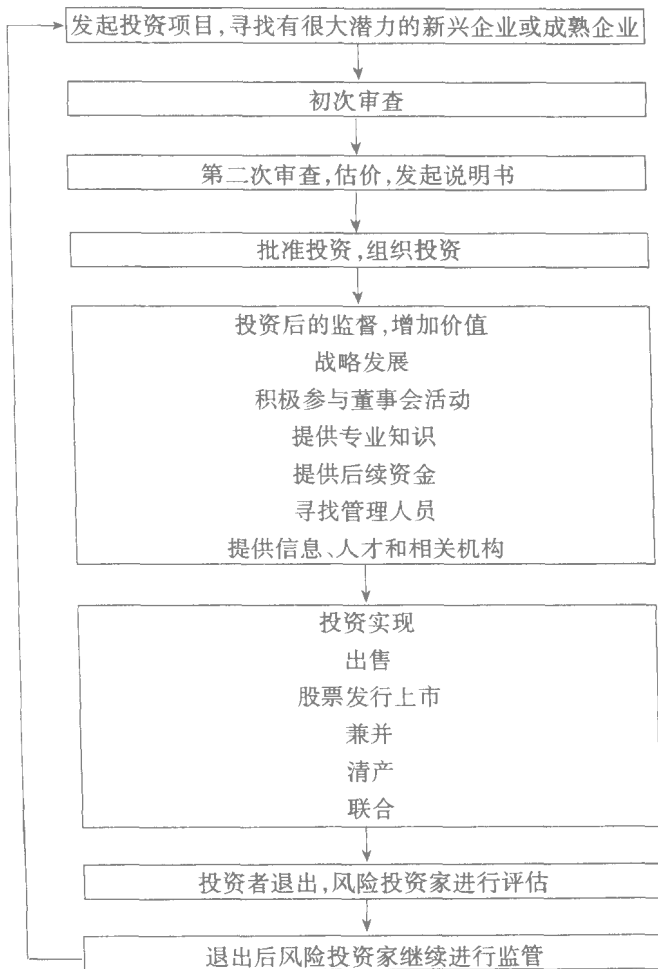


图 1-2 风险投资过程

投资领域, 分享新的投资收益。而且他们将更有耐心等待, 对需要长期资金投入的企业非常有利。风险投资家通过成功的投资行为证明了自己的能力后, 逐渐建立了信誉, 能更加容易发起新一轮投资, 发挥他们杰出的管理才能。同时企业家不仅将自己的理想付诸实施, 而且也能够更容易得到下一轮融资, 继续发挥他们的技术和才华。这样, 投资者、风险投资家以及企业积累的经验越来越丰富, 技巧和能力日趋成