

1

第一章

导论



风险投资起源于二战后的美国。1946年“美国研究与发展公司”的成立标志着风险投资正式登上历史舞台，其后，风险投资以其强大的生命力迅速在世界各国蔓延、壮大，有力地推动了世界高新技术产业的发展。我国的风险投资始于20世纪80年代中期，其实践过程基本同步于我国改革开放和向社会主义市场经济体制转型的步伐，因而风险投资的发展既得益于改革与发展的春风，也受制于转型期市场机制不全的制约。经过十多年艰难跋涉，风险投资已有了可喜进步，但还难以担当加速发展高新技术产业与实施“科教兴国”战略的重任。党的十五届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十个五年计划的建议》和九届全国人大四次会议通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》，都正式提出把建立风险投资机制作为促进科技进步与创新的重要举措，这表明党和国家已把发展风险投资提到了应有的战略高度，也昭示着一个发展风险投资的新的机遇正式来临。

第一节 风险投资的战略价值

本书将“中国资本市场中的风险投资”作为研究对象，主要基于如下三点：

其一，不同的国情，其风险投资发展模式不尽相同。风险投资之所以能在美国等一些国家获得成功，一个重要

的原因就是这些国家通过长期的摸索，已经逐步形成了适合本国国情的风险投资发展模式。我国风险投资起步晚，还远未建立起适应本国国情的发展模式，国内对这一问题的研究也还不够深入、系统。因此，从我国风险投资实践的角度看，加强有中国特色的风险投资问题的研究，具有重要的现实意义。

其二，从表面上看，风险投资是一种投资行为，但实质上，它的内涵已远远超出投资的范畴。风险投资实质上是一种特殊的资本经营行为。其经营过程主要包括资本的筹集、资本的管理和资本的退出三个环节。风险投资机构筹集的是长期资金（超过 1 年），向风险企业投入的是权益资本，追求的不是风险企业的基本收益，而是从股权退出中获得的差价收益（流动增值）。本书将风险投资纳入资本市场中进行研究正是基于风险投资的资本经营特点考虑的。况且，风险投资本身就是资本市场大家族中的一员，其发展与资本市场的有效支持密不可分。我国风险投资到目前为止，规模不够，机制不全，应该说其中一个重要原因是我国的资本市场正处于初期发展阶段，资本市场的规模、规范程度还不能支撑起风险投资。对此，有必要将我国风险投资的发展纳入资本市场大系统中统筹考虑和研究，以促进资本市场与风险投资的互通联动，确保资本市场对风险投资的有效支持。

其三，综观世界特别是美国风险投资业的发展，我们可以看出，风险投资业的发展并不是一帆风顺的，风险投资运行机理和市场架构的形成经历了长时期的艰难探索、不断修正和完善过程。美国风险投资之所以成功，除了其

具备丰富的私人权益资本来源外，主要是得益于长期以来美国政府在完善风险投资运行机理和市场建设方面采取的一系列重要措施。因此，一国要发展自己的风险投资业，应当将运行机理、市场环境的建设放在首要位置。这正是本书研究中突出运行机理、市场建设的缘由所在。

以上主要从狭义的角度叙述了该研究的目的。如果从广义的角度，也就是说，如果将研究的目的与我国经济、科技发展现实需求结合起来考虑，则社会经济意义和战略价值更为深远。

(1) 发展风险投资有利于技术、资金、人才等要素的优化配置

风险投资是指将资金投向具有巨大增长潜力但同时在技术、市场等各方面存在较大风险的高新技术产业，以促进金融、产业、科技相结合的一种投资行为。由于风险投资主要投向经济科技发展的最前沿——高新技术及其产业化领域，它使高新技术与产业联姻成为可能，从而有效推进高新技术的产业化与产业的高新技术化，促进产业结构升级。同时，风险投资作为一种权益投资，在投入资金之外，更注重的是提供先进的管理资源、丰富的行业经验、广泛的市场服务，以帮助风险企业在市场上获得成功，实现资产增值，从而真正担当起融合资本、管理、市场和高新技术的重任，有效架起技术、人才、资金诸要素的“互联网”。因此，发展风险投资的意义并不完全在于解决高新技术产业化的资金梗阻，而更重要的是在于构造高新技术、产业与资本的融通机制，促进科技与经济的深层结合与协调发展。

(2) 发展风险投资有利于抢占科技制高点

我们正处于大变革、大发展的重要时期，国际国内新形势既给予了发展高新技术产业的大好机遇，也赋予了发展高新技术产业新的时代要求和历史使命。发展高新技术产业，对内是社会经济发展的需要，是产业结构优化升级的需要；对外是维护国家经济安全和增强国际竞争力的需要。诚然，发展高新技术，实现产业化，需要大量投入，但是，高新技术产业化的速度与规模，并不完全取决于投入资金的速度与规模，而在于是否存在与高新技术产业化相适应的投融资机制。西欧诸国在高新技术产业方面投入不少，尤其是实施“尤里卡”计划以来，其投入力度空前，但高新技术产业化的效果远不及美国，主要原因就是当时的西欧在建立与高新技术产业化相适应的投融资机制方面滞后美国。用英国前首相撒切尔夫人的话讲，是风险投资落后美国十年所致。而美国的硅谷之所以能成为美国高新技术产业的摇篮，并不是因为它是高等院校、科研院所的云集地（事实上世界不少国家和地区的高新技术园区在这一点上并不逊于硅谷），而主要是因为它是美国风险投资的大本营。风险投资是高新技术产业的“发动机”已是不争的事实。

(3) 发展风险投资有利于改善金融结构

随着高新技术产业和知识经济的兴起，传统的投融资体系在资源配置上的缺陷日益显现。初创期的高新技术企业往往只是一个好的创意和一项新的技术，既无有形资产抵押担保，又无资产额、营业额及赢利记录，因而难以获得银行信贷或上市融资，即使像美国纳斯达克这样的创业

板市场也存在一个最低门槛限制。由此可见，就传统的投融资渠道看，高新技术产业往往存在一段资金来源空白，即“投资缺口”，这种“投资缺口”的存在是导致资金结构性供求矛盾进而导致经济结构性矛盾的一个重要原因。尽管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。事实上我国银行存在的大量不良资产已蕴涵了系统性金融风险，从这种系统性风险形成的原因看，银行不良资产形成的主要原因是对传统产业的过度投资，而对传统产业过度投资又是银行贷款“三信”原则和缺乏与高新技术产业化相适应的投融资机制所致。这里强调风险投资机制，意义就在于此。风险投资作为一种新型的投融资方式，肩负的是填充高新技术产业“投资缺口”、催育高新技术产业群体崛起的特殊使命。风险投资的加盟，不仅是对投融资体系的补充与完善，也为调整全社会融资布局、改善金融结构、化解金融风险提供了有效途径。

(4) 发展风险投资有利于拓宽国际资本进入渠道

我国已正式加入世界贸易组织。根据中国加入世贸谈判时达成的双边协议：中国开放证券市场程度和步骤包括外资可持有基金管理公司 33% 的股份，3 年后可增至 49%，5 年后可增至 51%；外资券商可持有证券公司 32% 的股份。随着外资大量进入，中国资本市场将与国际资本市场逐步融为一体。风险投资作为一种直接投资工具，有利于拓宽以直接投资形式的国际资本进入渠道，充分利用国际资本市场资源，包括吸引更多的外资在我国境内组建风险投资公司或基金、参股或控股我国风险投资公

司，以及境外风险投资基金直接在我国进行风险投资等；有利于学习和借鉴国外先进的风险投资管理经验，吸引国外优秀的风险投资管理人才，以及通过国际兼并、境外上市等途径，在更广阔的范围内实现风险投资的融资和退出，从而不仅推动我国风险投资与国际接轨，也将在更深层次上促进我国经济与国际接轨。

此外，发展风险投资还对于提高全民族创新意识和创新能力，实现银行储蓄向有效投资、社会闲散资金向生产建设资金的转化，促进国有企业改革和国有经济布局战略性调整以及增加社会就业等方面均将发挥积极作用。

第二节 风险投资的内涵与功能

一、风险投资的内涵

“风险投资”(Venture Capital)，也有人译为“创业投资”。到目前为止，风险投资的基本概念在国内外并没有统一的定义。美国全美风险投资协会对风险投资的定义是：风险投资是指职业金融家投入到新兴的、迅速发展的和有巨大竞争力的企业中的一种权益资本^①。欧洲投资银行认为，风险投资是为形成和建立专门从事某种新思想或

曹红辉、彭作刚：《创业投资——知识经济时代的创业新概念》，中国城市出版社，1999年版。

新技术生产的小型公司而持有的一定股份形式承诺的资本。经济合作与发展组织（OECD）对风险投资的含义曾经有三种解释：风险投资是以高新技术和知识为基础，对生产与技术密集型的创新产品或服务进行的投资；风险投资是购买在新思想和新技术方面独具特色的中小企业的股份，并培养和促进这些企业的形成和创立的投资；风险投资是一种向极具发展潜力的新建企业或中小型企业提供股权资本的投资行为。美国企业管理百科全书把风险投资定义为对不能从股票市场、银行与银行相似的传统融资渠道获得资本的工商企业的投资行为。

国内对风险投资的定义也是众说不一，其中比较权威的是成思危先生的观点。他认为，“所谓风险投资，是指把资金投向蕴藏着较大失败危险的高新技术开发领域，以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为”^①。国家科委、中国证监会等七部委在《关于建立风险投资机制的若干意见》中指出：“风险投资是指向主要属于科技型的高成长性创业企业提供股权资本，并为其提供经营管理和咨询服务，以期在被投资企业发展成熟后，通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为”^②。刘曼红对风险投资给出如下定义：“风险投资从广义上讲，是指向风险项目的投资；从狭义上讲，是指向高风险、高收益、高增长潜力、高科技项目的投资，它集融资和投资于一体，汇

成思危在“风险投资进入中国 98 研讨会”上的讲话。

国家科技部、国家计委等七部委：《关于建立风险投资机制的若干意见》，1999，11，16。

供应资本和提供管理服务于一身。”

本书不准备对风险投资的定义展开讨论，而是着重从风险投资的本质特征和内涵上去把握。就内涵而言，尽管其定义不一，但并无本质差异，只是描述的侧重点不同而已。如果将各种各样风险投资定义的侧重点进行系统归纳与综合，则不难发现风险投资的本质特征和内涵主要有如下几点：

1. 风险投资的对象主要是具有高成长潜质但同时又蕴藏较大失败风险的中小型高新技术企业或创新计划，因而具有投资方向的前沿性和前瞻性，以及投资价值的高风险性和高收益性（见图 1.1）。

2. 风险投资属于中长期战略性投资，投资的目的在于获取企业短期商业利润和长期控股权，而是追求企业成长期、成熟期后通过股权转让实现高额回报。

3. 风险投资主要采用组合投资和分段投资的方式，组合投资的目的是尽可能化解非系统性风险，分段投资的目的是化解不对称信息的管理风险，形成有效的风险防范机制。

4. 风险投资主体是市场化、多元化的，投资主体与投资对象之间采取的是“双赢”原则下的契约型融资制度，其制度安排是高度专业性、程序化的。

5. 风险投资是一种权益性投资，它在投入资金的同时，还要投入科学决策、管理、经营方式等。

刘曼红：《风险投资——创新与金融》，中国人民大学出版社，1998年版。

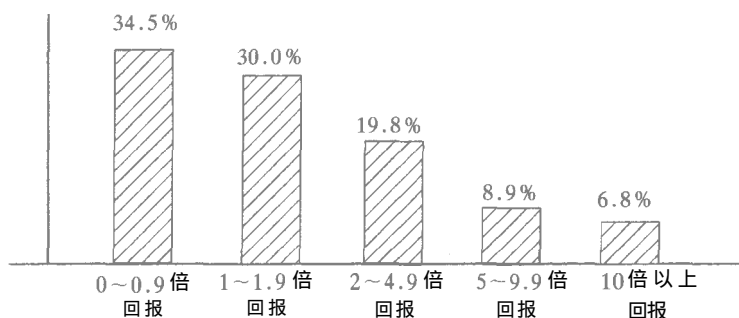


图 1.1 风险投资项目的风险收益比较

注释：本图旨在揭示风险投资高风险、高收益特征。其统计分析资料源于《风险经济学》（1988年）。统计结果表明，投资项目出现亏损（0~0.9倍投资回报）、基本盈利（1~1.9倍）、高额利润（2倍以上回报）的情况各占三成左右。

总之，风险投资是一种集资金融通、企业管理、科技创新、市场开拓等诸多因素于一体的综合性经济活动，是实业投资与金融投资的结合，是产品市场、技术市场与资本市场的结合，是投资行为与管理行为的结合，是货币资本与智力资本的结合。

二、风险投资的功能

风险投资的内涵决定了风险投资具备如下基本功能。

1. 资本放大功能

风险投资具有较强的聚资、嬗变功能，可将一些社会闲置资金转化为建设资金，将短期性资金（如缓购性储蓄）转变为长期投资资金，将本属安全性资金（如储蓄、债券、养老准备金等）转变为具有高风险、高效益的创业资本，从而迅速集聚分散资金特别是私人闲置资金和社会

游资向中长期投资的转化。

2. 增值服务功能

风险投资的内涵决定了风险投资不是一种单纯的投资行为，而是在投入资金的同时，积极参与企业的经营管理，提供全方位的增值服务，包括提供战略规划指导、再融资咨询及联合投资服务、管理层激励、市场信息服务、现代综合商务服务、日常经营管理服务等，通常称为增值服务六要素，从而以“内部投资人”的身份扶持企业价值升值。可以说，风险投资与常规投资的本质区别是突出了这样一种关系紧密型的“智力投资”机制，所特有的增值服务功能是风险投资成功的决定性因素。

3. 风险调节功能

主要表现有：一是多渠道的风险资金来源可使风险投资的风险得到有效分散。二是在风险投资机制下，风险企业的股权不是由分散的股东所有，而是由具有资本运营和经营管理专长的风险投资机构持有，这就克服了由于股权分散导致的所有权对经营权控制弱化的问题，从而可以有效控制代理风险。三是在“专家理财”的投资模式下，利用资本运营的技术优势，通过组合投资和分阶段投资等投融资策略控制风险。四是风险投资最常用的投资工具是可转换优先股和可转换债券（详见本书第七章），这样对投资者本身可形成避险功能，对风险企业可形成激励与约束机制。这是因为在使用这两种投资工具时，若项目失败，风险投资者可以在普通股持有者之前获得清算。此外，风险投资者拥有对重大事项的否决权或超股权比例的投票权。这两个“优先权”既保障了风险投资者的利益，又降

低了投资风险。五是对风险企业管理层实施有效激励，如股票期权、利润提成、投入一定比例的自有资金等方式，使企业管理层的个人利益与企业长远利益捆在一起，形成风险分担、利益共享的激励与约束相容机制。六是借助政府和社会设立的风险投资担保与贴息等保障机制，分散风险。

4. 企业孵化功能

在美国，约有 80% 的高新技术企业是在风险投资的支持下或是按照风险投资模式发展起来的。这些企业已成为当今美国经济增长的重要源泉。如国际数据设备、联邦快递、英特尔、微软、苹果、康柏、雅虎、网景公司等。所有这些公司都是风险投资“孵化”的产物。可以说，如果没有风险投资，也就没有这些企业的今天。在高新技术企业的发展初期，习惯于“锦上添花”的银行信贷和公开资本市场的资金由于“三信”原则与“门坎”过高而无法介入，此时，风险投资充当了填补“投资缺口”、为高新技术企业“雪中送炭”的角色。风险投资并不追求与风险企业“白头偕老”，而是当风险企业一旦成功，风险投资的孵化使命即告结束。这时，由于创业风险已过，市场看好，一般资本开始踊跃介入，风险资本通过资本市场退出，形成更大的投资能力，去寻找新的投资机会，形成一种“投入—孵化—回收—再投入”的良性循环，从而为资本市场源源不断输送新兴企业，促进资本市场的繁荣和健康发展。尽管风险投资占整个资本市场的比例很小，有资料统计尚不足 1%，但经它孵化后的企业市值占同期上市企业总价值的比率却远远高于 1%，甚至翻了数十倍。如，截至 2000 年底，在美国纳斯达克上市的企业中，由

风险投资孵化的企业占 20%，这些风险企业的市值占全部上市企业市值的 32%，这与风险资本占整个资本市场的比例相比，高出了 30 多倍^①。在美国的硅谷，平均每周诞生 11 家企业，每天诞生 62 个百万富翁。这些都是风险投资创造的“神话”。可见风险投资的孵化功能是极其显著的。

第三节 研究的主要内容与方法

一、研究的主要内容

由于风险投资源于海外和资本市场，因而存在一个舶来之物与中国实际的融合问题，存在一个风险投资与资本市场的关联互动问题。本书研究的切入点和落脚点正是基于这两个基本问题而确立的：一是将中国的风险投资问题置于国际大背景中考虑，力求通过比较、借鉴与创新，揭示有中国特色的风险投资运行机理；二是将风险投资嵌入资本市场大系统中考察，力求通过对资本市场与风险投资的关联机理与互动机制的探讨，阐释我国风险投资资本运营的特殊规律与市场规范；三是针对资本市场中风险投资理论体系的缺陷，通过对国内外理论成果和实践经验的系

^① 徐宪平主编：《风险投资在中国的发展》，中国社会科学出版社，2002 年版。

统提炼与综合创新，力求在理论体系构架上有所建树或突破。

基于上述思路，本书的研究将围绕以下主要内容展开，共分九章：第一章论述风险投资的战略价值，阐释风险投资的基本内涵与功能，提出本书的研究框架与方法。第二章分别对现代资本市场相关理论和风险投资研究文献进行综述。第三章比较分析世界各国风险投资在组织模式、资金来源、投资对象、投资阶段、投资方式、法规政策、退出方式等方面的特点与差异，并探究其差异形成的原因。第四章在概述我国风险投资运行轨迹和现状特征的基础上，重点从风险投资的资本筹集、资本管理、资本退出三个方面阐述目前我国风险投资实际运行中存在的一些主要问题，并针对这些问题从市场机制、法规政策体系、管理体制等方面进行深入的原因剖析。第五章首先从规范、实证、定量三个不同的分析角度阐释资本市场与风险投资的关联机理与互动机制；其次分析目前我国资本市场对风险投资支持的几种方式，主要包括主板市场的间接支持和创业板的预期效应支持两个方面；最后分析并揭示导致我国资本市场与风险投资关联性不强的根本原因，进而探讨我国资本市场对风险投资支持的有效性问题。第六章讨论我国资本市场中风险投资运行机理的宏观构造与市场建设问题，提出并论证“三个基本原则”、“三大体系”和“三个多元化”的宏观构建思路。其中，三个基本原则是指市场主导与政府引导相结合原则、借鉴与创新相结合原则、发展与规范相结合原则；三大体系是指多元化风险投资体系、多层次资本市场支持体系、法规政策扶持体系；

三个多元化是指风险资本来源多元化、风险资本组织形式多元化、风险资本退出方式多元化。第七章着重对风险投资主体——风险投资者、风险投资机构、风险企业的内部治理结构，以及彼此如何通过契约合同、投资工具、中介服务实现有效连接，形成协同、高效运转的利益共同体进行研究与设计。一是研究公司制、信托基金制和有限合伙制这三种组织形态下风险投资机构与风险投资者之间的有关制度安排、契约设计和市场规范等问题；二是阐释风险投资如何通过有效的契约与制度安排使风险企业形成特殊高效的内部治理结构；三是对风险投资工具的适用性、经济功能、技术要领等进行系统分析与设计；四是对风险投资市场化运作程序及其各个环节的实施要点进行全面归纳与总结；五是勾画我国风险资本市场中的中介机构的大致类型与功能。第八章主要研究风险投资的风险评价与控制问题，一是对风险投资的风险因素进行系统分析与归类，建立风险投资的风险评价指标体系；二是对已有的风险评价与控制方法作简介与评述，指出其中的特点与局限性，在此基础上提出一种适合风险投资特点、具备分指标评价、综合评价与优化控制多种功能的模型技术方法。第九章对全书的主要研究结论、研究特点与创新点进行小结，指出有待进一步完善和努力的方面。

二、研究的主要方法

鉴于风险投资是一种涉及面十分广泛的综合性经济活动，因而其研究方法采用多学科理论与方法的综合集成。主要以现代金融理论、技术经济学、统计学、技术进步与

经济增长理论、现代企业组织与制度变迁理论、投资决策与风险管理理论、资本市场投融资理论与法学等相关学科的理论与方法，以及风险投资领域的现有研究成果为基础，采用规范研究与实证研究相结合、典型调查与资料检索相结合、动态分析与静态分析相结合、宏观分析与微观分析相结合、定性分析与定量分析相结合的研究方法，力求在研究方法上形成系统、全面、适用的综合集成特点，使研究成果更具科学性、系统性、创新性和可操作性。

风险投资理论研究
综述