

# 风险投资理论与实务

---

李建良博士

电话: 010-62844826, 62844824

手机: 13701384607

Email: [jlianglee@biti.edu.cn](mailto:jlianglee@biti.edu.cn)

MSN: [jlianglee210@hotmail.com](mailto:jlianglee210@hotmail.com)

Website: [www.lijianliang.com](http://www.lijianliang.com), [www.bit.edu.cn](http://www.bit.edu.cn)



北京信息科技大学(北京信息工程学院)

企业成长研究中心 · 经济贸易系

Center for Research on Business Growth

# 教师简介

李建良<sup>博士</sup>



- 中国人民大学经济学博士、北京大学经济学学士、中国注册会计师、证券投资分析师
- 北京信息科技大学经贸系讲师、学术委员会委员、企业成长研究中心执行主任，国家开发银行专家委员会委员，中国人民大学风险投资研究中心研究员
- 曾任兵器火炸药局秘书、中国证券市场研究设计中心（联办）证券分析师、中国证监会交易监管员、大公国际资信评估公司副总裁、北京广播电台台长助理等职。主持或参与过世界银行引黄入晋财务顾问、四通集团管理层融资收购（MBO）财务顾问、上海市政府创业投资基金顾问等40多个咨询顾问项目，具有丰富的咨询顾问经验。
- 代表著作有《企业有效成长阶梯》、《风险投资操作指南》、《改制新途径：员工持股、股票期权与经理层融资收购》等。

# 学期授课计划

---

- 第一讲 风险投资的基本理论（6 学时）
- 第二讲 风险投资机构（3 学时）
- 第三讲 风险投资的项目评估与可行性研究（6 学时）
- 第四讲 风险投资项目价值评估（3 学时）
- 第五讲 风险投资的交易结构设计（3 学时）
- 第六讲 风险投资的退出安排（3 学时）
- 第七讲 风险投资对被投资企业成长的影响（6 学时）
- 第八讲 风险投资中的项目融资策略（3 学时）
- 第九讲 各国风险投资实践与发展趋势（3 学时 – 视进度定）
- 第十讲 复习与答疑（2 学时 – 视进度定）

# 第一讲 风险投资的基本理论

---

- 1.1 关于风险投资的若干理论争鸣
- 1.2 风险投资的理论逻辑和历史逻辑
- 1.3 风险投资的特殊机制
- 1.4 风险投资定义及若干引申结论
- 1.5 风险投资运作的整体逻辑框架



北京信息科技大学(北京信息工程学院)  
企业成长研究中心 · 经济贸易系  
Center for Research on Business Growth

# 1.1 关于“风险投资”的若干理论争鸣

---

- 何谓“风险投资”?
- “风险投资”还是“创业投资”?
- 风险投资是否必须投资高科技项目?
- 风险投资首先投的是不是“人”?
- 风险投资是不是“高风险高收益”?
- 创业板是不是发展风险投资的必要条件?
- 对重建期和成熟期项目的投资是不是风险投资?
- 参股还是控股是不是风险投资的本质要求?
- 风险投资的增值服务是不是一定增值?
- 有限合伙制是不是风险投资机构唯一有效的组织形式?
- .....

# 1.1 关于“风险投资”的若干理论争鸣

## ■ 关于风险投资的不同定义:

- 风险投资是由职业投资者投向快速成长并且具有巨大发展潜力的新兴公司，并伴随着管理注入的一种资本（全美风险投资协会NVCA）；
- 风险投资是一种由专业的投资机构向具有巨大发展潜力的成长型、扩张型或重组型的未上市企业提供资金支持并辅之以管理参与的投资行为（欧洲风险投资协会EVCA）；
- 凡是以高技术和知识为基础，生产与经营技术密集的高技术或服务的投资，均可视为风险投资（OECD第二次工业发达国家投资方式研讨会，1983）……风险投资是由投资公司投向未上市新兴企业，并伴随着管理注入的一种资本，其目的是为了获得投资带来的高额收益。风险投资的价值创造来源于新兴企业与风险投资家所提供资本和职业专长的结合（OECD, 1996）；
- 风险投资是指向一些因种种原因无法在公开资本市场上筹集资本的企业提供风险资本的活动（《格雷夫货币金融学大辞典》）；
- 风险投资为致力于对私有高成长性企业进行权益资本或权益资本连接（Equity-linked）投资的独立经营的专门资本集合（Paul A. Gompers和Josh Lerner）；
- 风险投资可以被定义为以股权或股权等价物为工具进行投资而几乎无需任何担保的一种资本。这种投资通常采用单一股权（普通股或优先股）和期权、认股权证、转换债及其他工具相结合的形式。其投资结构通常取决于投融资双方的目的、被投资企业的需要及其所处的发展阶段。因此，这种投资是有风险的，投资者承担此风险需要得到相应收益补偿，而这种收益通常是通过资本利得和股权增值来实现的（Quebec风险投资协会）；

# 1.1 关于“风险投资”的若干理论争鸣

## ■ 关于风险投资的不同定义（续）：

- 从狭义上说，风险投资是指针对新兴的、具有创新技术的、未上市的中小企业所进行的一种股权投资。这些企业当前的盈利能力不高，其未来的增长潜力却很大...风险投资公司不仅向这些企业提供权益资本，而且还提供广泛的管理专长和咨询服务（Deutsche Bundesbank）；
- 风险投资是一种把资金投向蕴藏着失败危险的高技术及其产品的研究开发领域、旨在促进高新技术成果尽快商品化，以取得高资本收益的投资行为(民建中央《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》，1998)；
- 风险投资不仅是推动科技发展的一种工具，它还是一种金融工具，带有一般金融工具的性质，它也是一种金融运作模式，遵循一般金融运作模式的规律（刘曼红、兹维·博迪，2002）；
- 所谓“创业投资”，系指向具有高增长潜力的未上市创业企业进行股权投资，并通过提供创业管理服务参与所投资企业的创业过程，以期在所投资企业发育成熟后即通过股权转让实现高资本增值收益的资本运营方式（刘健钧，2003）；
- 所谓风险投资，它是特指以某个未来产品或未来服务的最初风险资金需要为关注点，以资金管理者和新型企业创业者为运作主体，以孵化一个有迅速发展潜力的新企业而以所持股份在市场前景显露时高回报蜕资为目的，这样一种明显地体现着以新的资本运营理念与新的管理技术相结合，并以加速商品化进程和改善宏观经济效益为特征的循环投资领域及其支持系统（吕炜，2001）；
- .....



# 1.1 关于“风险投资”的若干理论争鸣

## ■ 关于风险投资的不同定义（续）：

- 世界资源研究所（WRI）在其New Ventures项目中指出：“风险投资在不同国家有着不同的定义。例如，在欧洲，风险投资将管理层融资收购包含在内并视之为非公权益资本（Private Equity）的一部分。而在美国，管理层融资收购则被排除在风险投资之外”。不仅如此，美国《风险投资周刊》甚至提到：“即使在某个国家之内也不存在被普遍认可的关于风险投资的定义，更不用说全球了”。
- 显然，WRI和《风险投资周刊》的结论在上面这些定义中得到了证实。不同国家、组织和学者，甚至同一组织在不同时期都对风险投资赋予了不同的外延和内涵，外延有广义和狭义之分，内涵有深浅之别。而狭义与广义之分在于风险投资究竟要不要将管理层融资、杠杆收购等重整期投资和对成熟企业的投资包括在内，前者认为不应该包括，并被冠之以“经典风险投资”之名（Bygrave和Timmons, 1992），而后者则认为应该包括，并将其等同于非公权益资本（Private Equity Capital）（刘健钧，2003）。在内涵上，主要的区分在于风险投资究竟应该归属哪类“范畴”上。绝大部分研究机构和学者将其划入“投资”范畴（如NVCA、OECD、EVCA、民建中央等），少数学者提出了不同看法，或认为“风险投资”是一种“金融工具”和“金融运作模式”（刘曼红，2002），或者将其归入“资本运营”范畴（刘健钧，2003），或者视其作为一种“循环投资领域及其支持系统”（吕炜，2001）。



# 1.1 关于“风险投资”的若干理论争鸣

## ■ 关于风险投资的不同定义（续）：

- “风险投资”却至今没有一个公认的、合乎学术规范的定义！对于风险投资本质内涵的系统研究亦少之又少！结果，这个行业便充斥了各种各样的“道听途径”、“传奇故事”和“迷信教条”，学术研究亦走向了各种“数据口径不一”、“假设前提相异”的实证“陷阱”之中。
- 风险投资缺乏统一定义与以往研究者过于关注风险投资的实践特征和政策制度含义有关。从风险投资的实践特征来看，它首先是一门实践学科，并随着实践的发展而发展，在不同时期，风险投资的投资对象、投资阶段以及运作模式都有明显的区别，因而站在这样一个实践和表象的角度很难给出一个标准的定义；从政策制度含义来看，风险投资又是一门制度经济学科，不同国家和地区的制度环境不同，经济发展水平和发展阶段不同，对风险投资及其政策含义的理解和由此导致的运作模式都有很大区别，因而从这个角度也不可能给出一个标准定义。关于后一点，香港中文大学和Texas Christian大学的研究（Bruton和Ahlstrom，2001）和成思危在2003年中国风险投资论坛上的讲话作了很好的佐证。Bruton和Ahlstrom指出，中国特殊的制度环境和文化背景使中国风险投资的运作框架与西方差异很大。而成思危则强调：“我国的风险投资目前主要应支持真正有创新的技术、有市场、有竞争力的各类高新技术企业的发展，促进科技与金融的结合，提升我国传统产业的技术水平，占领技术制高点，推进科教兴国战略，而不应匆忙扩大到一般的‘高成长性企业’、‘中小型企业’或‘民营企业’。”成思危的这段话很有代表性。它说明，从实践和政策层面出发，目的不同，给风险投资下的定义就会有着不同的侧重。而且这种侧重点之争在国内有越来越集中于“表象”甚至“字面”的趋势，其极端体现便是“风险投资”与“创业投资”的正名之争。在我看来，这个问题至今还没有解决，也永远不可能解决。

# 1.1 关于“风险投资”的若干理论争鸣

## ■ “风险投资”还是“创业投资”？

- 刘健钧（2003）的研究认为，“根据语言分析哲学的基本原理，在企业创业领域，‘venture’一词的实际意义并不是单纯的‘冒险’，而是被赋予了‘冒险创建企业’即‘创业’这一新的特定内涵...与‘创业’相对应，所谓“创业投资”自然是一种专门用于支持‘创业’的投资活动。但正如人们首先从关注‘创业状态’，而后才进一步关注‘创业过程’一样，人们对‘创业投资’的关注也首先是从关注‘创业资本’（**venture capital**）这种资本形态开始，而后‘**venture capital**’这个词才逐步地被赋予‘创业投资’这一动态含义...尽管国外对创业投资的界定不尽相同，但创业投资支持‘创业’或‘再创业’这一本质内涵却是不离其宗的。因此，我们完全可以根据这一本质内涵，而总结出一个最具有般性的‘创业投资’概念，并揭示其最典型的特征。由于创业投资的支持‘创业’或‘再创业’的本质内涵已经远远超过出‘**venture capital**’的字面意义，因此，显然不宜望文生义地将其翻译成‘风险资本’或‘冒险资本’，而只宜根据语言分析哲学的基本原理，结合特定的语境，将其翻译为‘创业资本’或‘创业投资’。也只有将其翻译为‘创业资本’或‘创业投资’，才能与‘**venture**’一词在企业创业领域所表达的‘冒险创建企业’这种特定的内涵相对应”.....

# 1.1 关于“风险投资”的若干理论争鸣

## ■ “风险投资”还是“创业投资”（续）？

- 刘曼红（2003）研究指出，“Venture Capital”这一概念是由美国一家叫做J. H. Whitney & Co.的风险投资公司的执行合伙人Benno Schmidt发明的。为了表达该公司业务与传统投资银行业务的区别，突出“Adventure”（冒险）这一概念，并把“Risk”（风险）这一概念包括在内，Benno Schmidt把“Adventure”和“Risk”两个概念组合，首次提出了“Venture Capital”概念。可见，风险投资的概念从一开始就包含着‘风险’的意义……在很多著名投资学、金融学 and 经济学词典中，“Venture Capital”一词是与“Risk Capital”混用的。如著名的《Barron's Financial Guides: Dictionary Of Finance And Investment Terms》、《MIT Dictionary of Modern Economics》、《Palgrave Dictionary of Money and Finance》等。在学术研究中，将“Venture Capital”与“Risk Capital”混用的学术论文、专著也比比皆是。如哈佛大学出版的《风险投资家名人录》就取名为《Who's Who in Risk Capital》...正因为“风险投资”的这个内涵，不仅在中国大陆，很多非英语国家，尤其是欧洲各国，英文“Venture Capital”一词被译为了他们本国文字的“Risk Capital”（风险资本）。法国、意大利、德国、荷兰、以色列、西班牙、韩国、日本都是如此……

# 1.1 关于“风险投资”的若干理论争鸣

## ■ “风险投资”还是“创业投资”（续）？

- 刘曼红同时也指出，风险投资不是一般的金融投资，不是一般性质的资本运作，这一点往往为人们所忽略。风险投资的真谛不仅仅是为创业者提供资本，更重要的是，它是帮助创业者建设企业。风险投资家不仅仅是赚钱，更重要的是帮助企业创造新型的具有巨大发展潜力的、具有巨大未来市场的企业。从某种意义上讲，“创业投资”反映了“**Venture Capital**”的实质。正是从历史、跨国比较和“**Venture Capital**”的实质内涵等多维度分析出发，刘曼红认为，“风险投资和创业投资在中国是同一个概念，二者仅是翻译的角度不同，没有实质区别”。
- 还有一些学者对“风险投资”和“创业投资”这两种不同的译名表达了各自不同的见解。如，成思危（1999）曾在一次研讨会上谈到：“风险投资在台湾译做创业投资，有人也主张不要叫风险投资，叫创业投资。我个人不同意这种看法，因为译成‘风险投资’正说明了它的风险性，这是个学术名词，而‘创业投资’是商品名词，这两个词都可以用，但在学术界我主张用‘风险投资’这个词”；盛立军（1999）提到，“在中国的环境下，‘风险投资’的译法更为恰当。由于经济体制、市场机制的缺陷，中国的投资业务风险极大，更有必要强调风险投资中的风险管理机制”。王国刚（1999）则指出，任何投资都有风险，“风险投资”概念强调“风险”、强调“高风险、高收益”，容易使投资者偏离“创业”的基点，注重炒作，不能反映创业投资的实质。而使用“创业投资”概念，有利于避免“风险投资”概念带来的种种误解 .....

## 1.2 风险投资的理论逻辑和历史逻辑

### ■ 风险投资逻辑问题的提出

- 大量研究所指出，风险投资在实践中通常会表现出以下独有特征：（1）投资对象多为处于创业期或成长期的中小企业，并且特别强调被投资企业的管理素质及其在产品、技术等方面的“独特性”（Tyebjee和Bruno, 1984）；（2）资金投入通常表现出分阶段投资（Davila, Foster和Gupta, 2003）、联合投资（Manigart和Lockett等, 2004）和组合投资（Cumming, 2001）的特点，并且以可赎回、可转换优先股作为主要金融工具（Kaplan和Strömberg, 1999; Houben, 2002）；（3）伴随着资金投入，风险投资商还向被投资企业提供增值服务（Gorman和Sahlman, 1987）；（4）风险投资商最终要通过IPO、并购等方式从被投资企业撤出投资，实现超额回报等等（Gompers和Lerner, 1999）；
- 风险投资为什么会表现出这样一些特征，这些特征是风险投资本质的、内在的、必然的体现，还是在特定时期、特定环境下的阶段性做法？要回答好这一问题，首先必须揭示出风险投资的核心机制－风险收益机制，而揭示这一核心机制，就必须回到风险投资的逻辑起点；
- 风险投资的逻辑必须是理论和历史的统一。



## 1.2 风险投资的理论逻辑和历史逻辑

### ■ 风险投资的理论逻辑

- 风险投资的逻辑起点就是风险投资所解决的“基本问题”，脱离开这个基本问题，风险投资便没有存在的必要，甚至根本就不可能产生。这个基本问题是什么呢？是小企业的融资问题，严格来说，是小企业的“权益资本缺口”问题。
- 小企业融资问题的产生与小企业的特殊性和传统金融机构对小企业的“理性歧视”有关。
- 小企业的特殊性主要表现为“没有多少历史经营轨迹（Track Record）”、“缺少硬资产（Hard Assets）”、“很高的经营不确定性”和“严重的信息不对称”等。小企业的这些特殊性使得传统金融机构向其提供资本支持时要付出相对更高的信息费用、签约费用和监督费用，即每单位融资额的交易费用很高，风险也很大。
- 传统金融市场上，银行因存在显性和隐性的利率限制而无法给小企业以贷款支持，证券市场基于“充分信息”和“历史说明未来”的逻辑亦不能给小企业以资本支持。因此，传统金融机构的“理性歧视”使得小企业产生了“权益性资本缺口”。
- 在传统金融市场不能解决小企业权益性资本缺口的情况下，风险投资作为一种创新的制度安排便应运而生，风险投资用一种完全不同于银行和证券市场的运作模式有效解决了部分小企业的权益性资本缺口问题。

## 1.2 风险投资的理论逻辑和历史逻辑

### ■ 银行对小微企业融资的“理性歧视”

- 显性的利率上限：政府或同业监管部门对贷款基准利率和上调幅度进行限制
- 隐性的利率上限：提高贷款利率会失去优质客户，产生“逆向选择”
- 故，银行不能通过提高利率来弥补小微企业贷款风险和高额交易费用，小微企业又无可供抵押的“硬资产”，如不能提供担保，银行就无法给予贷款支持。

### ■ 证券市场对小微企业融资的“理性歧视”

- 有效市场理论（EMH）：证券价格反映了关于证券的全部信息，即使在弱式有效市场，证券价格也反映了关于证券的历史价格信息；
- 贴现原理：证券投资购买证券是购买证券的未来；
- 按照有效市场理论和贴现原理，“充分信息”（充分发布、无传输渗漏、有效解读、有效反馈）和“历史说明未来”成为一个有效率的证券市场的基本运作逻辑。由此，要维持这样一个市场的有效运作，就必须设置一定的门槛，以确保信息充分，让投资者来合理预期未来。这个门槛就是证券的发行上市标准，包括：一定规模的收入和利润，一定年限的经营记录、完善的治理结构、合理的资产负债结构、合理的募股资金投向计划等；
- 初创的小企业无法满足证券市场的发行上市门槛，故证券市场无法直接给予资本支持。



## 1.2 风险投资的理论逻辑和历史逻辑

### ■ 风险投资产生的制度变迁理论解释

- 传统金融市场上银行和证券市场存在“理性歧视”，当小企业处于低“生态位（niche）”时，银行和证券市场的这种“理性歧视”成为既定条件下一种均衡的制度安排。这种均衡状态在资本密集型大企业占主导的时代得到了维持。在那个时代，企业的生产效率很大程度上取决于其经营规模，“规模经济”使得大企业在微宏观效益方面占据了优势地位，而小企业则显得无足轻重。小企业的“资本缺口”这时处于一种隐性状态；
- 二战后，这种状况逐步发生了改变，随着技术的进步，一方面，生产的有效规模要求降低了，平均成本曲线开始向左移动，小企业形成“规模经济”的可能性大大提高，大企业的“规模经济”优势不再独有。另一方面，新技术带来了新产业的出现和发展，而大企业所占据的传统产业却因市场饱和而出现了萎缩趋势，小企业获得了难得的发展契机。在这种情况下，正如风险投资事业的开创者<sup>34</sup>Flanders和Doriot等人所看到的，小企业的“生态位”得到了改善，重要性日趋明显，其“资本缺口”问题便得到了显化，解决这一问题的宏观外部效益开始出现。与此同时，左移的平均成本曲线和新的市场契机也使投资新兴小企业的成功概率大大提高，解决这一问题的微观外部收益也开始显现。

## 1.2 风险投资的理论逻辑和历史逻辑

### ■ 风险投资产生的制度变迁理论解释（续）

- 按照诺思（Douglass C. North）等人的制度变迁理论，这种“宏微观外部收益”是一种在已有的制度安排中行为主体已经观察到，但无法在既有的制度结构中获取的“潜在利润”，这种“潜在利润”是发生制度变迁、进行帕累托改进的前提，但潜在利润的存在并不必然导致制度变迁的发生。因为制度变迁还涉及到成本问题，制度变迁的成本与收益之比对于促进或推迟制度变迁起着决定作用。只有当制度创新可能获取的潜在利润大于为获取这种利润而支付的成本时，行为主体才会去推动制度变迁，直至达到新的制度均衡。
- 风险投资的产生就是这样一个制度变迁的过程。当小企业的“生态位”得到改善，投资小企业可能获得的潜在利润大于为获取这种利润而支付的成本时，Flanders和Doriot等有识之士承担了制度变迁的初级行动主体角色，创立了ARD，呼吁放松《1940年投资法》对信托基金投资小企业的限制，原有的制度均衡被打破，在ARD和其他一些私募投资基金取得正收益的示范作用下，政府作为次级行动主体参与进来，推出了SBICs计划，并通过了《收入法》等5项重要立法动议，结果，两个行动主体共同行动，推动了制度变迁的完成。风险投资作为一种弥补小企业权益性资本缺口的新的制度安排有机地融入到了国家的多层次金融市场体系中，新的制度均衡得以形成。

## 1.2 风险投资的理论逻辑和历史逻辑

### ■ 风险投资的历史逻辑

- 1945年11月16日波士顿联邦储备银行前总裁Ralph E. Flanders因看到：一方面是新企业在创立过程中缺乏资金，另一方面却无力开发由大企业、保险公司和其他机构闭锁在信托基金中的投资资本。于是，他向芝加哥的全国证券交易者协会建议：当新设及年轻的企业无法从公众机构那里取得资金时，应放松《1940年投资法》中对信托基金的管理，从而能够使信托基金将5%的资产以股权形式投向新创立企业。
- Flanders的建议得到了哈佛商学院Georges Doriot教授的支持，Doriot后来论述道：为小公司提供资金是非常复杂和有挑战性的，银行即使能做好许多事情，也决不会善于为面临“前景不确定”、“没有硬资产”以及“信息不对称”等问题的高科技小公司提供资金，所以就存在小企业融资的需求。因而需要有一种新的组织来扮演这一角色，而且这一角色与众不同：（1）这种组织只对它所收到的商务计划书中的一小部分企业（百分之一或数百分之一）提供资金，而不像一个银行家那样可能对贷款申请中的三分之二予以贷款；（2）这种组织不是像银行那样简单给钱，然后每个季度要求报送财务报表，随着时间的推移，该组织会有一个提供资金、审查、监控被投资企业的更紧密更积极的过程；（3）这种组织还能够为其所投资的企业提供资信保障，而这对于帮助小的危机企业、建立风险公司与大公司的联系、风险公司的公开上市和成长发展都非常重要。
- Flanders和Doriot还确信，麻省理工学院在“二战”期间开发出的许多技术都有着广阔的商业前景，通过发掘金融机构中的基金便可以建立一个独立的私募组织，在无需政府支持的情况下，就能将这些技术成果转化为可行的企业。正是在这种背景下，1946年6月6日，这个组织正式成立了，作为一家封闭式的投资公司，取名叫做“美国研究与发展公司（ARD）”。它的成立，其后被公认为风险投资业诞生的一个标志性事件。

## 1.2 风险投资的理论逻辑和历史逻辑

### ■ 风险投资的历史逻辑（续）

- ARD最早计划融资500万美元，四个月后实际的融资额为350万美元，其中180万来自保险公司、投资公司 and 大学等机构投资者。
- ARD的第一笔投资是由五位麻省理工学院物理学家和工程师创立的高压工程公司（HVE），接下来的一年中，ARD共向6家初创企业和2家已成立企业进行了投资。
- 随着投资的持续，ARD开始步入困境：所投资的企业纷纷出现资金匮乏和运营困难，基金中的现金流量出现负数。Doriot及ARD的其他伙伴们开始越来越多地介入被投资企业，提供技术和管理支持，帮助这些企业成长。
- 到1951年末，ARD公司终于获得了足够的力量和流动性来继续投资，其所投资的企业中已有10家实现盈利。到1954年，公司的经营哲学亦发生了明显变化：关心盈利并意识到了进行股利分配的必要性。
- 3年之后，ARD用7万美元投资了数据设备公司（DEC），到1971年，这笔投资增值了50倍，从而彻底改变了ARD的命运，并因其示范效应而使各地要求政府在调动风险资本和改进设立小企业的技巧方面发挥更积极作用的呼声日渐高涨。
- 1958年，《小企业投资法》（SBIA）出台，并促成了小企业投资公司（SBICs）的建立，从而使风险投资商可以通过SBICs获得资金支持，美国风险投资由此大行其道。



## 1.2 风险投资的理论逻辑和历史逻辑

### ■ 风险投资的历史逻辑（续）

- 到1962年，有585家SBICs获得授权可以为其所投出的每1美元借到4美元的政府低息贷款，而到60年代中期，约700家SBICs主导了美国风险资本的供应。但与ARD不同，SBICs的资本结构中包含有大量债务而不是纯粹的股本，并且在这种债务压力下，SBICs的投资被限定在已经建立好的、现金流和收益都比较稳定的小企业而不是新创企业上。不久，因债务负担、股市低迷和石油危机等原因，SBICs遇到了相比ARD早期更为严重的负现金流问题。
- 到1978年，SBICs的数量减少到了250家，占美国可利用风险资本的比重也降到了21%。与此同时，私募风险投资基金开始抬头，并且开始占据主导地位，与此伴随的是一种更长久的不受短期评估方法所限制的新型行业结构——真正以股权投资为基础的风险投资。
- 紧接着，1978-1981年间，《收入法》、“谨慎人”法则、《小企业投资促进法》等5项重要立法动议被通过，从而掀起了风险投资的另一波浪潮，到1987年，美国风险投资业新增的承付资金达到了50亿美元。其后的90年代初，风险投资又陷入低谷，之后，新经济的兴起又将这一行业带入了前所未有的繁荣局面。1996年，美国风险投资的年度筹资首次突破100亿美元，1998年达到243.4亿美元，1999年再次增加到360亿美元，风险投资总额接近500亿美元。之后，网络经济破灭，风险投资业又走向低迷……

## 1.2 风险投资的理论逻辑和历史逻辑

### ■ 对风险投资产生历史的总结:

- 风险投资产生的最早动因是为了解决其他组织不能解决的小企业的资金短缺问题。当时，Flanders和Doriot等人都认识到了小企业在国民经济中的重要意义，但小企业普遍缺乏资金，而信托基金中闭锁的大量资金却受《1940年投资法》的限制不能投向小企业，银行也不善于为面临“前景不确定”、“没有硬资产”以及“信息不对称”等问题的小公司提供资金。在这种情况下，Flanders和Doriot等人认识到：必须有一种新的组织以一种与众不同的方式来满足小企业的融资需求，并且放松有关法律对于投资小企业的限制；
- 风险投资有其内在的、本质的、必然的运行机制。Doriot等人在ARD创立之初就认识到，为小企业提供资本支持的必须是一种运作方式与众不同的新的组织，而不是既有的银行等金融机构。尽管Doriot等人最初只对这一新的组织具体的运作方式提出了三点框架认识，但通过ARD、SBICs和其后广泛兴起的有限合伙制私募风险投资基金的运作实践及风险投资业的周期性兴衰我们仍然可以看到：与其它资本提供方式相比，风险投资确有其特殊的运行特征，分析这些特殊运行特征之间的内在联系便可揭示出风险投资的本质内涵；

## 1.2 风险投资的理论逻辑和历史逻辑

### ■ 对风险投资产生历史的总结（续）：

- 风险投资的产生首先是一种市场行为，并且依附于一定的市场条件。这一点可以从ARD的创立上得到验证，Doriot等人首先想到的是要成立一个无需政府支持的新的组织，同时也看到了成立这样一个组织可以依附的两个基本市场条件：一是在信托基金等其他金融机构中闭锁着大量资金可供利用，二是麻省理工学院开发有大量可转化为可行企业并且商业前景广阔的技术成果。缺少这两个条件，我们很难想象ARD能够创立成功；
- 风险投资是一种风险高、流动性差的长期投资。ARD和SBICs的实践表明，对小企业的不确定性及由此导致的投资的复杂性、艰巨性和长期性必须有充分的认识，认识到这一点，投资者和被投资企业的合作就应该成为一个长期的合作博弈过程，投资资金来源的期限结构和资金投向的期限结构就应该相互匹配，“短线长占”和“长线短用”均偏离了风险投资的“本意”；
- “法律支持”和“财富效应”成为推动风险投资发展的两股强大力量。ARD成功投资DEC，SBIA的出台，《收入法》、“谨慎人”法则等5项重要立法动议被通过以及二十世纪九十年代初新经济引起的财富效应都数次激发了美国风险资本的放量供给，从而推动着美国风险投资业由低谷走向高潮，形成了美国风险投资业发展的周期性特征。概括一句：从风险投资产生和发展的历史来看，风险投资是为解决小企业融资问题而产生的一种风险高、流动性差的长期资本提供方式，有着其自身特殊的、内在的、本质的、必然的运行机制。



## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资的特殊机制必须满足的三个基本约束条件

- 无需抵押（“硬资产”）和担保
- 无需“充分信息”和“历史轨迹”，私募而非公募
- 必须有“高收益”来弥补投资小企业带来的“高风险”

风险投资商作为理性的“风险规避者”和“私利追逐者”必须获得对称于高风险的期望收益才能投入风险资本

小企业“很高的不确定性”、“严重的信息不对称”及其“资产的特殊性质”决定了风险投资的高风险性

### ■ 风险投资的特殊机制：合理预期的高收益和合理控制的高风险机制

#### 合理预期的高收益

- 以转换的形式分享的行业超额利润
- 以转换的形式分享的垄断利润
- 现值收益
- 透支收益

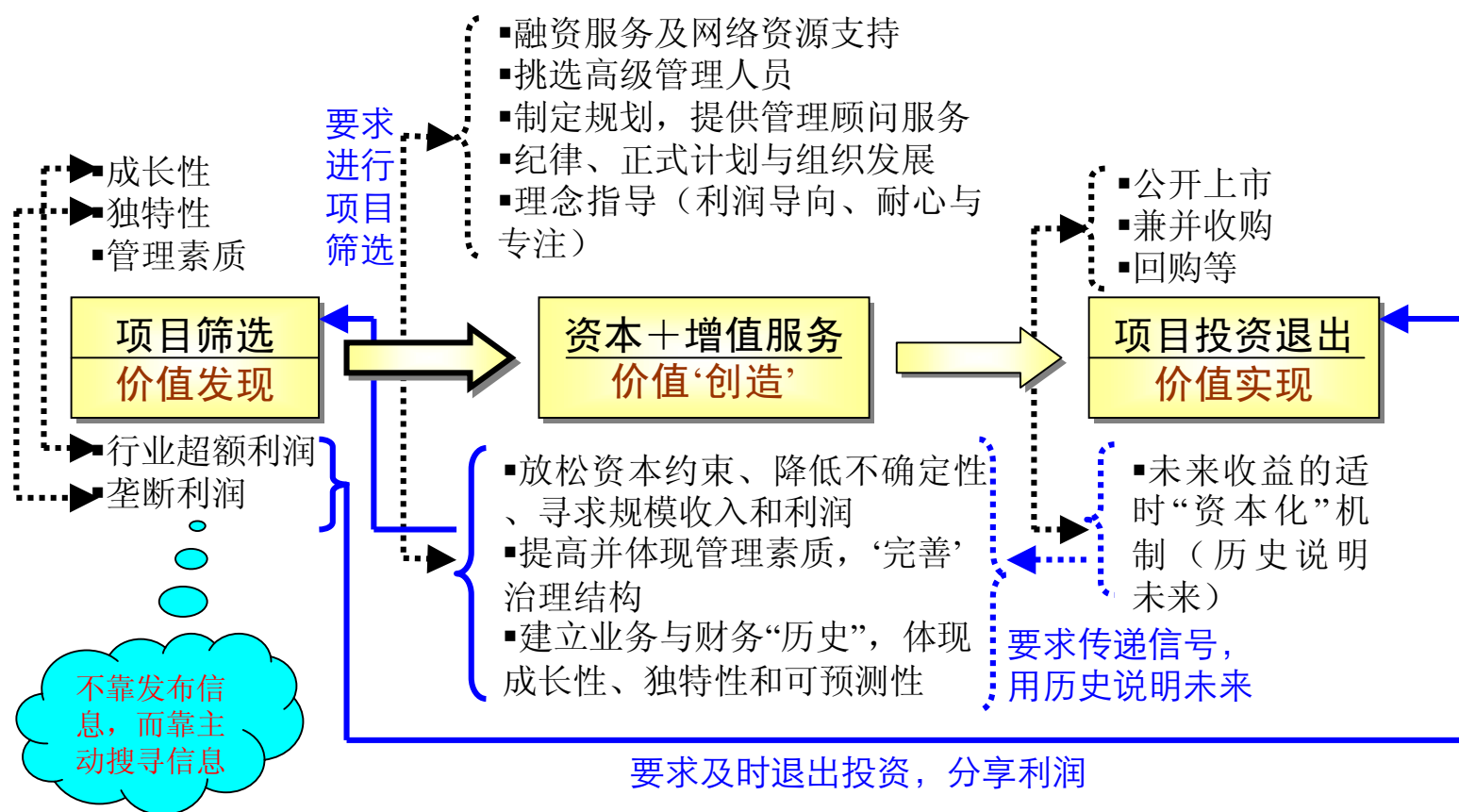
利用信息不对称实现高收益

#### 合理控制的高风险

- 成长风险
- 逆向选择
- 道德风险
- 变现风险

## 1.3 风险投资的特殊机制

- 风险投资合理预期的高收益机制：分享行业超额利润和垄断利润



## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理预期的高收益机制：分享行业超额利润和垄断利润

- 风险投资的高收益最终来源于被投资企业可以预期获得的“行业超额利润”和“垄断利润”。对于风险投资商而言，他（她）可以通过两条途径来分享被投资企业的这一超额利润：一是长期持股获取红利，二是适时转让股权，一次性获取“资本利得”。
- 从风险投资的资本循环来看，长期持股就意味着要付出很高的“机会成本”，而且，随着时间的延长，任何行业最终都要走向衰退，任何创新都将被模仿，故行业超额利润和垄断利润终将被“摊薄”至平均利润，因此，长期持股获取红利不是风险投资商最好的选择。
- 转让股权，一次性获取“资本利得”又如何呢？按照股利定价模型，首先它要求一个可以合理预期的收益“资本化”机制，依托这一机制，风险投资商将继续持股预期获得的未来分红收益兑现为一个可以即期获得的“现值”，在其他条件不变的前提下，预期获得的未来分红收益越高，预期的现值就越高；其次需要用“历史”来说明“未来”，即股权买卖双方对未来分红收益的预期在很大程度上需要通过历史来“传递信号”，被投资企业的“历史”越好，投资者对其“未来”的预期就越好。据此分析，只要风险投资商能够协助被投资企业创造一个好的“历史”，这个好的历史就会成为一个信号传递给后续的投资人，使其预期一个好的未来收益，继而兑付给风险投资商一个理想的“现值”，即股权转让价格，“资本利得”由此产生。

利用  
信息  
不对称

## 1.3 风险投资的特殊机制

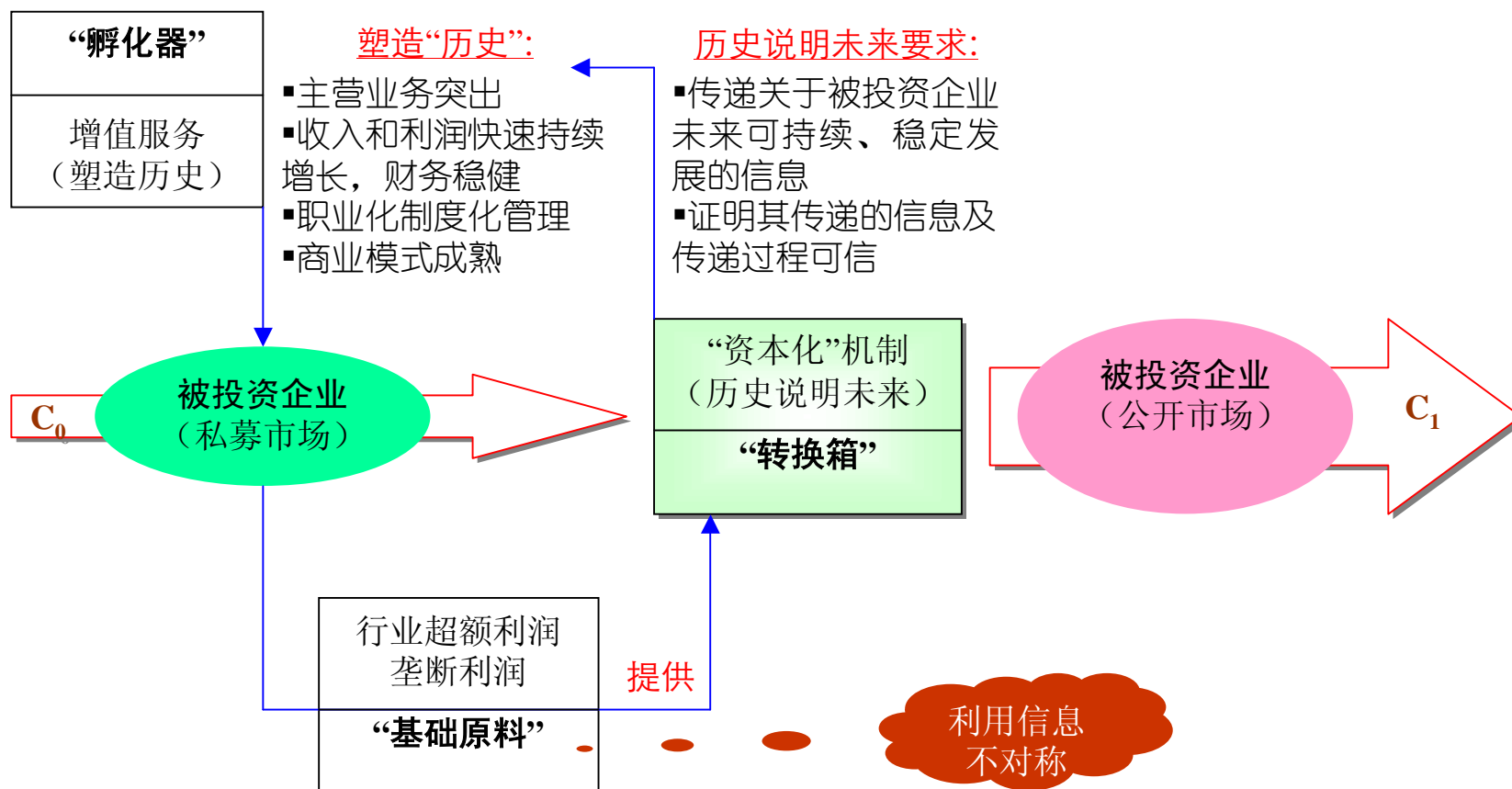
### ■ 风险投资合理预期的高收益机制：分享行业超额利润和垄断利润

利用  
信息  
不对称

- 风险投资合理预期高收益的奥秘就在这里：它以未来预期收益“资本化”为依托机制和“转换箱”，以被投资企业可以预期获得的“行业超额利润”和“垄断利润”为“基础原料”，以增值服务为“孵化器”。风险投资商为了合理预期到高额投资回报，首先必须寻求那些具有获取“行业超额利润”和“垄断利润”潜质的企业作为投资对象；为了分享这一超额利润，风险投资商通过资本市场的“资本化”机制将其转换为“资本利得”；为了完成“资本化”过程，风险投资商就必须依照有效资本市场的逻辑协助被投资企业塑造一个“好”的“历史”，向资本市场传递正面信息，并且证明这些信息的可靠性；为了塑造这个好的历史，风险投资商就必须以行业超额利润和垄断利润潜质为基础，按照有效资本市场的逻辑帮助被投资企业塑造“成长性”和发展的“可持续性”，并‘完善’公司治理结构，‘优化’人力资源配置，向公开市场的潜在投资者展示出“透明度高”和“职业化”的公司治理特征。一旦这一历史塑造完成，风险投资商便会适时启动“资本化”机制，将被投资企业推向公开资本市场，将其所持股权按较高的预期收益兑付成现值，从而实现高回报（下页图）。
  - 从这个意义上说，以结果而论，风险投资的高收益只不过是以转换的形式分享了被投资企业的“行业超额利润”和“垄断利润”而已！故，在风险投资整个运作过程中，寻找并投资于那些具备“行业超额利润”和“垄断利润”潜质的企业是投资成功的第一步。由此，我们便得以理解为什么风险投资商并不对所有存在“资本缺口”的中小企业进行投资，而仅投资于其中的一小部分<sup>3/4</sup>那些处于“成长期”，并且显示出“独特性”且管理素质相对较高的企业，因为只有处于高成长过程中的企业才有可能获得行业超额利润，只有“独特”才有“创新”，只有“创新”才有“垄断利润”可言！同时我们也由此认识到，风险投资必须“退出”，而且这种退出必须“及时”。因为，如果不退出，行业超额利润和垄断利润就无法转换为风险投资商的即期收益；如果不及时退出，被投资企业的行业超额利润和垄断利润终将摊薄为平均利润，风险投资商最终获得的将只是平均利润而已！

## 1.3 风险投资的特殊机制

- 风险投资合理预期的高收益机制：分享行业超额利润和垄断利润





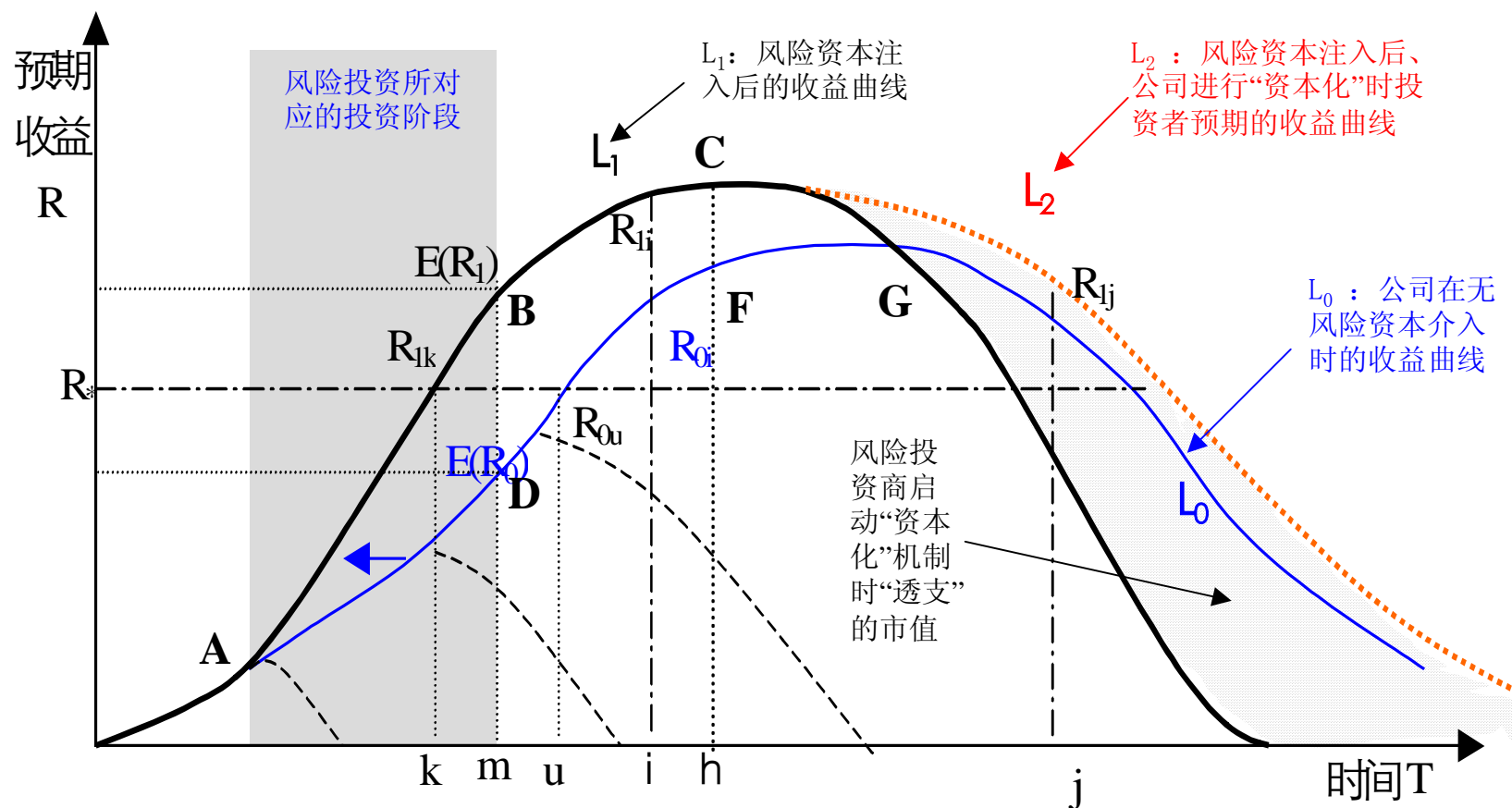
## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理预期的高收益机制：现值收益和透支收益

- 除了以转换的形式分享了被投资企业的行业超额利润和垄断利润外，风险投资的高收益还有另外两个来源，我们称之为“现值收益”和“透支收益”。
- 所谓“现值收益”是指由于未来同样的预期收益因贴现率降低和收益期提前导致预期收益的现值提高而产生的收益。在风险投资的情形里，由于风险资本的注入，放松了被投资企业的“资本约束”，从而使其得以有条件提前投资到不确定性相对较低的领域来获取规模收入和利润。并且，由于这种资本约束的放松和风险投资商增值服务的注入，被投资企业成功发展为成熟企业的概率也大大提高了。这就意味着，在风险投资商依托“资本化”机制将被投资企业未来预期要获得的行业超额利润和垄断利润部分转换为投资回报的过程中，由于被投资企业未来各期预期收益的收益期得到提前，且获得预期收益的风险被降低，风险投资商兑付的现值要高于以转换的形式分享到的被投资企业的行业超额利润和垄断利润，从而获得了一块“现值收益”，这块收益同样构成了风险投资高回报的一个重要来源，也是风险投资价值创造的一个重要体现；
- 此外，风险投资商通常还能在被投资企业未来预期收益的“资本化”过程中从被投资企业未来总的“市值”中得到一块“透支收益”，这一透支收益来源于新的投资者所赋予被投资企业的更高的预期收益：由于收益期的提前，被投资企业的收益曲线向左产生了移动，从而在同一时点上，在“资本化”机制启动之前，表现出了比没有风险资本注入时的收益曲线更高的斜率，并通常会使投资者依据“历史说明未来”的逻辑在心中产生更高的收益预期，从而提高了“资本化”时企业总的“现值”，风险投资商作为“现值”的兑付者之一，自然也要分享到这一块。然而，从长期来看，投资者最终会根据实际的收益情况来调低被投资企业的交易市值，所以风险投资商于“资本化”时得到的这块收益实际上是一种“透支收益”。甚至，在某些情况下，为了提高投资回报，作为私利追逐者的风险投资商还可能产生“过度包装”被投资企业“历史”并加速启动“资本化”进程的倾向，从而使其投资回报中的“透支收益”更加明显。

## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理预期的高收益机制：现值收益和透支收益





## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理预期的高收益机制：现值收益和透支收益

- 假定风险投资商在A点投入，在B点启动“资本化”机制，退出投资；由于资本约束的放松，收益期提前， $L_0$ 自A点开始向左移动至 $L_1$ 。此外，由于增值服务的注入，自A点开始至拐点C出现之前企业的收入和利润增长通常要高于无风险资本注入时的情形。因此， $L_1$ 在AC段任何一点的斜率要高于 $L_0$ 在AF段同时点的斜率； $L_1$ 和 $L_0$ 在G点交叉， $L_1$ 与 $L_2$ 在C点以前重叠， $R_{1i}$ 和 $R_{0i}$ 为有风险资本介入和无风险资本介入这两种情况下企业在第*i*期的预期收益， $R_{1j}$ 为曲线 $L_2$ 在第*j*期的预期收益， $E(R_1)$ 、 $E(R_2)$ 为风险投资商在*m*时点启动资本化机制、退出投资时按 $L_1$ 和 $L_2$ 两条不同收益曲线所能兑付的现值， $E(R_0)$ 为在无风险资本注入情况下，在同一时点*m*转让等量股权的期望价格，*d*为风险投资商的分红比例（假定固定不变）， $r_1$ 和 $r_0$ 为贴现率。则，

$$E(R_0) = \sum_{i=m+1}^n \frac{R_{0i} \times d}{(1+r_0)^{i-m}}$$

$$E(R_1) = \sum_{i=m+1}^n \frac{R_{1i} \times d}{(1+r_1)^{i-m}}$$

$$E(R_2) = \sum_{i=m+1}^h \frac{R_{1i} \times d}{(1+r_1)^{i-m}} + \frac{\sum_{j=h+1}^n \frac{R_{1j} \times d}{(1+r_1)^{j-h}}}{(1+r_1)^{h-m}} = \sum_{i=m+1}^h \frac{R_{1i} \times d}{(1+r_1)^{i-m}} + \sum_{j=h+1}^n \frac{R_{1j} \times d}{(1+r_1)^{j-m}}$$

## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理预期的高收益机制：现值收益和透支收益

(1) 在其他条件不变的情况下， $L_0$ 平移至 $L_1$ ，则对应任何一个预期收益 $R_*$ ，其出现在 $L_1$ 上的

时点比出现在 $L_0$ 上的时点要早。即如图所示，对应任何一个 $R_*=R_{1k}=R_{0u}$ ，由于 $k < u$ ，假定 $r_1=r_0$ ，

则 $\frac{R_{1k} \times d}{(1+r_1)^{k-m}} > \frac{R_{0u} \times d}{(1+r_0)^{u-m}}$ ，结果使得 $E(R_1) > E(R_0)$ ，由此产生了“现值收益”；

(2) 在其他条件不变的情况下，不确定性的降低和成功概率的提高，使得 $R_1 < R_0$ ，则 $\frac{1}{(1+r_1)^{i-m}} > \frac{1}{(1+r_0)^{i-m}}$ ，结果也使得 $E(R_1) > E(R_0)$ ，同样产生了“现值收益”；

(3) 在其他条件不变的情况下，由于投资者预期的提高， $R_{1j} > R_{1i}$ ，则 $\sum_{j=h+1}^n \frac{R_{1j} \times d}{(1+r_1)^{j-m}} > \sum_{i=h+1}^n \frac{R_{1i} \times d}{(1+r_1)^{i-m}}$ ，结果使得 $E(R_2) > E(R_1)$ ，“透支收益”由此产生。

## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理预期的高收益机制：结论

- 风险投资的高收益来源于以转换的形式分享的被投资企业的“行业超额利润”和“垄断利润”以及基于这一基础条件和管理素质而获得的“现值收益”和“透支收益”。
- 在这四大收益来源中，以转换的形式分享的被投资企业的“行业超额利润”和“垄断利润”是风险投资高收益中最基础、最主要的部分，而“现值收益”和“透支收益”则属于基础收益的“放大”部分，四大收益均可“合理预期”，共同为风险投资构筑了一个路径清晰、逻辑严密的收益机制，我们称之为“合理预期的高收益”机制（the Mechanism of Rational Expected Returns）。
- 为实现高回报，风险投资商必须依照风险投资这一核心机制的内在要求，投资于那些处于“成长期”并且具有“独特性”和较高管理素质的企业，并在投入稀缺资本的同时，依照有效资本市场“资本化”机制的要求对被投资企业进行培育，提供增值服务，塑造成功“历史”，最终通过适时启动“资本化”机制来将这四个方面的潜在收益兑付为现值回报。
- 也正因为这一核心机制，使得风险投资得以将被投资企业、风险投资商以及资本市场的各种要素进行有机组合，使创新与金融、投资与管理相统一，创业管理与职业化管理、私募融资与公开市场相衔接，在为风险投资商带来与其所承担的风险水平相适应的超额回报的同时，弥补了那些处于“成长期”、具有“独特性”和较高“管理素质”的未上市中小企业的权益性“资本缺口”。

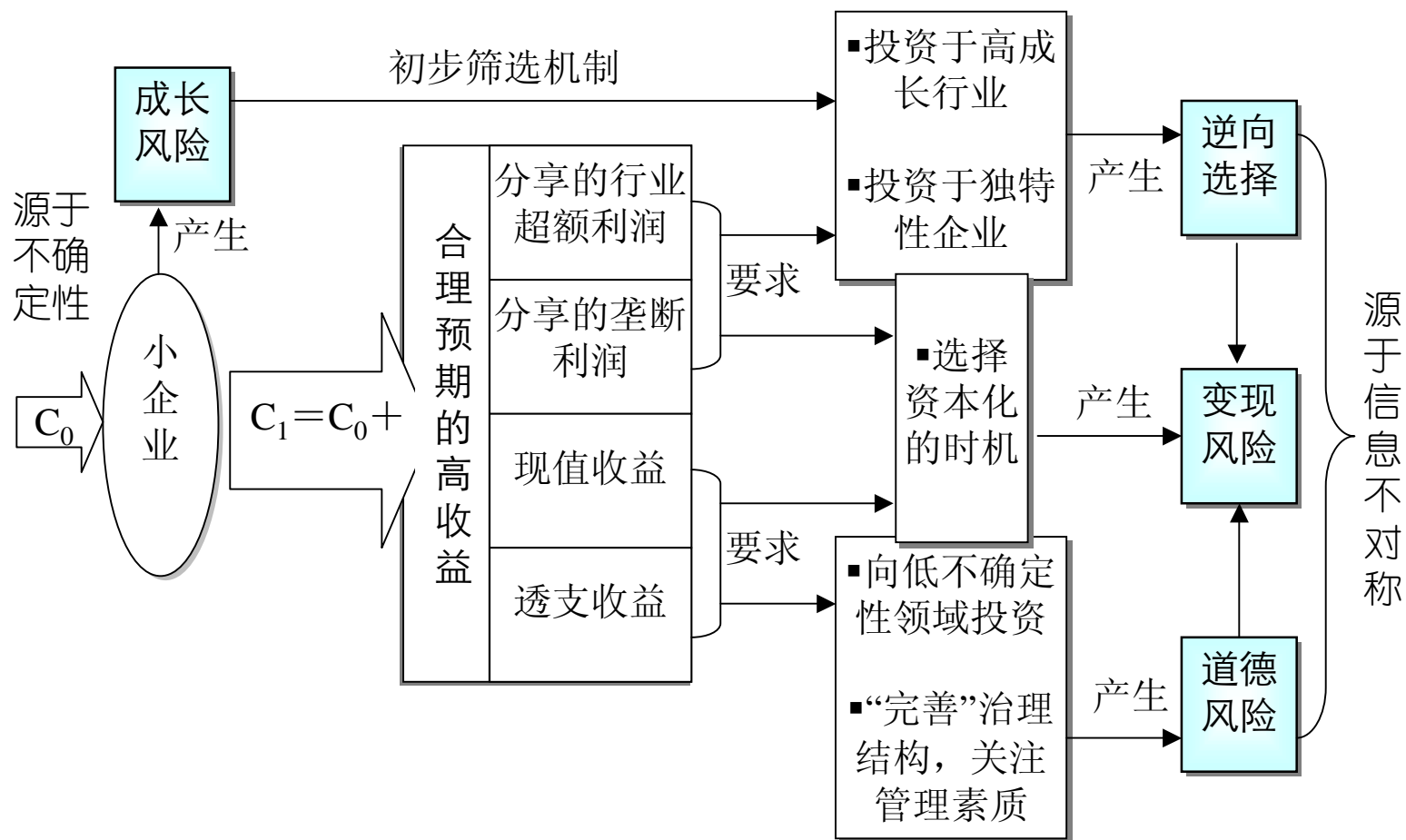
## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理控制的高风险机制

- 已有研究普遍认为，小企业“很高的不确定性”、“严重的信息不对称”及其“资产的特殊性质”决定了风险投资的“高风险性”。高度不确定性意味着投资者和创业者无法自信地预测企业将来究竟会如何。而信息不对称的存在则会导致创业者采取某些投资者观察不到的有害行为，同时还会导致选择问题 - 即无法排除那些不可接受的项目或创业者。此外，企业最重要的资产如果都是无形资产（缺少“硬资产”），则一旦经营不善，创业者卷款而逃的可能增大，这亦将增大投资者的风险。显然，小企业总是同很大程度的不确定性、严重的信息不对称以及缺少“硬资产”联系在一起，从而决定了风险投资的高风险。
- 我们认为，从风险投资产生和演进的制度变迁解释来看，“高不确定性”、“严重的信息不对称”和“缺乏硬资产”的确构成了风险投资高风险的重要源泉，否则我们便无法解释传统金融市场对小企业融资的“理性歧视”并由此引致制度均衡的打破及风险投资的产生。但仅此分析还不够，对风险投资高风险的来源及其在此基础上形成的风险控制机制的研究还应结合风险投资特殊的收益机制来进行，由此才能完整地揭示出风险投资的整个风险收益机制。

## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理控制的高风险机制：高风险的来源



## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理控制的高风险机制：成长风险及其控制

- 风险投资的高风险首先来源于小企业经营的高度不确定性（Uncertainty）。所谓“不确定性”是用来衡量一个企业或一个项目所有可能的潜在结果的分布，潜在的结果越分散，不确定性越大。小企业和大企业的不同恰恰在于小企业是依赖于这种高不确定性而求得“机会收益”，而大企业则依靠投资于不确定性低的领域来获取“规模收益”，两者不确定性程度的高低均与其可投入资本的规模和期望收益相适应，“投资”、“不确定性”、“期望收益”这三要素的结合决定了小企业和大企业不同的竞争优势：小企业靠“绝对低成本、相对高收益”生存、大企业靠“相对低成本、绝对高收益”取胜。小企业要成长为大企业，就必须逐步放松“资本约束”，向不确定性程度较低的领域增加投资，并依靠这种持续投资来获得规模收入和利润。小企业的这一特点决定了对其投资的高风险性：如果投资于其创建和生存阶段，风险投资商最多只能分享相对于其“绝对低成本”相对高的“机会收益”，这既不具备吸引力也没有必要性。因此，风险投资商只需、也只能投资于其成长阶段，即对小企业成长为大企业这一过程的某个阶段进行投资。而小企业在其成长过程中不可避免地要面对一系列的“成长风险”，包括研发风险、制造风险、营销风险、管理风险和增长风险等（图3.5），这些都构成了风险投资高风险的基本源泉。
- 风险投资解决“成长风险”的办法是制定严格的投资政策和投资标准，仅投资于处于“成长期”，具有“独特性”且管理素质较高的企业，而非所有存在“资本缺口”的中小企业。处于“成长期”意味着企业的研发风险和制造风险已经较低，只需应对市场营销风险、管理风险和增长风险。“独特性”的存在则意味着企业可以在某种程度上为竞争对手树立进入壁垒，从而建立竞争优势，降低营销风险。而相对高的管理素质则为企业降低管理风险提供了保障。通过这一初步筛选机制，风险投资在为其合理预期的高收益机制创造基础条件的同时，有效地将其投资风险限定在一定可控范围之内。



## 1.3 风险投资的特殊机制

- 风险投资合理控制的高风险机制：逆向选择、道德风险及其控制
  - 风险投资的高风险还来源于被投资企业严重的“信息不对称(Asymmetric Information)”及与此相关的“逆向选择(Adverse Selection)”和“道德风险”(Moral Hazard)，而这又与风险投资特殊的收益机制有着密不可分的关系。
  - 所谓“信息不对称”，是指关于某些信息缔约当事人一方知道而另一方不知道，甚至第三方也无法验证，或者能够验证但成本较高，从而实际上不能验证。通常，信息不对称分为两种：即事前的信息不对称和事后的信息不对称。
  - 事前信息不对称的一个最大问题就是容易产生“逆向选择”：因为卖方拥有关于交易标的质量的充分信息，而买方掌握的信息则要少得多，这种信息不对称的结果通常会导致买方按市场的平均质量来对交易标的出价，结果那些质量高于市场平均水平的交易标的就会因得不到与其质量相称的价格而退出市场，从而产生“劣币驱逐良币”的现象。
  - 这种逆向选择在风险投资的项目搜寻、筛选过程中就常常会碰到：那些真正具备投资价值的项目往往会因为“要价太高”而得不到风险资本的支持，从而被排斥到市场之外。风险投资商在市场上所看到的大部分项目其实都不是最具投资价值的，最具投资价值的项目往往需要风险投资商主动去搜寻，去评判，既而按照高于市场平均质量所对应的价格出资投入。



## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理控制的高风险机制：逆向选择、道德风险及其控制

- 风险投资商要想获得被投资企业预期的行业超额利润和垄断利润的分享部分，就必须在众多存在“资本缺口”的中小企业去积极主动寻找那些具有处于成长期，并且具有独特性和较高管理素质的未上市中小企业。通常，风险投资商对投资项目的这种搜寻、评判只有两个依据：一是项目方主动进行的“信号传递”，二是风险投资商主动获取关于投资项目的“内幕信息”。因此，风险投资商获取项目信息的能力和对“传递信号”的解读能力就成为关键。于是，那些有风险投资商恰好可以利用其通过尽职调查和信号解读所获得的“内幕信息”来获得超额利润，而能力差的则只能按市场平均质量所对应的出价获得投资劣质项目的机会，从而无法合理预期可分享的行业超额利润和垄断利润，现值收益和透支收益也无从可得，结果自然是血本无归。
- 因此，要应对因“逆向选择”而产生的项目筛选问题，还得从提高投资商自身的信息获取能力和信号解读能力入手，于是，联合投资（Syndication of Investment）、组合投资（Portfolios of Investment）、分阶段投资（the Staging of Capital Infusions）、可转换金融工具的使用（the Use of Convertible Securities）以及风险投资基金自身特殊的治理结构——有限合伙制（the Limited Partnership）出现了，共同组成了风险投资应对“决策风险”的主要机制。其中，联合投资部分解决了风险投资对高价值项目的信息获取问题；组合投资通过不同项目、不同发展阶段的搭配部分解决了单个投资项目的决策失误问题；分阶段投资和可转换金融工具部分解决了信号传递和信号解读问题；而风险投资基金自身特殊的治理结构则部分解决基金经理们的激励补偿（Incentive Compensation）问题，从而为信息获取和信号解读问题的解决提供了保障。

## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理控制的高风险机制：逆向选择、道德风险及其控制

- 信息不对称引起的另一问题是由事后信息不对称引起的“道德风险”，即缔约双方一方当事人利用自身信息优势从事谋求自身利益最大化的“机会主义行为”，从而给另一方当事人带来损失。风险投资商的目标函数是如何通过“资本化”机制及时将可合理预期的“以转换形式获得的、可分享的行业超额利润和垄断利润”、“现值收益”和“透支收益”兑付为现值，实现超额投资回报。风险投资商为了实现其目标函数，按照其内在收益机制的要求，通常会要求被投资企业将稀缺资本投入到不确定性相对较低一些的领域，以获取规模收入和利润，向未来的投资者传递关于企业持续成长的信息，同时按照有效资本市场的要求完善被投资企业的治理，导向职业化管理，以证明其信息传递的可靠性，从而为适时启动“资本化”机制创造条件；而创业者的目标函数则可能具有多重性：或为了获取创业经验，或最大化在职消费，或为了创建一个伟大的企业，如此等等，通常不可能与投资者的目标函数完全一致。而且，由于创业者对创业企业的管理往往以企业家精神主导、集权化管理为主要特征，靠“机会主义行为”谋利、以“绝对低成本”取胜，这种管理模式适应了创业管理的需要，却是职业化管理之大忌，与有效资本市场的要求格格不入。但由于惯性的作用，创业者往往会自觉不自觉地将这种创业管理模式带到被投资企业中来，从而从根本上动摇了“资本化”机制的基础，与风险投资商的目标函数完全相背离。显然，风险投资合理预期的高收益机制会要求风险投资商将自己的目标函数以显性或隐性条款写入投资契约之中，否则，双方的投融资交易不可能实现。但由于通常是创业者而不是投资者在运营管理被投资企业，因此创业者掌握了比投资者更多的“内幕信息”，加上投资前创业者还可能拥有的“隐藏信息”，创业者相对于投资者的信息优势非常明显，在这种情况下，创业者的道德风险就很可能产生。

## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理控制的高风险机制：逆向选择、道德风险及其控制

- 解决道德风险一方面可以从风险投资商入手，让其通过一定渠道获得更多信息，减少信息不对称；另一方面可以从创业者入手，一是在投资选项时选择那些具备良好道德品质和职业修养的创业者，二是在投资后通过一定的激励和约束机制，减少创业者实施机会主义行为的动机。事实上，风险投资商在实践中正是这样做的：（1）在董事会中占据席位，提供增值服务，积极介入被投资企业；（2）要求被投资企业定期提供经营信息，包括财务报表、预算及经营报告等，并随时查阅企业的会计账目，对报表或报告提出质询等；（3）进行联合投资，通过投资伙伴获得的信息来补充自身信息的不足。通过这三项措施，信息不对称问题可以得到部分缓解；（4）控制追加投资，如采用分阶段投资策略和反摊薄条款等；（5）签署雇佣合同：在必要的时候，风险投资商可以利用这一合同解雇作为高管人员的创业者；（6）约定重大决策“一票否决权”；（7）使用可转换金融工具，通常是可转换优先股；（8）使用优先权，包括优先认购权、注册权和出售权等；（9）签署肯定盟约与否定盟约：即对创业者应该和不得从事哪些行为做出约定；（10）签署回购条款，即约定当被投资企业没能达到预期的经营效果或无法退出投资时，风险投资商有权要求创业者回购其股份。采用此七项措施，可以提高创业者机会主义行为的成本，从而减少行为动机；（11）给予创业者购股期权：购股期权的价格和比例与企业的业绩挂钩，如果创业者被解雇，所有未配给的股权或期权都将被企业收回；（12）提供给创业者一个关于被投资企业控制权的看涨期权：由于创业者的持股比例会因配股和行权而逐步增加，而风险投资商最终要退出其投资，因此，只要被投资企业顺利发展，其控制权最终仍会回到创业者手中。此两项从激励补偿角度减少了创业者从事机会主义行为的动机。此外，风险投资商还尤其注重对创业者管理素质的评估，这种素质评估的一个很重要方面就是品德和职业化管理能力，一个具备良好道德品质和职业操守，同时又具备职业化管理能力或能力潜质的创业者一方面可以从源头上有效降低道德风险，另一方面又迎合了有效资本市场对风险投资通过“资本化”机制实现投资回报的要求。

## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理控制的高风险机制：逆向选择、道德风险及其控制

- 这里还有一点需要说明，不只是在风险投资领域，信息不对称及由此产生的逆向选择和道德风险在几乎所有交易和委托代理情形中都广泛存在着。但是，由于在风险投资中存在下述情况，所以逆向选择和道德风险更为突出，从而使风险投资商承担了更大而不是一般意义的投资风险：
  - 由于创业型中小企业缺乏历史轨迹，创业初期的运作不规范，信号传递不足，所以解决逆向选择问题的难度相对于其他投资，包括其他形式的非公权益资本投资（Private Equity Investment）要大；
  - 由于创业型小企业缺乏可供抵押的“硬资产”，对无形资产和创业者人力资本的依赖性很强，创业者开展机会主义行为的总成本有限，所以道德风险加大；
  - 创业管理和职业化管理“天然的对立性”使得创业者很难适应风险投资“资本化”机制对创业企业管理模式的转换和创业者管理能力提升的要求，从而会导致创业者“主观上为了企业发展，客观上破坏资本化机制”的结果，这对风险投资商而言也是一种道德风险，尽管这种道德风险未必会损害到企业的长远利益。



## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理控制的高风险机制：变现风险及其控制

- 风险投资的另一个高风险来源是“变现风险”，变现风险与创业者的逆向选择、道德风险以及风险投资商对“资本化”时机的判断和选择有关。如果逆向选择问题没有得到有效解决，风险投资商就不可能投资于高价值的投资项目，企业迈向资本市场的基础条件都不具备；如果道德风险得不到有效控制，成长性再好、独特性再强的高价值投资项目也会被创业者的机会主义行为侵蚀殆尽，资本化最终无从谈起；如果风险投资商不能把握资本化的启动时机，或者目标资本市场陷入周期性萧条，资本化机制的启动亦可能遥遥无期。资本化机制不启动，风险投资合理预期的高收益就无法实现，这就产生了变现风险；
- 风险投资解决变现风险的办法除了上述解决逆向选择和道德风险问题的一系列举措外，还特别注重投资前对投资退出渠道及退出可能性的评估。更进一步说，即使是成长性再好、独特性再突出的高价值项目，如果没有可行的退出渠道，风险投资商也不能投资。这一点在资本管制较多、资本市场不发达的投资环境中表现得十分明显。而在解决逆向选择和道德风险的众多举措中，回购条款和可转换金融工具的运用对降低变现风险起着更为重要的作用。



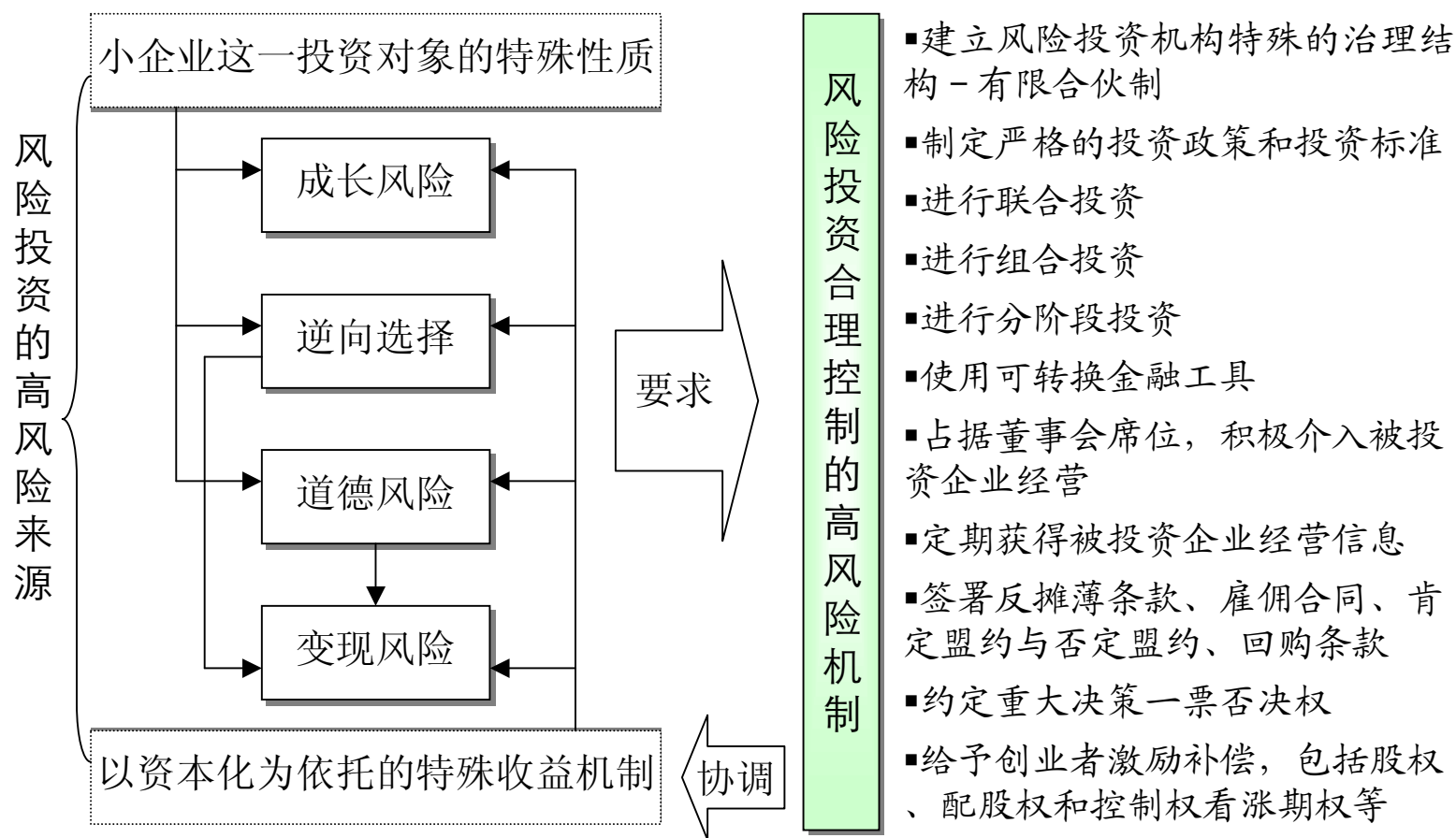
## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理控制的高风险机制：结论

- 风险投资的高风险主要来源于其投资对象的高度不确定性、投融资双方不同的目标函数和信息不对称以及风险投资商对资本化时机的判断和选择，从而相应形成了“成长风险”、“逆向选择”、“道德风险”和“变现风险”。风险投资的投资风险之所以相对于其他形式的投资要高是由其特殊的投资对象和特殊的收益机制所决定的：小企业这一特殊对象经营的高度不确定性使得风险投资商不得不分担被投资企业的成长风险；被投资企业经营历史的缺乏、资产性质及其资产结构中人力资本和无形资产的专用性、不可分割性和不可抵押性以及创业管理和职业化管理天然的敌对性使得风险投资的逆向选择和道德风险问题更为突出；而风险投资以资本化机制为依托的特殊收益机制一方面构成了成长风险传递和道德风险放大的条件，另一方面也导致了变现风险的出现。为合理控制高风险，风险投资从投资者和创业者两方面入手，通过拓展风险投资商的信息获取渠道、减少创业者的机会主义行为动机以及构造投融资双方博弈过程中的“信号传递”机制等发展了一套相对完整的风险控制机制，包括积极介入被投资企业、分阶段投资、联合投资、使用可转换金融工具、签署雇佣合同和回购条款、给创业者以股权和期权方式的激励补偿等，从而得以将其相对高风险合理控制在“有限”和“可控”范围之内，故我们称之为风险投资的“合理控制的高风险”机制（the Mechanism of Rational Controlled Risks，下页图）。

## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 风险投资合理控制的高风险机制：结论



## 1.3 风险投资的特殊机制

### ■ 总结

- 作为解决小企业“权益性资本缺口”问题的一种制度安排形式，风险投资构造了一种特殊的风险收益机制——“合理预期的高收益和合理控制的高风险”机制。风险投资“合理预期的高收益”来自于以转换形式分享的被投资企业的“行业超额利润”、“垄断利润”和基于这一基础条件和被投资企业管理素质而获得的“现值收益”和“透支收益”；“合理控制的高风险”来自于小企业的“成长风险”、投资决策中的“逆向选择”、创业者的“道德风险”和“变现风险”。风险投资通过拓展投资商的信息获取渠道、减少创业者的机会主义行为动机以及构造投融资双方博弈过程中的“信号传递”机制等发展了一套相对完整的风险控制机制，包括积极介入被投资企业、分阶段投资、联合投资、使用可转换金融工具、签署雇佣合同和回购条款、给创业者以激励补偿等，从而得以将其相对高风险合理控制在“有限”和“可控”范围之内。

#### 合理预期的高收益

- 以转换的形式分享的行业超额利润
- 以转换的形式分享的垄断利润
- 现值收益
- 透支收益



#### 合理控制的高风险

- 成长风险
- 逆向选择
- 道德风险
- 变现风险

# 1.4 风险投资的定义及若干引申结论

## ■ 风险投资的定义

- 风险投资的定义必须符合理论和历史逻辑
  - 风险投资的理论逻辑：风险投资作为解决小企业权益性资本缺口问题的创新金融制度安排而产生，这种制度创新在本质上体现于风险投资的特殊机制－合理预期的高收益和合理控制的高风险机制；
  - 风险投资的历史逻辑：风险投资是为解决小企业融资问题而产生的一种风险高、流动性差的长期资本提供方式，有着其自身特殊的、内在的、本质的、必然的运行机制。
- 从风险投资特殊的“合理预期的高收益和合理控制的高风险”机制可以分析出：
  - 从价值形态上看，风险投资投入的是“资本”，产出的还是“资本”，所以就概念的范畴归属而言，风险投资属于“资本运营”方式的一种；
  - 从收益实现和风险控制的基本过程来看，风险投资整个运作模式的成功支点有三个：投资对象、资本化机制、塑造历史（资本注入、增值服务和风险控制为手段），投资对象是基础，资本化机制是必要条件，塑造历史是手段，三者缺一不可；
  - 从收益实现和风险控制所依据的逻辑条件来看，风险投资商和被投资企业本质上是一种股权关系；
  - 从核心功能来看，风险投资的主要功能是解决了部分未上市创业型中小企业的权益性资本缺口问题。

# 1.4 风险投资的定义及若干引申结论

## ■ 风险投资的定义

### ■ 依据上述要求，我们给出风险投资的定义：

- 风险投资是针对处于成长期、具有独特性和较高管素质的未上市中小企业进行长期股权投资，以有效资本市场的“资本化”机制为依托，通过“资本注入”、“增值服务”和“风险控制”三大手段塑造被投资企业“成功历史”，最终实现投资退出，在解决被投资企业“权益性资本缺口”问题的同时，以转换形式分享到被投资企业的“行业超额利润”、“垄断利润”，并在此基础上获取“现值收益”和“透支收益”的一种特殊资本运营方式（定义1）。

### ■ 由于定义1的限制性定语都已涵盖在风险投资的风险收益机制中，上述定义还可以简化为：

- 风险投资是针对处于成长期、具有独特性和较高管理素质的未上市中小企业进行长期股权投资、以“合理预期的高收益和合理控制的高风险”为核心运行机制的一种特殊资本运营方式（定义2）。



# 1.4 风险投资的定及若干引申结论

## ■ 风险投资的若干引申结论

- 风险投资并非只投“高科技”。风险投资的投资对象是处于成长期、且具有独特性、且管理素质较高的创业型中小企业。而不是人们一般意义上所理解的“所有中小企业”或“高科技企业”。这里所说的“成长期”是就行业生命周期而言的，“独特性”其实就是“创新性”，它可能是技术上的，也可能是资源上的，还可能是营销或运营模式上的，高科技仅仅是技术独特性的一个主要表现而已，绝不是全部。尽管在风险投资实践中，风险投资商对技术创新项目给予了极大的重视，但这最多只能说明技术上的独特性易于通过信号传递进行识别，从而容易被风险投资商所认可，而不是风险投资的本质要求；
- 对“重建期”和“成熟期”企业的投资不是风险投资。虽然重建期企业具有某些创业企业的特征，也可能满足风险投资对“高成长”、“独特性”和管理素质（一般通过更换管理层实现）的要求，通常也需要重新塑造“历史”，并可以通过启动资本化机制实现投资退出，获取高回报，即单纯从风险收益机制来说，对重建期企业的投资在内在运作机制上可能与风险投资完全相同。但从严格意义上说，由于重建期企业在“经营历史”、“资产性质”等方面与创业型中小企业存在区别，使得重建期企业的资本需求完全可能通过其他股权和债权融资方式得到解决，即风险投资对于解决重建期企业的资本缺口问题没有唯一性，故对重建期企业的投资不是风险投资的本质要求，尽管风险投资商对重建期企业的投资同样“轻车熟路”。而且，将对重建期企业的投资归入风险投资也不符合风险投资产生发展的初始条件和历史逻辑；而对成熟期企业的投资则因为从根本上不符合风险投资“合理预期高收益”的内在要求，所以不能纳入风险投资范畴。

# 1.4 风险投资的定义及若干引申结论

## ■ 风险投资的若干引申结论

- “参股还是控股”不是风险投资的本质要求。风险投资的本质是其特殊的“合理预期高收益和合理控制高风险”机制，投资对象、资本化机制和历史塑造构成这一机制有效运转的三大支点，连接这三大支点的基本关系是投融资双方的股权关系。尽管在风险投资实践中，风险投资商往往并不要求对被投资企业进行控股，而是以参股的方式投入到被投资企业。但这并不表明，参股投资构成风险投资的内在要求，参股还是控股，一方面取决于被投资企业的价值评估、风险投资商投入的资本量及建立在此基础之上投融资双方的讨价还价，另一方面还取决于风险投资商合理控制高风险的需要。在某些特定条件下，如果风险投资商投入到一个成长性和独特性很突出的企业中，但预期的“道德风险”比较大时，在不影响创业者激励补偿的前提下，控股投资就可能会成为必要。关于这一点，中国的风险投资实践已经给了很好的佐证。
- 风险投资首先投的不是“人”。有一种很流行的说法认为风险投资首先投的是“人”，但我们的分析并不支持这一结论。从风险投资的风险收益机制及其本质内涵来看，风险投资的成功首先取决于能否找到具备获取“行业超额利润”和“垄断利润”潜质的投资对象，而不是首先寻找高素质的创业者。“人”的重要性在风险投资的内在运行机制中主要体现在三个方面：首先，高素质的创业者是实现行业超额利润和垄断利润，并为风险投资商带来“现值收益”的必要条件之一；其次，高素质的管理者可以从主观上减少机会主义行为，降低道德风险；再次，具备职业化管理能力或潜质的创业者可以有效消除创业管理和职业化管理之间的“天然敌对性”，从而从客观上降低了道德风险。但即便如此，“人”也只是风险投资核心机制有效运行的一个必要条件之一，而不是首要条件。首要条件还是被投资企业本身的“高成长”和“独特性”特质。

# 1.4 风险投资的定义及若干引申结论

## ■ 风险投资的若干引申结论

- 风险投资的“增值服务”并不一定“增值”。风险投资除了向被投资企业注入资本外，还应提供增值服务，包括提供融资服务和网络资源支持、帮助挑选高层管理人员、提供管理顾问、帮助制订计划和组织发展、提供理念培训以及完善治理结构等。现有研究普遍认为，风险投资的增值服务对帮助企业成长具有非常重要的作用，但从风险投资特殊的风险收益机制来看，这个结论值得质疑。依据前面的分析，我们得知，增值服务之所以重要，首先在于风险投资商需要依托这一手段来塑造被投资企业的“成功历史”，以向资本市场传递关于被投资企业“持续增长”的信号，并证明其信息提供的可靠性，继而按照有效资本市场的逻辑启动“资本化”机制来实现高回报。然而，风险投资商按“资本化”机制的要求来提供增值服务的逻辑与企业产生和演进的正常逻辑并不完全一致。研究表明，企业的产生和发展有其自身特有的规律，“创业管理”和“职业化管理”存在着天然的敌对性，从创业管理对职业化管理需要一个资源、业务、治理结构和人力资源相互作用、协同推进的过程，尤其需要创业者自身能力的提升，而风险投资的增值服务却是以资本化为目标，带有天然的“短视性”，不免有“拔苗助长”之嫌，从而可能给被投资企业的长远发展构成损害。
- 风险投资的重要出口 - 创业板的“门槛”不能过低。创业板作为风险投资的一个重要“出口”，在风险投资整个运作体系中起着十分重要的作用。创业板相对于主板而言，其发行上市门槛相对要低，这一方面是一个国家多层次资本市场体系建设的内在要求，同时也是发展风险投资的一个重要外部条件。但是，创业板的发行上市标准并非越低越好，这里有两个原因：第一，创业板是公开资本市场的一个子范畴，“信息”和“流动性”同样是其两大支柱，“历史说明未来”同样是其有效运行的基本逻辑。因此，必须设立一定的“门槛”来满足市场投资者对信息的需求；第二，从制度变迁情况来看，风险投资产生和存在的前提就是其投资对象无法通过公开市场来获得资本，如果推出一个“低门槛”的创业板，风险投资便失去了生存的基础，这样做不仅有损于风险投资业自身的健康发展，也必然导致整个多层次资本市场体系的混乱，使资本市场不成其为资本市场！其结果将大大出乎这一政策鼓吹者的意料之外。

# 1.4 风险投资的定义及若干引申结论

## ■ 风险投资的若干引申结论

- 风险投资是一种阶段性投资。当企业可抵押资产不足，或/且缺乏有说服力的经营轨迹时，传统的商业银行在无法获得抵押品的前提下不可能向这类企业提供信贷资金支持，而为保护公众投资者而设置的较高门槛的股票市场和债券市场也将这类企业拒之门外。这时候，风险投资商便“乘虚而入”；当企业经过培育发展，积累了足够满足商业银行要求的抵押品或满足资本市场要求的资产、收益规模时，风险投资商为确保“高收益”便“相机而出”。由此我们还可以得出两个重要结论：（1）风险投资必须要“退出”。正如前面分析的，风险投资“合理预期的高收益”是和投资对象的一定发展阶段（高成长阶段）相联系的，当企业的发展进入成熟期时，其收益便将趋于平均利润率，为了确保其合理预期的高收益不被“摊薄”，风险投资就必须及时退出。因此，退出是风险投资得以存在的一个重要基础！（2）风险投资是一种长期投资。风险投资对企业的一个主要贡献在于帮助企业形成满足商业银行和资本市场融资所要求的可抵押资产（“硬资产”）、资产收益规模 and 经营年限，从而为企业进入下一轮资金融通做好准备，因此，这是一个相对长期的过程，尽管这一过程已经比企业自我积累的过程要缩短了很多；
- 风险投资是一种专家投资。风险投资“合理预期的高收益和合理控制的高风险”机制表明，从投资对象的选择到增值服务的提供、再到投资退出，以及与此全过程相对应的、对于成长风险、逆向选择、道德风险以及变现风险的合理控制，整个风险投资的运作管理是一个非常复杂、但逻辑严密的系统过程，执行这一过程涉及到企业战略管理、人力资源、业务经营、治理结构以及资本运营和技术创新等多方面的知识和经验集成，因此非专家不足以担此重任。



# 1.4 风险投资的定及若干引申结论

## ■ 风险投资的若干引申结论

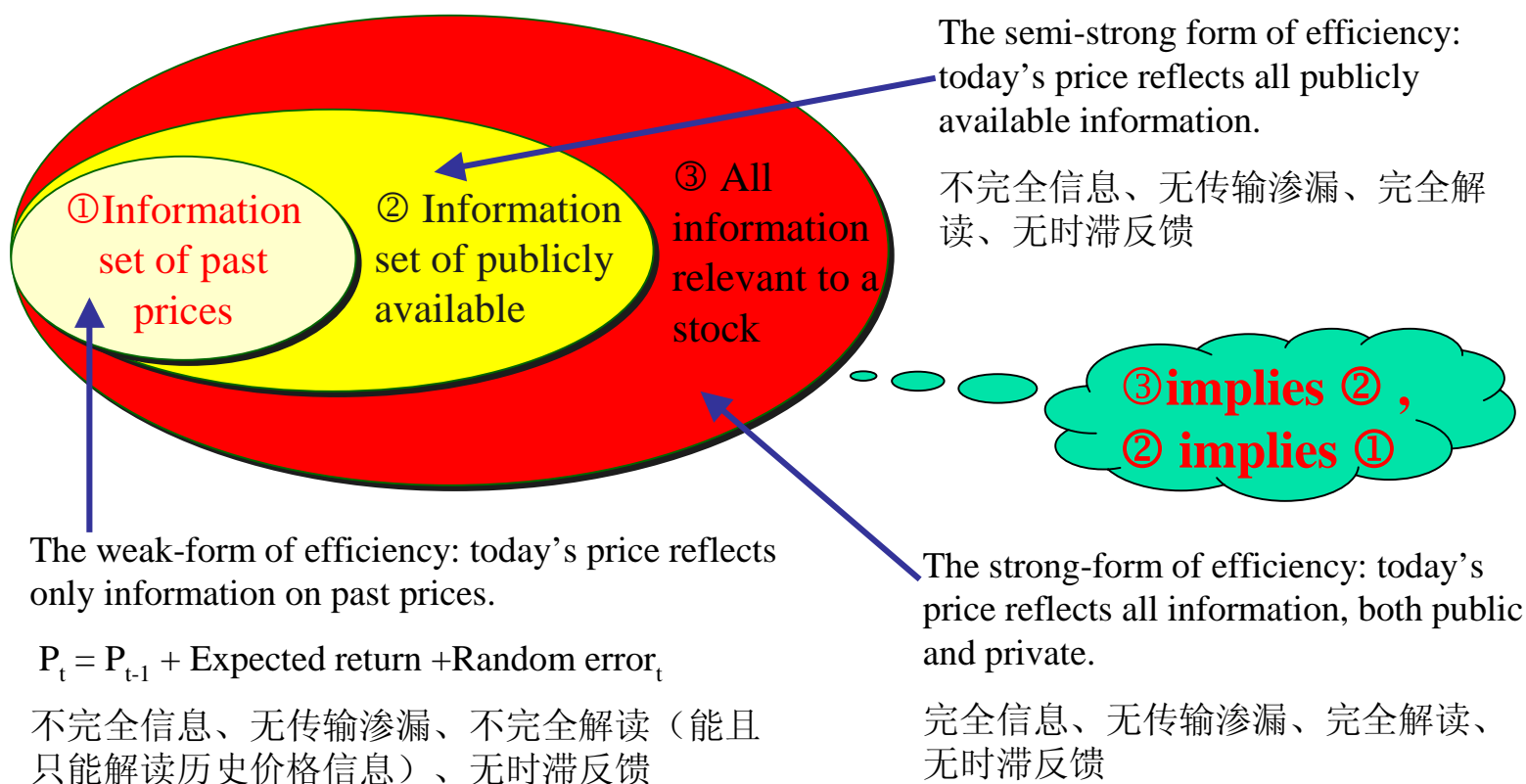
- “风险投资”与“创业投资”两种译名并无本质区别。探究“Venture Capital”的译名有两种思路：一种是音译，另一种是意译。显然，“创业投资”和“风险投资”都是站在意译的角度。而意译的准确与否首要是要看该译名是否反映了“Venture Capital”的本质内涵。我们的分析表明，“合理预期的高收益和合理控制的高风险”是Venture Capital特有的风险收益机制，也是“Venture Capital”的核心机制，从而构成了其本质内涵。既如此，从这一本质内涵出发，我们认识到，“投资对象”、“资本化机制”和“塑造历史”构成了“Venture Capital”有效运转的三大支点，而其中投资对象的选择是基础，资本化机制和塑造历史是必要条件。因此，是否符合“Venture Capital”投资对象的本质特征成为了“Venture Capital”意译名准确与否的一个重要标准。而“Venture Capital”的投资对象是那些处于成长期、具有独特性和较高管理素质的未上市创业型中小企业，这一投资对象一方面构成了“Venture Capital”合理预期高收益的基础条件，另一方面也因小企业的高度不确定性而为“Venture Capital”带来了很高的“成长风险”。这充分表明，“风险”和“创业”是“Venture Capital”投资对象的两个虽然不同却又相互关联的侧面，Venture Capital“合理预期的高收益和合理控制的高风险”的内在运行机制与“风险”和“创业”这两个侧面息息相关，从这个意义上说，“风险投资”和“创业投资”这两种译法都分别强调了“Venture Capital”的一个侧面。而且，既然两种译法都来源于同一个词汇 - “Venture Capital”，其本质内涵就不应该因译名不同而改变，也就是说，“风险投资”和“创业投资”不应该有本质的不同。对于学术研究而言，最重要的不是去论证哪个译名更为恰当，而是揭示两者背后共同的本质内涵。因此，我们的观点是：“风险投资”和“创业投资”不存在孰是孰非的问题，两者并无本质区别，两者都有合理之处。



# 1.4 风险投资的定及若干引申结论

## ■ 风险投资的若干引申结论

- 风险投资的风险收益机制与证券投资有着本质不同。



# 1.4 风险投资的定义及若干引申结论

## ■ 风险投资的若干引申结论

### ■ 风险投资的风险收益机制与证券投资有着本质不同（续）。

■ 按照有效市场理论，在信息对称、预期相同的情况下，证券价格反映了关于证券的全部信息，至少是历史价格信息（弱式有效市场），故投资者不可能利用信息获取超额利润，证券投资的收益取决于该证券的风险水平，从而形成了一种有效的、建立在均衡市场基础上的“高风险、高收益”机制。证券市场有效运转的基本逻辑就是建立有效的信息披露机制。

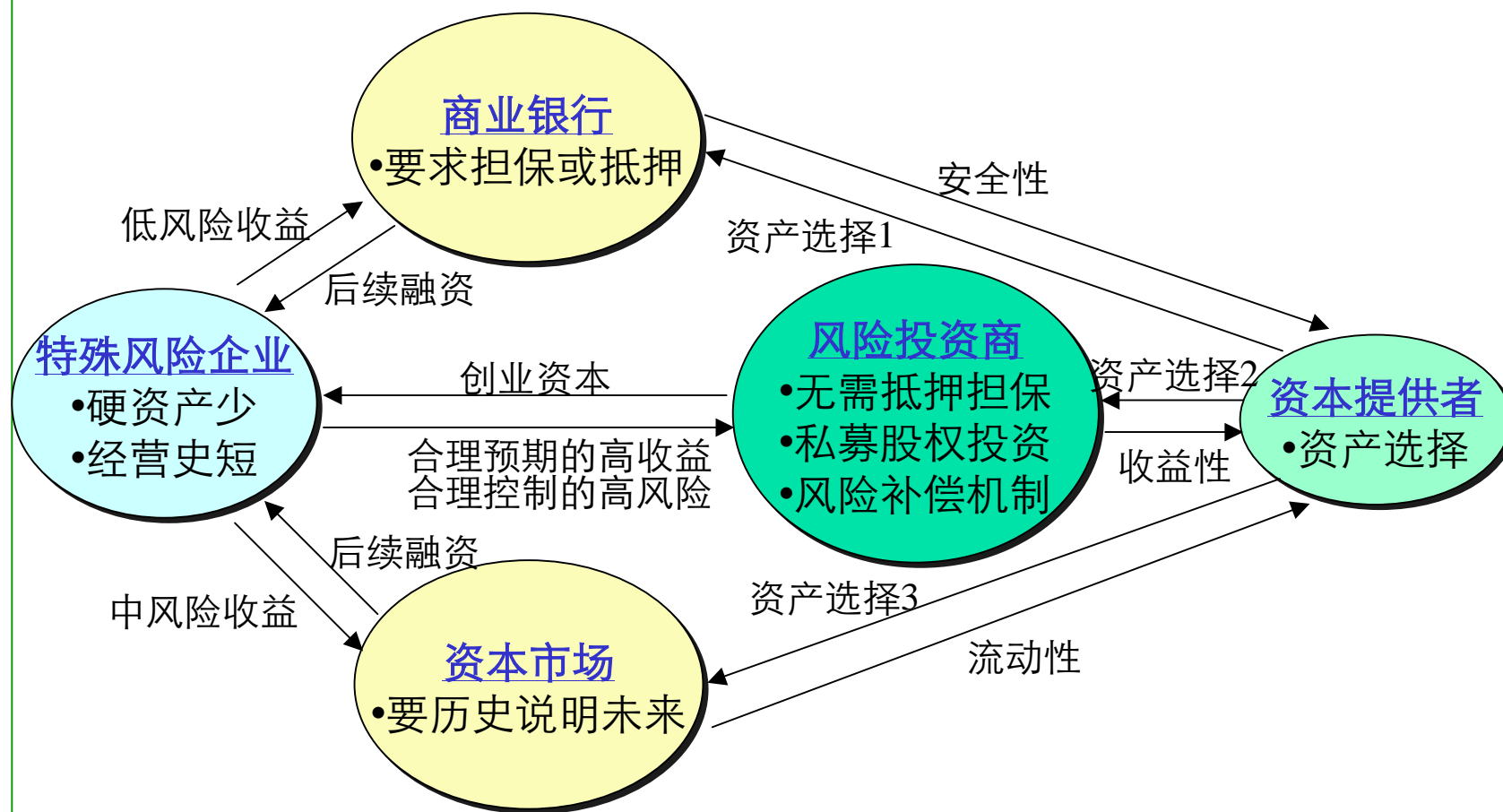
对称信息，  
风险收益

■ 证券市场的运作机制显然不适用于风险投资。因为投资对象的高不确定性、资产的特殊性质以及历史轨迹的缺乏，以及投融资双方严重的信息不对称，投资的价格显然不能反映投资对象的信息，包括其历史信息（因为根本就无历史可言）。因此，风险投资市场不是一个有效市场，风险投资商也不可能按照有效市场的逻辑来预期其收益。相反，风险投资恰恰是利用“信息不对称”来获取高收益的。事前信息不对称及由此导致的逆向选择的存在，对一部分投资商而言意味着血本无归，而对另一部分高明的投资者而言则意味着可以通过信息挖掘来获得超额利润。风险投资合理预期的高收益和合理控制的高风险机制本质上是一种利用信息不对称在竞争性风险投资市场上获取潜在高收益的机制。

非对称信息，  
超额利润

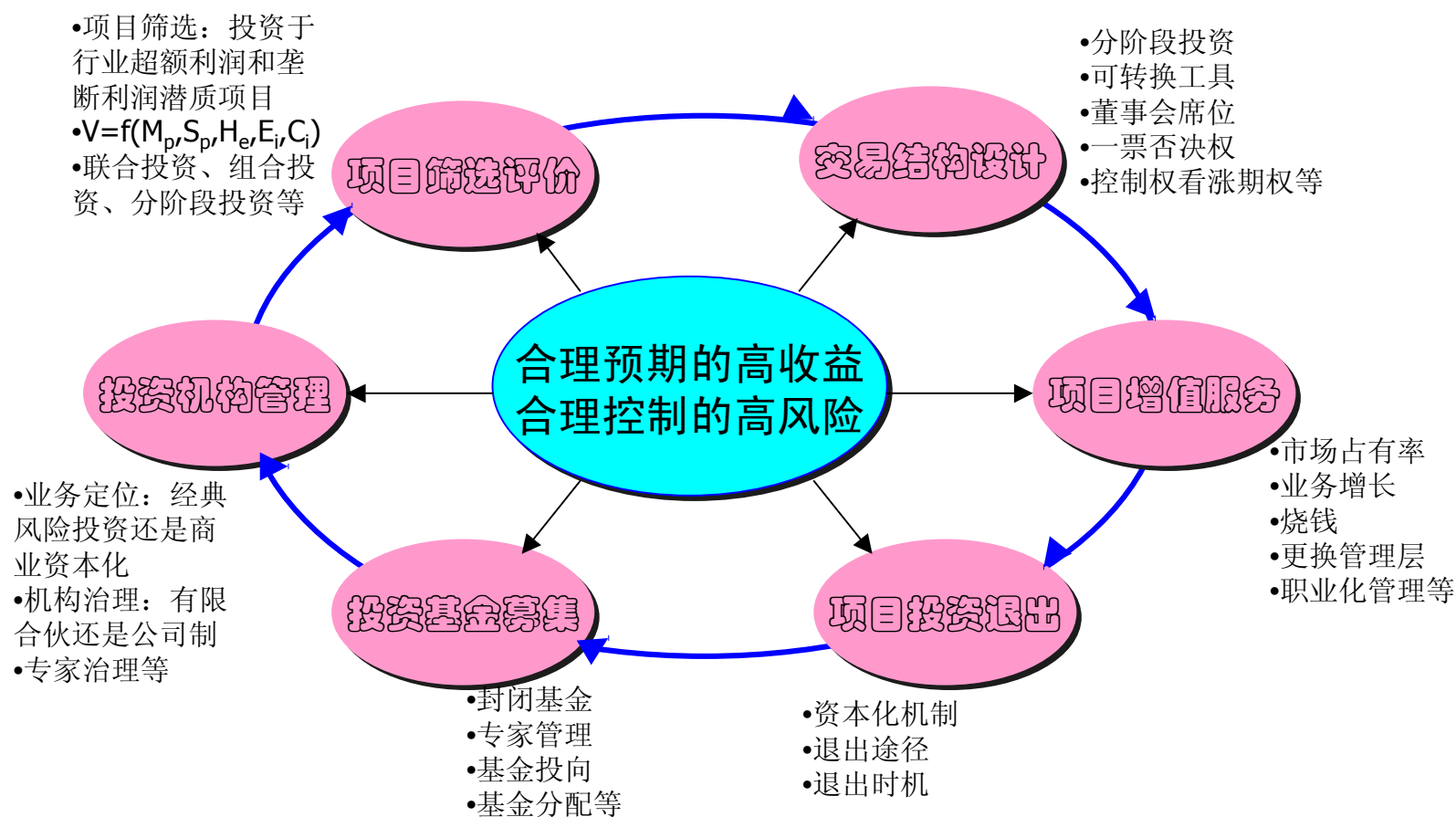
## 1.5 风险投资运作的整体逻辑框架

- 风险投资在整个金融市场中的地位：投资者的资产选择



# 1.5 风险投资运作的整体逻辑框架

## ■ 风险投资周期及其内在逻辑



## 第二讲 风险投资机构

---

- 2.1 风险投资机构的商业模式
- 2.2 风险投资机构的治理结构
- 2.3 风险投资机构的真实绩效
- 2.4 中国的风险投资机构简介

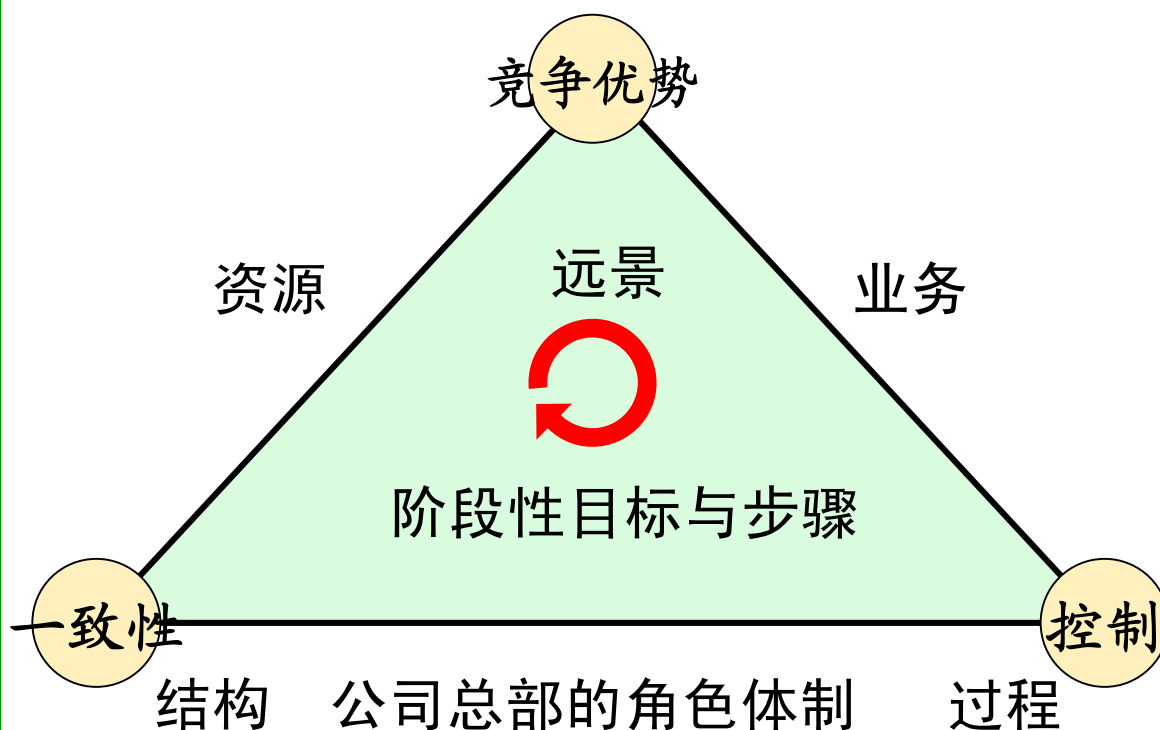


北京信息科技大学(北京信息工程学院)  
企业成长研究中心 · 经济贸易系  
Center for Research on Business Growth



## 2.1 风险投资机构的商业模式

### ■ 资源、业务与组织管理之间的三角关系

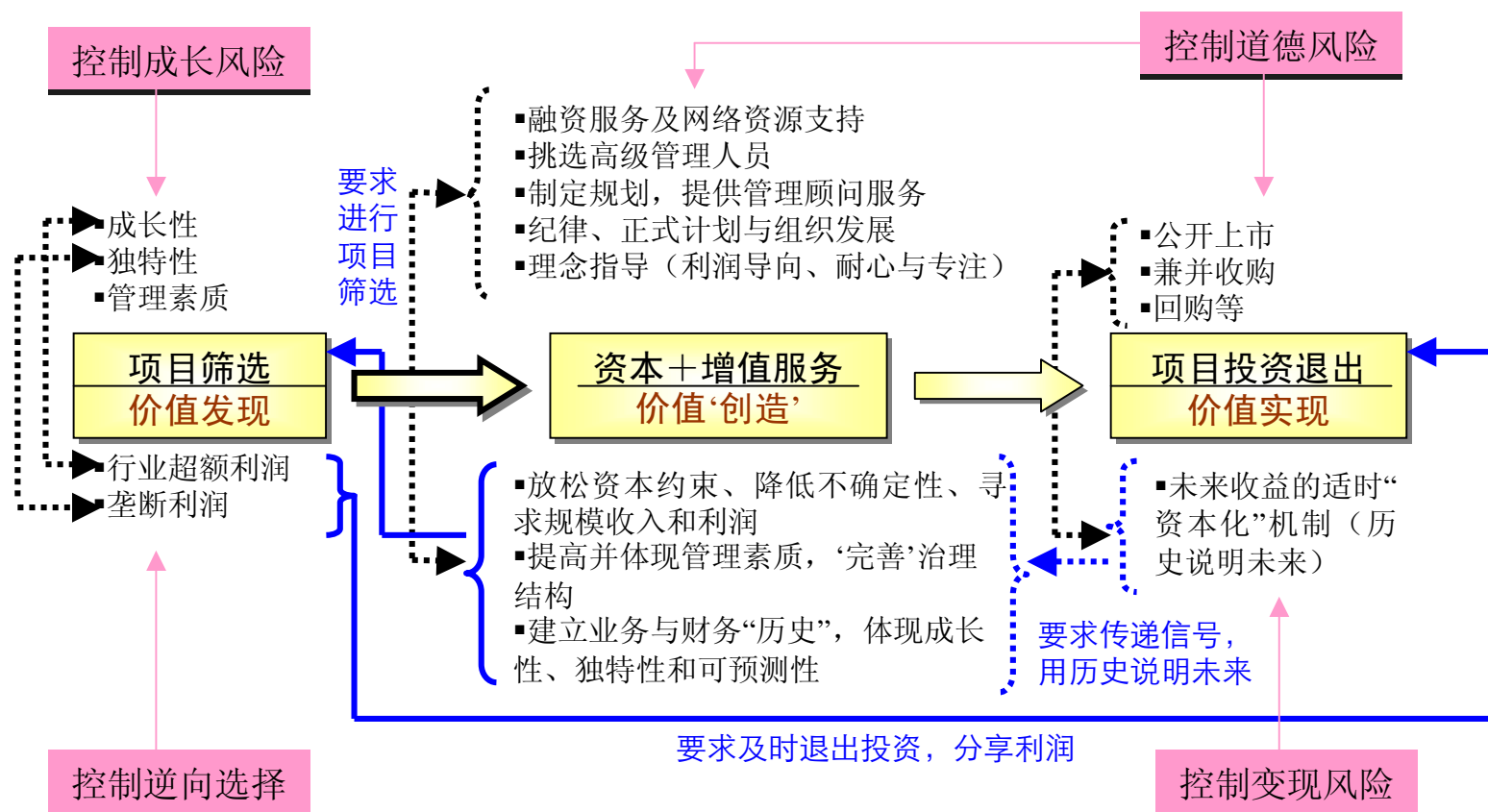


### 另类表达:

- 明资源
- 找产品
- 搭班子
- 定机制

## 2.1 风险投资机构的商业模式

### ■ 经典风险投资（本源意义的风险投资）



## 2.1 风险投资机构的商业模式

### ■ 经典风险投资（本源意义的风险投资）的竞争地位和所依附的条件

- 竞争地位：从风险投资的历史起源、逻辑起点及由此构造的“合理预期的高收益和合理控制的高风险”机制来看，风险投资作为解决小企业融资问题的一种新的制度安排，在一国多层次资本市场体系中具有不可替代的地位。当企业可抵押资产不足，或/且缺乏有说服力的经营轨迹时，传统的商业银行在无法获得抵押品的前提下不可能向这类企业提供信贷资金支持，而为保护公众投资者而设置的较高门槛的股票市场和债券市场也将这类企业拒之门外。这时候，风险投资商便“乘虚而入”，构造了一种特殊的风险收益机制来为部分企业提供权益性资本支持。当企业经过培育发展，积累了足够满足商业银行要求的“硬资产”或满足资本市场要求的资产、收益规模和“成功历史”时，风险投资商便“相机而出”，在解决企业特定阶段融资需求的同时，将其合理预期的高收益兑付为现值，而被投资企业亦因资产和业务基础的改善而得以寻求其他形式的资本支持。
- 依附条件：风险投资商获取高收益的奥秘在于：以未来预期收益“资本化”为依托机制和“转换箱”，以被投资企业可以预期获得的行业超额利润和垄断利润为“基础原料”，以增值服务为“孵化器”，通过严格的项目筛选、塑造企业“成功历史”、适时启动“资本化”机制来将这四个方面的潜在收益兑付为现值回报。这就是说，在风险投资的整个运行机制中，除了提供稀缺资本外，被投资企业的基础条件、资本化机制和风险投资商的增值服务都必不可少，其中被投资企业的基础条件首先取决于一国的创业环境，创业环境越佳，创业企业的数量和质量被越高，符合风险投资商投资标准的投资对象就越多。而资本化机制的构造则需要一个成熟有效的资本市场来解决“贴现”问题。因此，良好的创业环境和完善的资本市场是发展一国风险投资的、极其重要的两个外部条件。

## 2.1 风险投资机构的商业模式

### ■ 风险投资的商业资本化：中西方殊途同归

#### ■ 西方风险投资的商业资本化

- 大量风险资本投入到杠杆收购、管理层收购、项目重组之中（Bygrave和Timmons在1996年就曾经提出，自上世纪末开始，美国风险投资已经偏离了“经典风险投资”，步入“商业资本化”阶段，从而误导了整个风险投资的发展方向）；
- 主要原因在于养老基金的大量进入和风险投资机构的竞争。

#### ■ 中国风险投资的商业资本化

- 大量风险资本投入到并购、基础设施项目、票据贴现甚至证券、期货投资领域；
  - 主要原因在于发展风险投资的外部环境欠缺，创业环境不佳、资本市场不完善、专业人才不足等使得经典风险投资（本源意义的风险投资）的合理预期的高收益和合理控制的高风险这一微观机制无法建立。
- 中西方的不同在于：西方风险投资机构是将部分风险资本商业资本化，本源意义的风险投资曾经兴旺并继续构成其业务结构之重要组成部分，而中国则自始就并未产生过真正本源意义、符合多层次金融市场体系的风险投资业务。

## 2.1 风险投资机构的商业模式

### ■ 风险投资的商业资本化：长沙高新投案例

- 长沙高新技术创业投资公司在构建公司商业模式时主要注重风险和回报的“度”的把握。具体来说，有以下三个结合：
  - 第一，传统产业和高新技术的结合。传统产业具有现成的市场和产供销等基础设施，投资于传统产业中的高新技术企业，则可以在风险可控的前提下获得高收益；
  - 第二，风险资本与产业资本的结合。主要有两种做法：一是将风险资本转换成可抵押、可担保的资产，如投资中成药项目，以项目为支点向政府申请征地，从而将风险资本转换成了土地；二是将无形资本转换成有形资本，比如厂房、设备等；
  - 第三，成熟与半成熟项目的结合。通常不投资于创建期项目，以投资半成熟项目为主，同时也关注对成熟项目的投资。

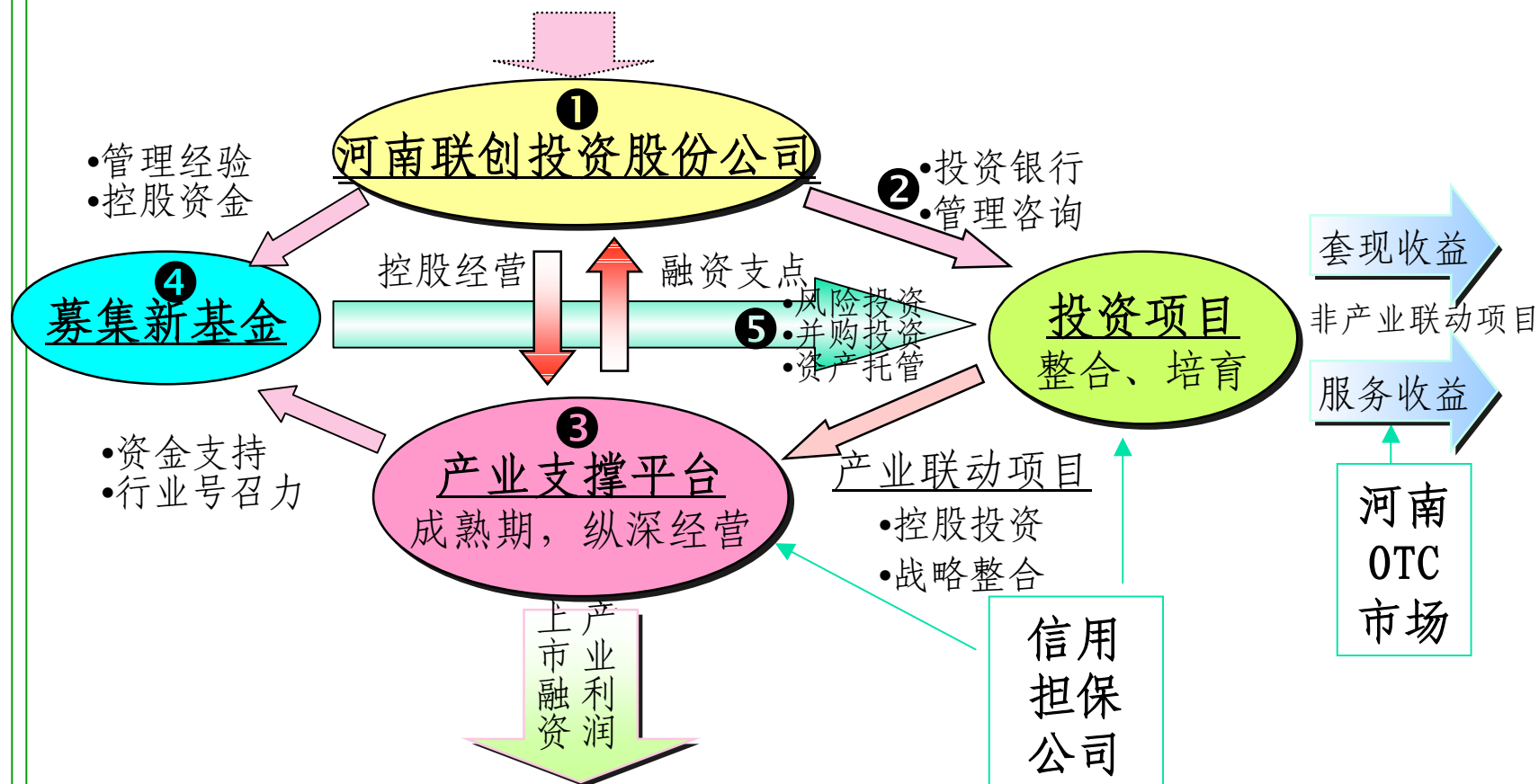


## 2.1 风险投资机构的商业模式

### ■ 风险投资的商业资本化：河南联创投资股份有限公司案例

#### 整体商业模式

联创投资管理团队



## 2.1 风险投资机构的商业模式

### ■ 业务定位和战略目标:

- 河南联创投资股份有限公司（以下简称“联创投资”）的业务定位和战略目标是：成为一家以基金管理为核心，以产业为支撑，以投资银行业务和管理咨询为切入点，以“出口”为导向，以杠杆收购、资产托管和风险投资为手段，集基金管理、信用担保、商业信贷与信托投资于一体的全能投资银行：
  - 以基金管理为核心业务的投资银行：即联创投资的核心业务是产业投资基金管理，包括风险投资基金、并购基金、MBO基金、信托投资基金等；联创投资的产业投资基金管理业务将按照“高起点、大思路、大手笔”的原则进行运作。为此，公司将在较短的时间内构筑起一个集“产业平台”、“信用担保公司”和“地区性商业银行”以及“信托投资公司”于一体的相对完备的支撑体系。在公司整个运作模式中，金融运作是主线，产业运作是支撑；联创投资的产业平台将利用“国退民进”的大好机遇，以国有产业龙头企业为目标，以杠杆收购、资产托管等方式来建立；在着力构造核心业务的前提下，联创投资将依照“以短养长”的方针，以管理咨询、投融资中介服务、政府顾问等投资银行业务为切入点，寻求投资机会，沟通同行并获取短期营运现金流。

## 2.1 风险投资机构的商业模式

### ■ 业务定位和战略目标（续）：

- 基金的基金：即联创投资的基金管理业务将以杠杆运作为基本手段。具体操作策略是以少量自有资金作为种子资金，以产业平台和投资管理经验为号召来发起募集并控制各种类别的产业投资基金（公司），不断放大“可控资金”规模；通过“可控资金”规模的放大，联创投资最终将成为一家控制并管理多家产业投资基金（公司）的种子基金公司；联创投资作为一家种子基金公司最终通过其控制并管理的多家产业投资基金（公司）控股/参股一系列产业投资项目（包括产业平台项目），从而又成为一家产业投资控股公司；基金的基金是联创战略构架中一个重要机制，由于“风险共担”，“基金的基金”的定位将有利于联创投资新基金的募集，并最终使联创投资在获得基金营运收益的基础上不断扩大其金融和产业运作空间。
- 基金管理人：在联创投资的整体战略构架中，“以基金管理为核心的全能投资银行”是公司的业务定位，“基金的基金”是实施上述业务定位的一个极其重要的机制，而“基金管理人”则是联创的主体角色定位，是达成公司战略目标的最为关键的节点；联创投资作为“基金管理人”，其运营管理的内在逻辑是要依靠发挥自身强有力的产业投资基金管理能力来掌控一个具有相当规模的“资金池”和“产业系”，在金融和产业的结合部建立强势竞争地位；作为“基金管理人”，依托于高素质人力资本的产业投资基金管理能力将是联创投资的核心竞争力。为塑造这种核心竞争力，公司将全力打造一支熟悉基金管理和投资银行业务，产业经验丰富，善于整合外部资源的核心团队；作为“基金管理人”，联创投资将获得基金管理费和一定比例的业绩奖励。

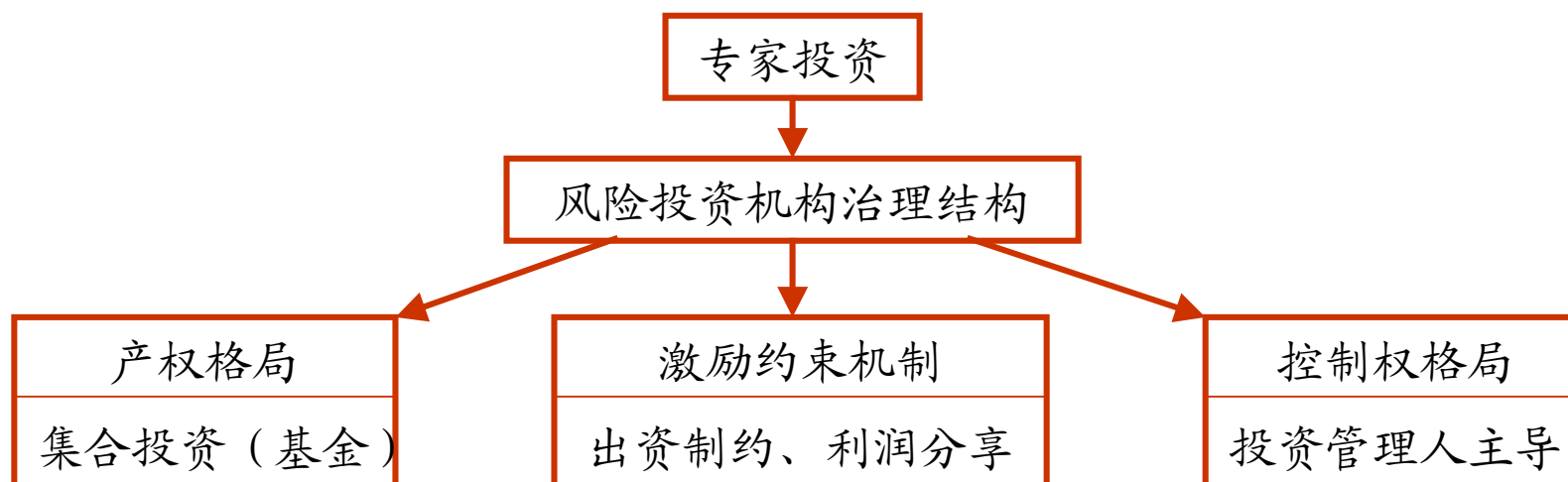
## 2.1 风险投资机构的商业模式

### ■ 实施路径

- 第1步：组建公司。即确保种子资金到位，组建联创投资股份有限公司（目前已完成）；
- 第2步：以短养长。即抓住国有资产改制重组的大好机遇，以国有企业为主要目标，以“出口”为导向，以企业改制重组、地方招商引资、项目投融资服务、企业管理咨询等业务为切入口，“以短养长”，寻求可构成联创投资未来融资支点的产业支撑平台项目，同时获得中介服务收益（目前这方面的业务已广泛开展）；
- 第3步：搭建产业平台。即在第2基础之上，以控股投资和/或资产托管等多种方式控制一至两家产业龙头企业，进行战略重整，为联创投资构造产业平台和融资支点（目前已控股收购当地一高速公路项目）；
- 第4步：募集产业基金。即以产业平台和联创投资为基础发起募集新的基金（如医药产业投资基金、民营中小企业发展基金），壮大联创投资的“可控资金”规模，构造完整收益模式；
- 第5步：基金管理与循环扩张。即“联创系”基金通过风险投资、并购投资和资产托管等手段，开始新一轮扩张，并相机进入信用担保、商业信贷、信托投资等领域，如此循环，最终达成战略目标。

## 2.2 风险投资机构的治理结构

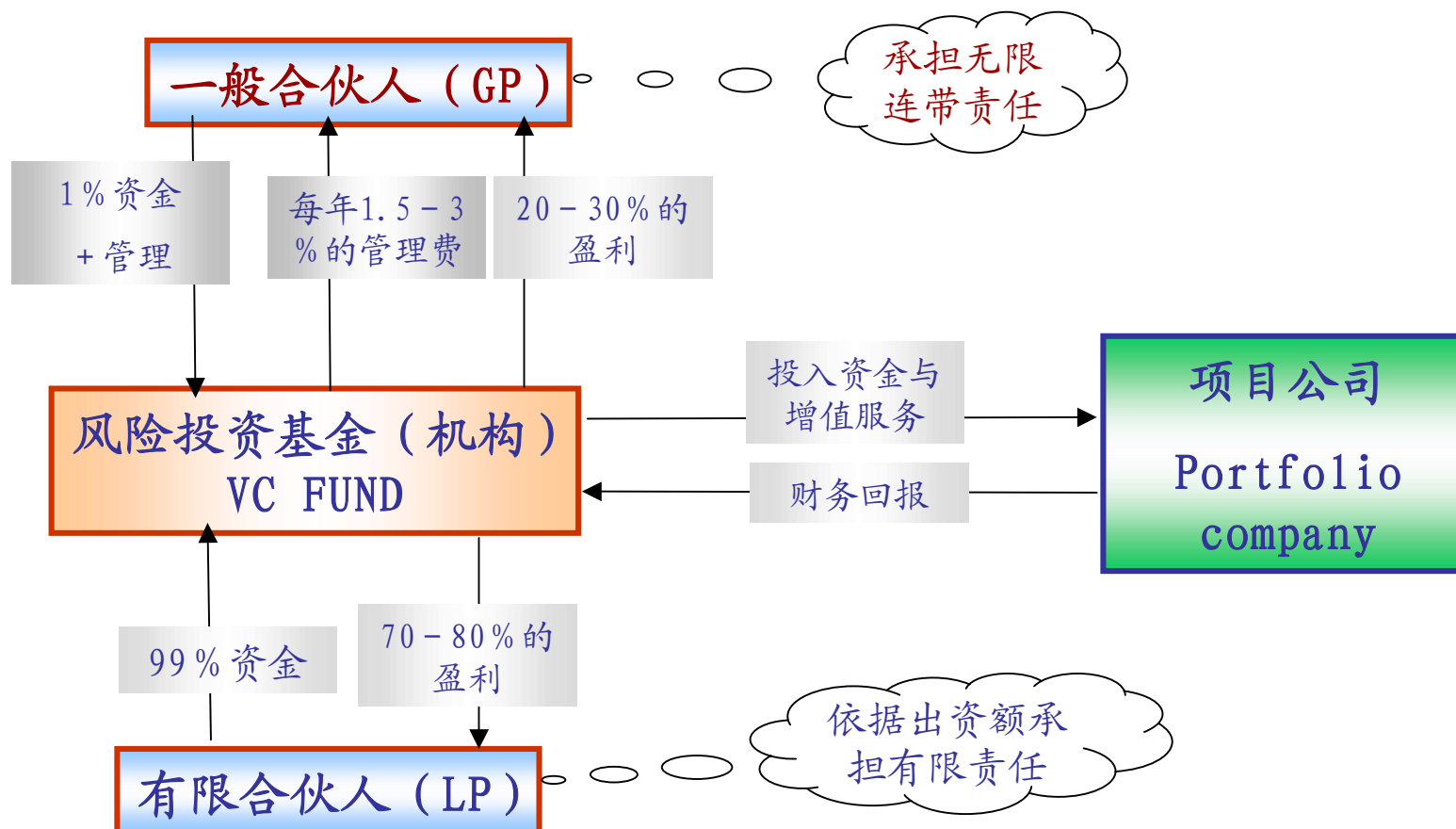
- 风险投资的特殊机制决定了风险投资治理结构的基本特征
  - 风险投资的特殊机制 - 合理预期的高收益和合理控制的高风险机制
  - 风险投资的特殊机制决定了风险投资必然是一种专家投资
  - 专家投资决定了风险投资机构的产权格局（集合投资要求）、控制权格局（出资人和投资管理人的控制权分配）和激励约束机制（对投资管理人的激励约束）的基本特征





## 2.2 风险投资机构的治理结构

### ■ 有限合伙制



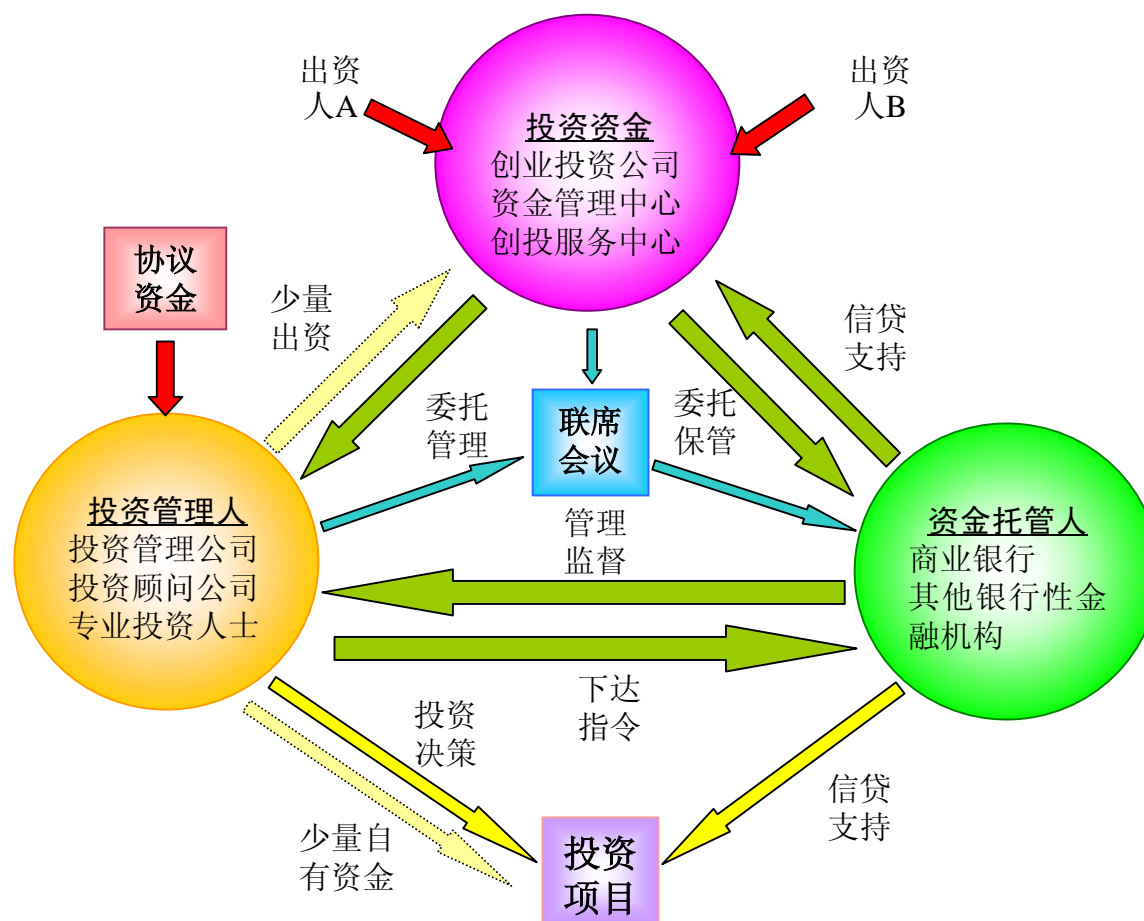
## 2.2 风险投资机构的治理结构

### ■ 有限合伙制

- 在产权和控制权分配格局上，基金由有限合伙人和一般合伙人共同出资组建。有限合伙人投入99%的资本，而一般合伙人投入1%的资本。有限合伙人直接参与投资决策和投资管理，对基金承担有限责任；一般合伙人负责投资项目的筛选、决策、项目管理和投资退出等全过程投资管理工作，并承担无限责任；
- 在激励和约束机制方面，基金在给予一般合伙人1%股权的基础上，还按基金净值给予1.5% - 3%/年的固定管理费和最高达20%的业绩奖励。但一般合伙人在获得这些激励的同时还必须接受一定的约束，包括投资政策的约束、最高投资限额的约束、定期和不定期财务监控等。通常，基金本身还要委托一家基金托管人进行托管，一般合伙人作为基金管理人在作出投资决策并支付资金时还要受到基金托管人的审查和监督。当然，一般合伙人投入1%的出资也是实质性约束手段之一；
- 在外部市场竞争方面，投资经理人才市场、基金服务市场和资本市场的竞争同样在确保基金的保值增值方面起着十分重要的作用，因为，一旦基金运作不好，投资人很可能就会抛售该基金单位，一般合伙人的信誉会受到很大影响，今后就很难再募集到新的基金。无疑，这种压力会促使一般合伙人更为谨慎地作出投资决策，严格项目管理，从而努力增进有限合伙人（股东）的利益。

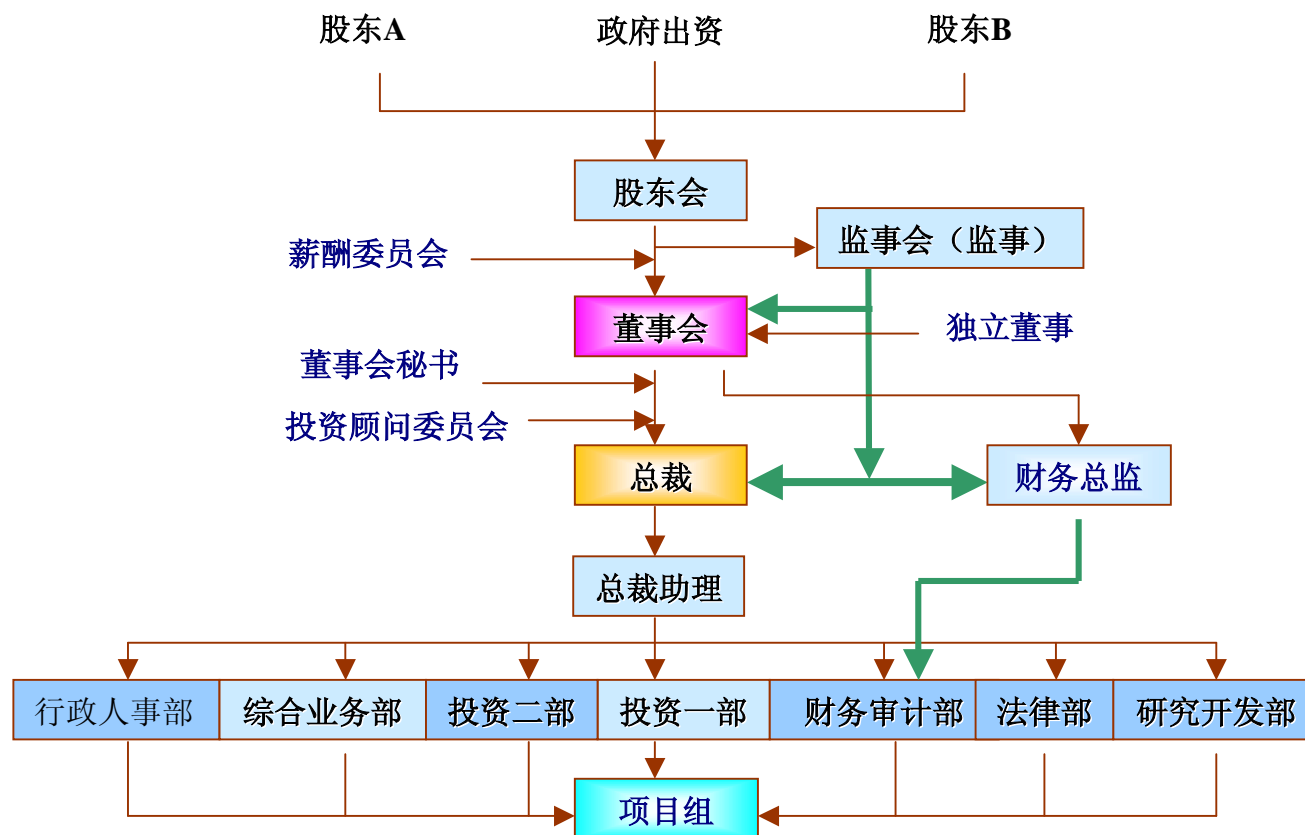
## 2.2 风险投资机构的治理结构

### ■ 契约型有限合伙制（上海市政府创业投资基金案例）

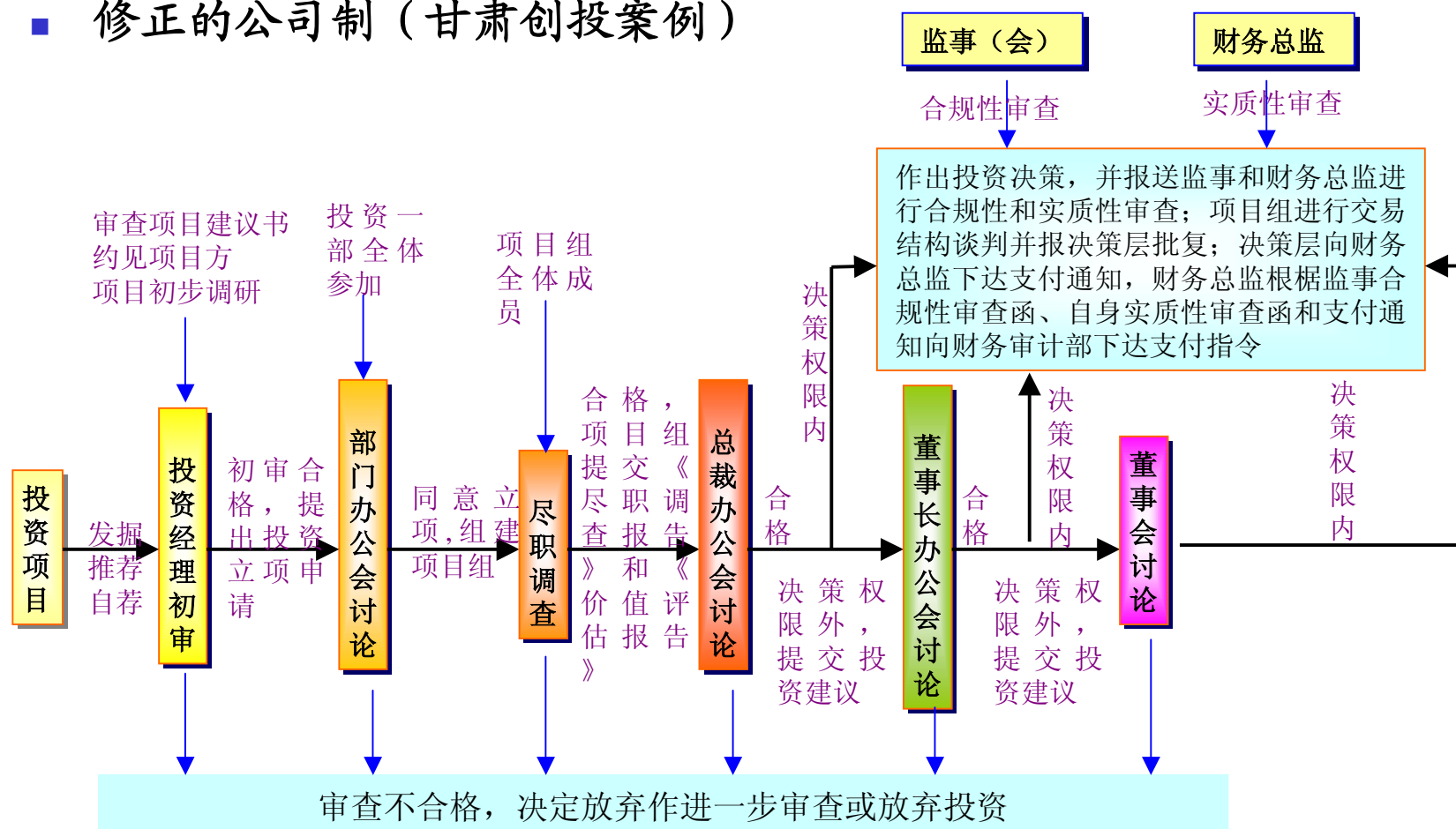


## 2.2 风险投资机构的治理结构

### ■ 修正的公司制（甘肃创投案例）



## ■ 修正的公司制（甘肃创投案例）





## 2.3 风险投资机构的真实绩效

- 关于风险投资超额回报的说法一直不断。典型的例子如ARD投资DEC，据称获得了130%的年收益率。这是奇闻轶事还是客观事实？
- 理论上，风险投资应该获得较高的期望收益，但市场竞争的结果说明，长期来看，这种收益率也不应该太高；
- 风险投资真实的收益率：胡海峰和李雯援引Steven Kaplan、Venture Economics以及Global Venture Investors Association的数据指出，美国风险投资市场的投资收益率与其股票市场收益率呈同一方向变动，在1981 - 2001年间美国各类资产的平均收益率中，风险资本的长期收益率最高，达到18.6%（表3.1）。而Bygrave和Timmons则以来源于学术文献的数据为支撑（表3.2），得出结论：“风险投资真正的收益率并不是传说中的30% - 50%，它刚处于青春期，偶尔有时候达到20% - 30%，但很少在30%以上...即使在投资组合中包含有DEC这样出色的企业，ARD公司在1946 - 1966年这20年间的平均收益率也只有14%”。研究表明，风险投资真实的收益情况与理论推断基本一致：从长期来看，风险投资应当而且事实上存在高收益，但这种高收益是相对的，有限度的。

## 2.3 风险投资机构的真实绩效

1981 - 2001年美国各类资产的平均收益率

资产类别	国债	商品	小公司股票	国际股票	债券	房地产	大公司股票	风险资本
平均收益率	6.5%	8.9%	9.6%	9.8%	10.7%	12.6%	15.3%	18.6%

注：1981—2001年美国年均通货膨胀率为3.4%；

资料来源：Global Venture Investors Association，转引自胡海峰、李雯：“泡沫破灭后的时代—对近三年美国创业资本市场的分析与思考”/《资本市场评论》2003年第6期，中国人民大学金融与证券研究所。

## 2.3 风险投资机构的真实绩效

收益率	数据来源企业	数据来源
14%	美国研究与开发公司（1946—1966）	W. Rotch,“风险投资融资的成功模式”/《金融分析期刊》1966年第9—10期, 141—147页
14%	92家风险投资公司	J. B. Poindexter, “金融市场的效率：风险投资”/1976年纽约大学博士论坛
13%	管理着占风险投资基金1/3的59家风险投资公司	
12%	29家上市的风险投资公司（主要是SBIC在1961—1973年间的表现）	
17%	Bessemer Securities公司（1967—1974年）	
15%	Hambrecht & Quist公司（1972年前后的若干年）	
11%	14家上市的风险投资公司（主要是SBIC）	R. B. Faucett, “风险投资公司的管理”/1971年麻省理工学院MBA研讨会
23%	110项实际投资（未扣除管理费的毛收益）	J. P. Hoban, “风险投资的投资特点”/1976年犹他州大学博士论坛
27%	11家上市的风险投资公司（以股票价格为基础, 1974—1979年）	J. D. Martin, W. P. Petty, “上市风险投资公司业绩分析”/《金融与数理分析期刊》983年第18卷第3期, 401—410页
16%	上市的风险投资公司（以股票价格为基础, 1959—1985年）	R. G. Ibbotson, G. P. Brinson, “投资市场”（纽约：McGraw Hill, 1987）, 99—100页
24%	虚拟风险投资	W. A. Wells, “风险投资决策”/1974年卡耐基.梅隆大学博士论坛
15%	对100支基金的模拟	H. H. Stevenson, D. F. Muzyka, J. A. Timmons, “风险投资的新时代：模拟投资模式变化的影响”/巴布森学院创业研究中心1986年《创业精神研究前沿》380—403页

## 2.4 中国的风险投资机构

- 分本土和海外风险投资机构两大类型
- 本土机构以政府背景风险投资公司为主，每个省都有大大小小风险投资公司多家，一般为政府财政或科技主管部门发起设立，全国这样的机构大约有300多家
- 由于风险投资宏观外部条件不足（创业环境、资本市场），人才匮乏等原因，风险投资机构特殊的微观机制始终建立不起来，大部分风险投资机构从一开始就走向了“商业资本化”的道路，绝大部分机构目前步履维艰；
- 与国内机构的困境相对比，海外机构相对活跃，并依靠红筹等方式成功投资了多家本土企业；
- 少数本土风险投资机构成功走出了一条适合本土环境的商业资本化道路，将风险投资寓于多种形式的股权投资及相关业务之中，求得了公司的生存和发展。

## 第三讲 风险投资的项目筛选评价

---

- 3.1 风险投资项目评估决策的基本模型
- 3.2 风险投资项目评估决策的基本流程
- 3.3 风险投资项目商业计划书筛选
- 3.4 风险投资项目尽职调查
- 3.5 风险投资项目可行性分析

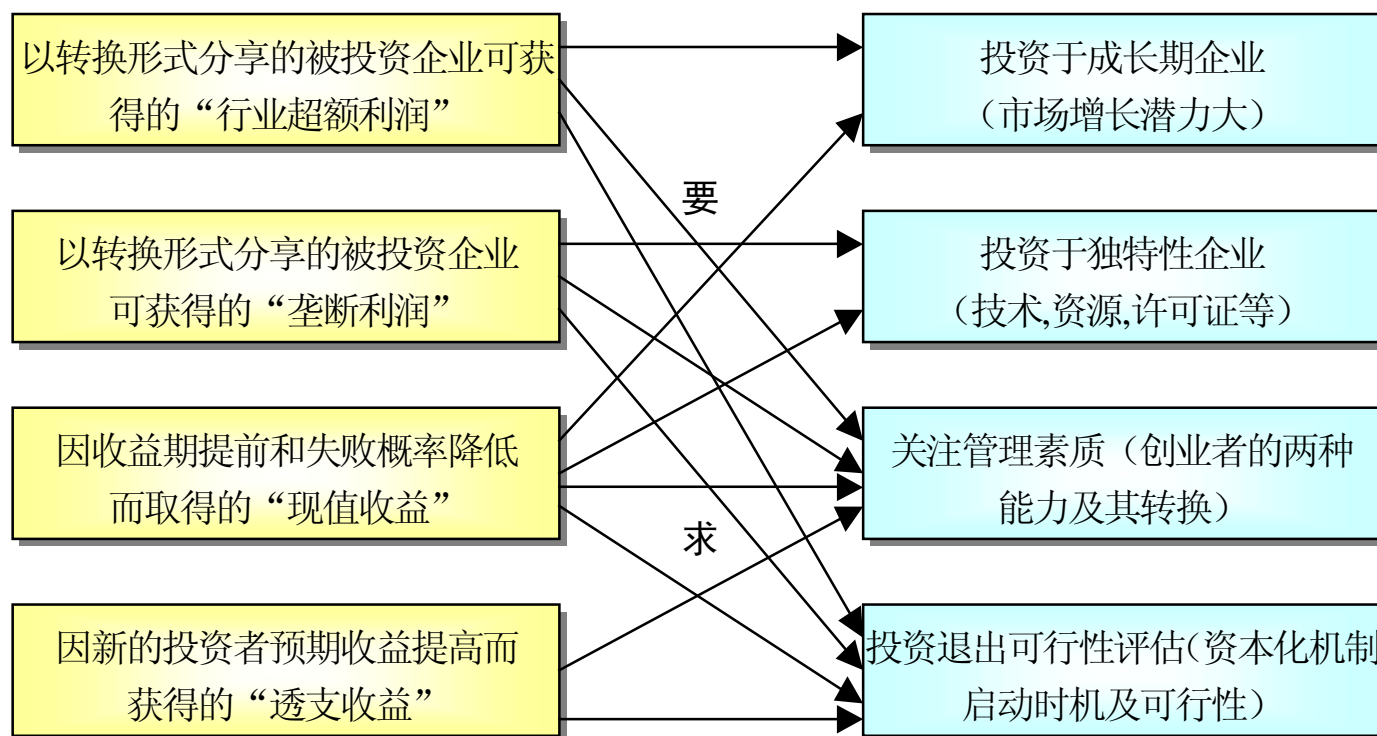


北京信息科技大学(北京信息工程学院)  
企业成长研究中心 · 经济贸易系  
Center for Research on Business Growth



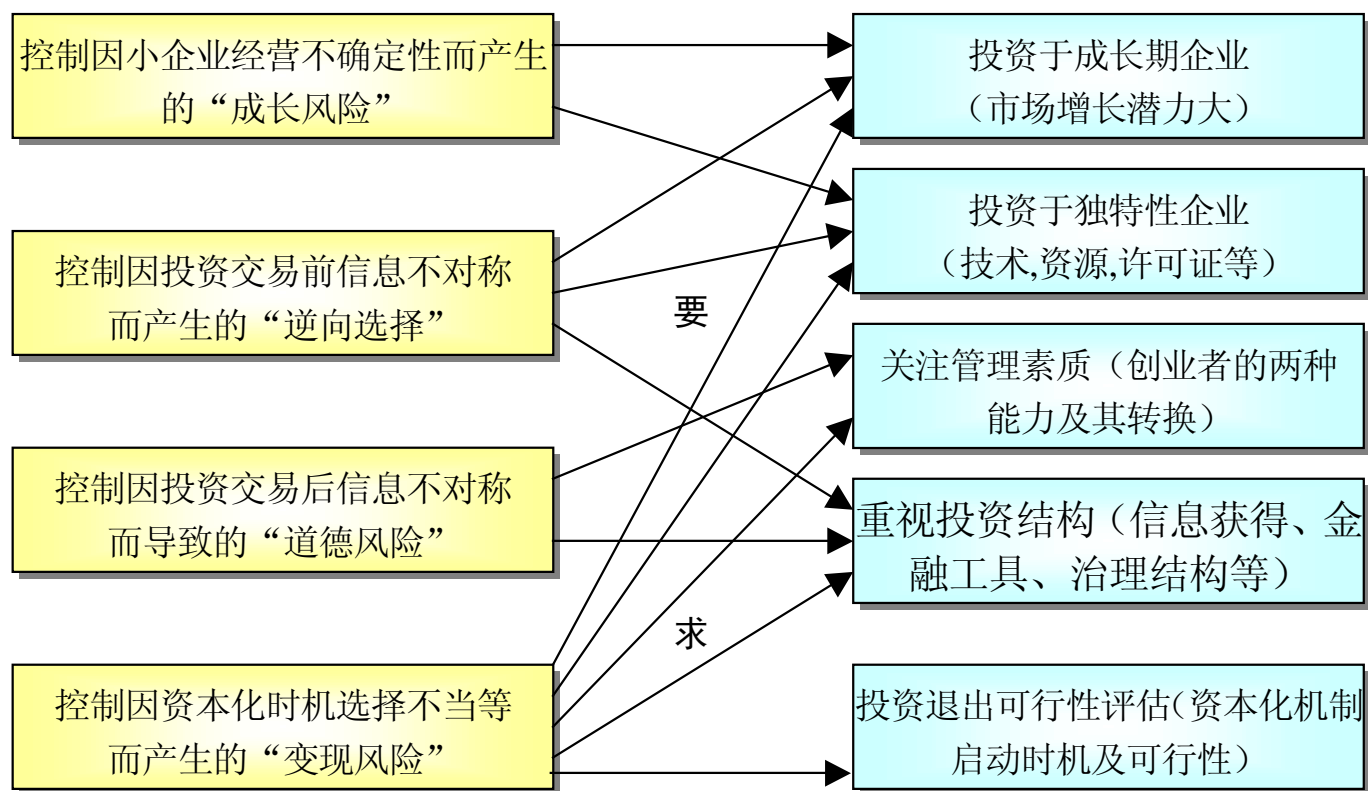
## 3.1 风险投资项目评估决策的基本模型

### ■ 风险投资评估决策基本要素与其收益机制的关系示意



## 3.1 风险投资项目评估决策的基本模型

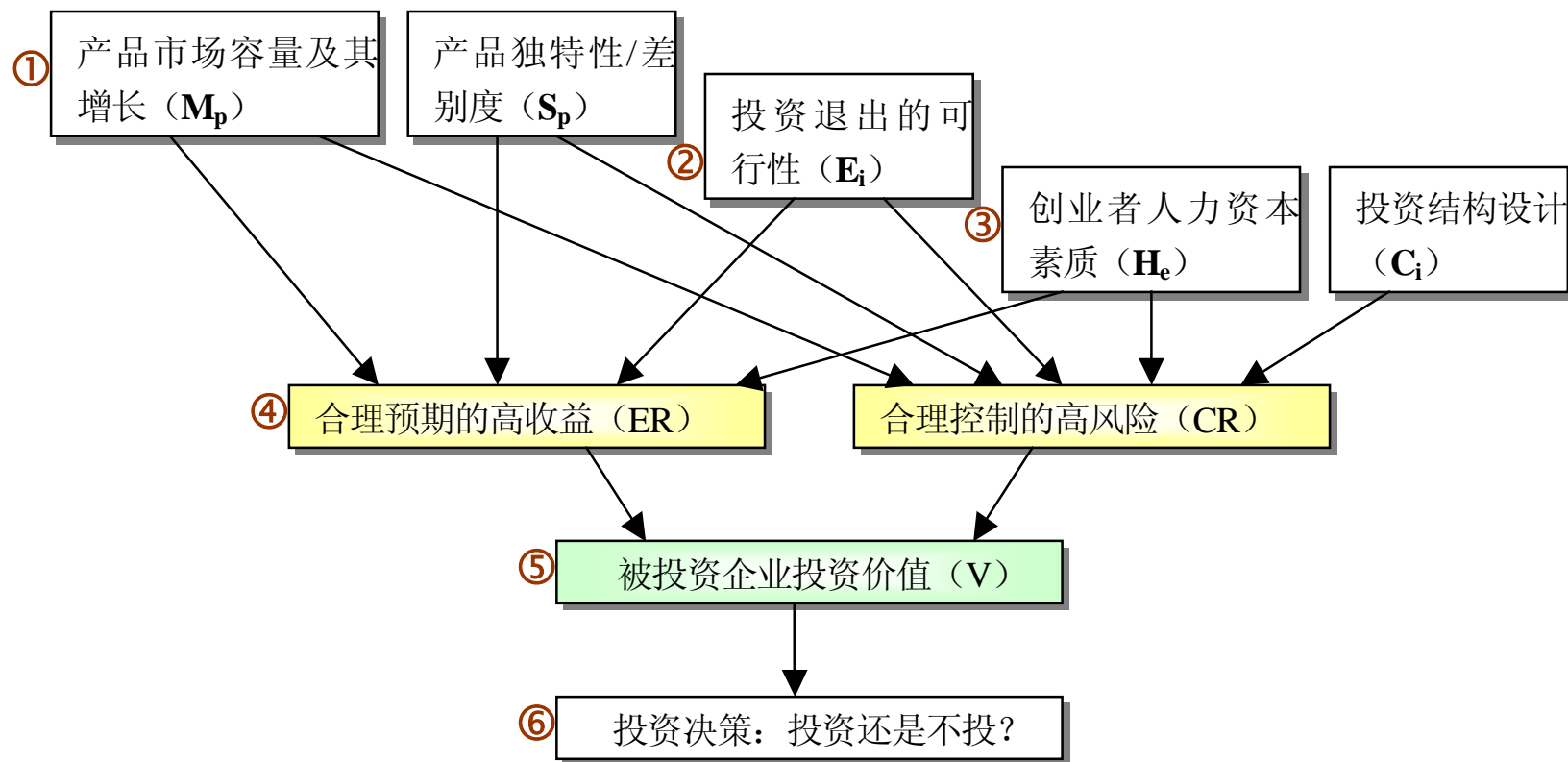
### ■ 风险投资评估决策基本要素与其风险控制机制的关系示意



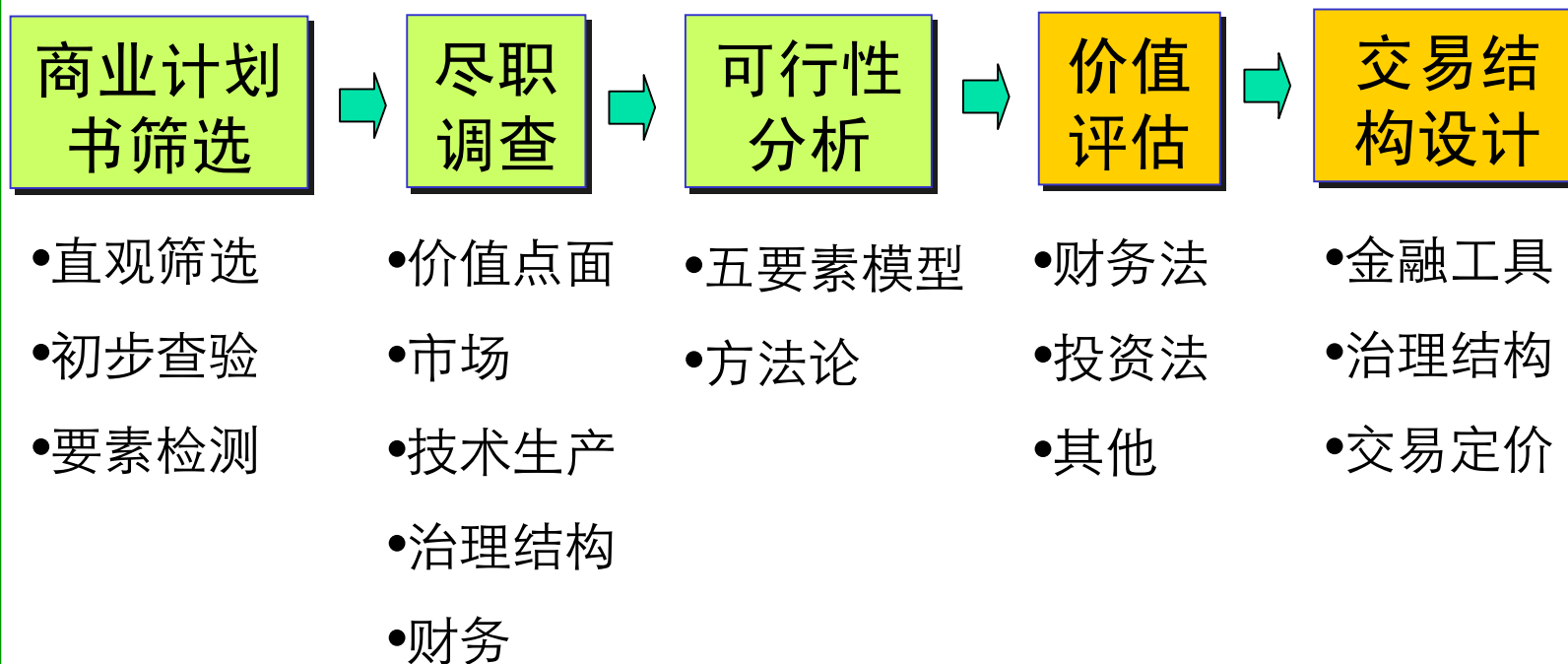
## 3.1 风险投资项目评估决策的基本模型

### ■ 风险投资评估决策基本模型及其应用过程

$$V = f(M_p, S_p, H_e, E_i, C_i)$$



## 3.2 风险投资项目评估决策的基本流程



### 3.3 风险投资项目商业计划书筛选

直观筛选



初步查验



要素检测



直观筛选项目	常见的问题	结论
1. 商务计划书是否精心准备?	随意、夸张、不严肃	通常存在两个可能性:  <input type="checkbox"/> 项目管理团队不齐; <input type="checkbox"/> 项目实施方案不周; <input type="checkbox"/> 市场及财务数据测算不可信, 可能随意性大。
2. 利润规模和投资回报率是否有足够的吸引力?	规模太小、偶然性阶段性市场	
3. 各部分内容是否完整?	商务模式或收入模式或实施方案(生产、技术、营销、管理)或不作涉及, 或一笔带过	
4. 财务数字是否准确?	数据全部为整数、主观测算	



## 3.3 风险投资项目商业计划书筛选

查验项目	常见的问题	结论
1. 计划书各部分是否具有逻辑一贯性？	商务模式不清晰、收入模式不明朗、实施方案（生产、技术、营销、管理）各部分论述不配比、结论不一致	<input type="checkbox"/> 商务模式及实施方案考虑不成熟； <input type="checkbox"/> 财务数据测算不准确，有人为粉饰嫌疑； <input type="checkbox"/> 可能是一种融资“做局”； <input type="checkbox"/> 可能存在产业化障碍。
2. 计划书提供的财务数据之间是否存在合理的勾稽关系？	勾稽关系不合理，数据出入过大	
3. 项目实施是否是以市场为导向？	技术偏好、表面文章	

## 3.3 风险投资项目商业计划书筛选

### 案例Case: “天然维生素E”前景广阔吗？

- 某公司正在北京某开发区投资兴建一条年产2万吨的天然维生素生产线。公司在商务计划书中称：维生素E在美国成为人们每餐必用的保健食品之一，中国有12亿人口，随着人们对生活质量的追求，天然维生素E的市场前景非常广阔。公司计划融资1亿元人民币用于生产线建设和市场开发。公司总经理称某月某日已有一家外地投资公司的老总带着3000万元的支票加盟该项目开发以推动公司上市。目前，公司还需融入7000万元，公司愿意以在途设备作抵押，但该设备尚未到岸，且信用证是以某进出口公司的名义开具的。
- 请问：本项目商务计划书中上述描述存在哪些问题？

### 3.3 风险投资项目商业计划书筛选

某公司  
02年资产负债表

科目	余额（万元）	科目	余额（万元）
货币资金	21	短期借款	800
应收帐款	358	应付帐款	1
减：坏帐准备		其他应付款	81
应收帐款净额	358		
其他应收款	1032		
存货	171		
流动资产合计	1586	流动负债合计	888
长期投资	114	负债合计	888
固定资产原价	10110	实收资本	10500
减：累计折旧	21	资本公积	
固定资产净值	10089	盈余公积	27
无形资产		未分配利润	375
递延资产		所有者权益合计	10901
资产总额	11789	负债及权益合计	11789

- 此外，公司2000年度实际销售额为286万元人民币。
- 请问：从勾稽关系看，该公司资产负债表中存在哪些问题？

### 3.3 风险投资项目商业计划书筛选

检验项目	常见的问题
1.市场容量和市场份额的估算方法是否科学？原始数据来源是否可靠？	<input type="checkbox"/> 主观联系； <input type="checkbox"/> 替代陷阱； <input type="checkbox"/> 编造数据； <input type="checkbox"/> 偷换时间和概念。
2.管理团队成員是否有良好的素质和业绩记录？	<input type="checkbox"/> 互相证明、共享业绩； <input type="checkbox"/> 高学历陷阱； <input type="checkbox"/> 洋背景陷阱。
3.管理团队成員间是否有过合作经历？	<input type="checkbox"/> 磨合困难
4.技术、营销、资源、供应链等方面是否真正存在独特性？	<input type="checkbox"/> “概念”独特性 <input type="checkbox"/> 在“面”中找不到“点”

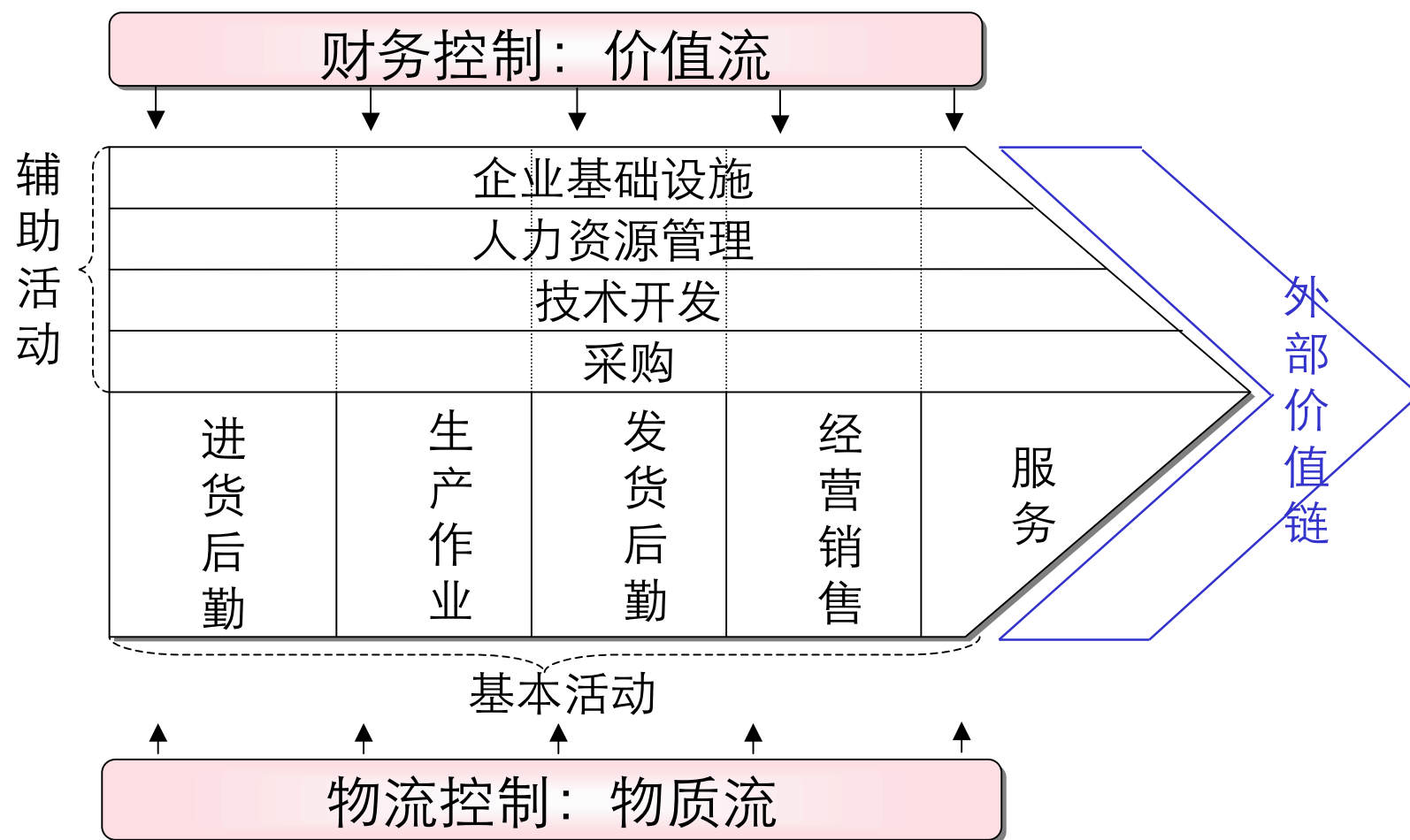
## 3.3 风险投资项目商业计划书筛选

案例Case：“基因芯片”真的是个金矿吗？

- 某公司从上海某大学购买了一项基因芯片技术，并已建成年产XX万片芯片生产线一条。公司和国家计生委下属某研究所签署了一项关于联合推广基因芯片的合作协议，意图从国家计生委通过行政手段和各地医院合作，采取基因芯片对育龄妇女进行血检来取代传统的验血方法，每血检一次的费用约为150元人民币。目前配合芯片使用的检测仪在国内正在试生产之中，其售价估计在50万元人民币左右。公司根据全国每年的育龄妇女人数测算市场容量约为700亿人民币。
- 请问：请运用上述要素进行检测，指出本项目存在哪些问题？



### 3.4 风险投资项目尽职调查：价值点面



## 3.4 风险投资项目尽职调查：价值点面

### 案例Case：超细活性氧化锌项目的投资价值

- YB公司建有一条年产3000吨的超细活性氧化锌生产线，公司因流动资金短缺而陷入困境，故向A风险投资机构寻求风险资金支持。下面A风险投资公司项目经理向决策层提交的关于该项目商务调查的部分结论：
  - 该生产线以高硅矿为原料，采购成本低，并且是国内唯一一条化工冶金方法氧化锌生产线；
  - 该生产线应用国内著名化工冶金专家、公司创始人D先生的发明专利，直接以矿石为原料，生产出纳米级超细活性氧化锌产品，从而使用户投料时减量达30-70%，其售价也因而大大高出市场同类产品；
  - 该生产线“三废”全部得到利用。尤其是将废水改良为水培花卉和水培蔬菜营养液，市场推广前景广阔；
  - YB公司上市潜力较大，按入股后每股收益0.5元和15倍市盈率测算，发行价将达到7.5元/股。
- 请运用“价值链”图示法对本项目进行投资价值分析

## 3.4 风险投资项目尽职调查：市场

- 调查内容
  - 经营范围：产品或服务类别清单、主要客户销售明细等
  - 收入构成：业务性质与结构、业务季节性周期性等；
  - 竞争与市场份额：市场规模、增长潜力与市场份额的分布，与竞争对手比较；
  - 经营策略
  - 营销组合等
- 分析方法
  - 分析性复核
  - 关联指标推测
  - 回归分析

## 3.4 风险投资项目尽职调查：市场

### 分析性复核的要点：

- 市场数据是否有明确的出处，该出处是否可信？
- 关联项目与测算项目之间是否有必然的联系？
- 市场需求量是否是有购买力的需求量？
- 替代品真的能如期替代吗？
- 互补品能如期推向市场吗？
- 产品目前所处的生命周期真的如描述的那样吗？
- 达到市场占有率不存在任何瓶颈吗？

## 3.4 风险投资项目尽职调查：市场

### 关联指标推测法：

即利用国民经济发展中各部门、各行业以及行业中各产品之间的联系关系，来推测某些产品市场需求的一种方法。

例：2000年，我国共生产手表2880万只，按手表业估计，今后几年内年增速为20%，历史资料表明，每生产1万只手表需1.2台专用车床，则2001年专用车床新增需求为： $1.2 \times 2880 \times 20\% = 691$ 台。

## 3.4 风险投资项目尽职调查：市场

案例Case：这样测算市场容量正确吗？

- 某公司为一家后起S加工企业。公司对目前国内S调味品的市场容量是这样测算的：

目前我国以长江为界，北方人口有50%以上食用S，南方人口中有60%以上的人食用S。按12亿人口每人每周食用S调味品500克，每500克5元估计，我国S调味品市场的年需求额为3128亿元人民币。目前国内市场占有率最高的“老干妈”的年销售额为2亿元人民币。市场空间很大。公司预计两年内达到甚至超过2亿元销售额是完全没有问题的。

请问：上述关于市场容量的测算存在哪些问题？



## 3.4 风险投资项目尽职调查：生产技术

### 调查内容：

- 主要产品产品更新换代周期、技术发展方向，技术档次，研究重点及正在开发的产品和新产品清单；及行业技术发展动态如何？
- 技术来源是自己开发、合作开发还是购买？如果是购买技术，是不是独家购买？
- 是专有技术还是专利技术？如果是专利技术，是不是发明专利？该专利是否还处于保护期？手续是否完备？
- 技术保护措施真的有效吗？是不是存在明显的技术流失渠道？
- 技术成果工业化是否存在障碍？最主要的瓶颈在哪儿？
- 工艺路线和生产过程是否稳定？
- 生产过程中最主要的质量环节和成本环节在哪？有没有针对性的控制措施？
- 生产全过程各方面的配套是否合理？正常检修期为多长？
- 生产设备是国产还是进口？其新旧程度如何？
- 新产品开发生产的质量保证及测试情况；
- 研究开发的资金要求及融资渠道，额外设施及购买主要设备的需求及满足途径；
- 公司研究开发与竞争对手的比较。

### 分析方法：

- 复核、函证、现场测试、专业检测、流程图

## 3.4 风险投资项目尽职调查：生产技术

---

案例Case：这样的专利技术可靠吗？

- 某公司拥有一项发明专利，该专利于1992年获得国家专利局批准。专利期限为15年，公司拥有该项专利证书。1992年至1995年，公司每年都向国家专利局上交年费，从1996年开始，由于资金困难，公司将其专利技术的非核心部分对外作了多家转让，并不未再向国家专利局上交年费。
- 请问：上面的专利技术存在什么问题？假如您有意投资，您还需就该项技术作哪些调查论证工作？

## 3.4 风险投资项目尽职调查：治理结构

---

### ■ 调查内容：

- 历史沿革
- 组织结构与上下级关系
- 注册登记及变更文件
- 创始人、主要决策者的个人情况
- 主要管理、技术人员简历
- 以往的收购与分拆说明
- 公司各种规定、备忘录、行业规定或其他法律文件、股东会和董事会决议
- 诉讼、许可证等

### ■ 分析方法：

- 查阅原始文件、查证、考察、访谈

## 3.4 风险投资项目尽职调查：治理结构

### 查阅原始文件

- 到工商局查阅公司注册登记文件；
- 到税务部门查阅公司税收政策和纳税记录。

### 函证

- 向往来银行函证资信；
- 向股东函证股权和控制权结构。

### 访谈

- 访谈出资人；
- 访谈中高层经理；
- 访谈基层员工；
- 访谈关键客户。

## 3.4 风险投资项目尽职调查：财务

### ■ 调查内容

- 财务调查主要包括盈利能力调查和财务状况调查两个方面。财务调查往往从公司的现有财务报表入手，包括资产负债表，损益表、利润分配表和财务状况变动表（现金流量表）等。调查的内容包括资产、负债、净资产、收入、成本费用和利润等。此外，一些帐外资产（如经营租赁资产）和帐外负债（如或有负债）也应纳入调查范围之内。

### ■ 分析方法

- 符合性测试
- 实质性测试（重要性原则）

# 3.4 风险投资项目尽职调查：财务

调查项目（符合性测试）	是	否	备注
1、固定资产取得是否经授权批准			
2、所有固定资产是否已全部入帐			
3、资本性支出与收益性支出是否予以区别			
4、固定资产入帐成本是否正确			
5、固定资产是否定期盘点，并与明细帐核对相符			
6、固定资产处置、报废和出售是否经过核准			
7、固定资产保管、记录、维护等是否有明确分工			
8、固定资产折旧方法是否前后各期一致			
9、固定资产折旧率的确定是否正确			
调查结论与评价			

调查人：

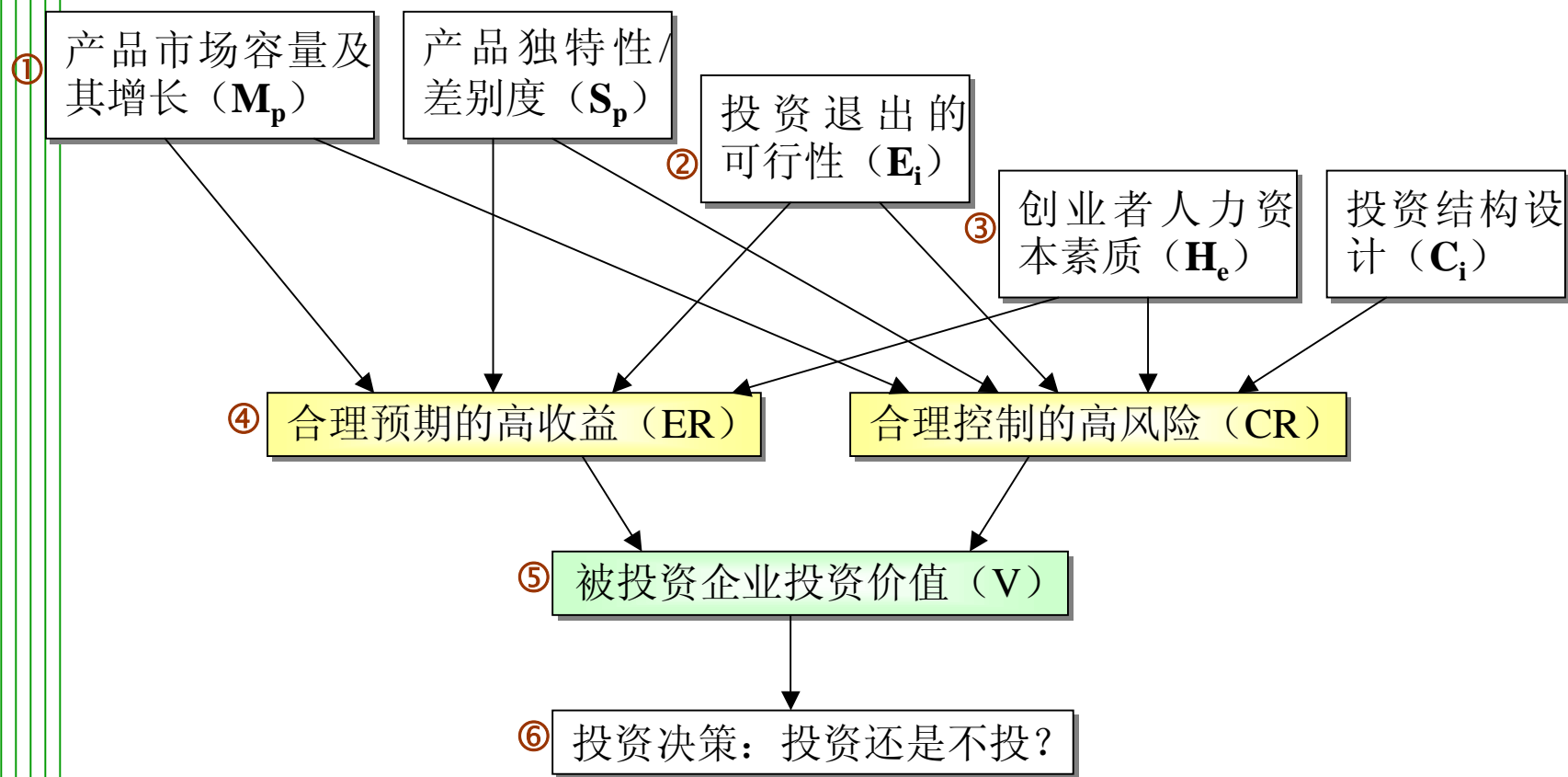
复核：

调查时间：



### 3.4 风险投资项目可行性分析

$$V = f(M_p, S_p, H_e, E_i, C_i)$$



## 3.4 风险投资项目可行性分析

评估因素	评估要点及要注意的问题
市场容量及其增长 ( $M_p$ )	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 产品/服务所解决的问题要足够大</li><li>▪ 对本产品/服务的需求增长潜力</li><li>▪ 不存在重大市场进入障碍</li><li>▪ 避免“主观联系”、“偷换概念”、“替代陷阱”、“互补品不足”、“阶段性市场”等问题</li><li>▪ 区分“需要”与“需求”</li></ul>
独特性/差异度 ( $S_p$ )	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 能否构造出“独特性/差异度”?</li><li>▪ 差异性在产品/服务三层次模型中如何实现?</li><li>▪ “独特性/差异度”能否和企业的核心资源及其性质相适应?</li></ul>
创业者人力资本素质 ( $H_e$ )	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 与“合理预期的高收益和合理控制的高风险”这一核心机制的要求相统一</li><li>▪ 评估四种素质：创业管理素质、职业化管理素质、创业管理素质向职业化管理素质转换的能力、个人品德和职业操守</li></ul>
投资退出可行性 ( $E_i$ )	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 能否构造“资本化”机制?</li><li>▪ 可能的退出途径有哪些? 如何评估可行性?</li><li>▪ 判断预期的“资本化”机制启动时机</li></ul>
投资结构 ( $C_i$ )	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 最优投资结构是什么?</li><li>▪ 最低要求的投资结构是什么?</li><li>▪ 如果不满足最低要求的投资结构是否还投资?</li></ul>

## 3.4 风险投资项目可行性分析

- 看中一个项目：先点后面！
- 否定一个项目：一个点就足够！



## 3.4 风险投资项目可行性分析

---

- 案例分析：
  - V C D 项目
  - 千年虫项目
  - 非典药或检测技术项目
  - 天然维生素 E 项目
  - 桔杆燃气项目
  - D E L L
  - 芒硝项目
  - 市政自来水项目

## 3.4 风险投资项目可行性分析

### 分析成长性：市场格局

	完全竞争	竞争选择性	垄断竞争	寡头卖方垄断	垄断一个公司
销售商的分布和规模分布	许多公司规模相同（效率）	许多公司规模不同（效率）	许多公司规模相同	没有几个公司规模相同或不同	一个公司
产品	相同	相同	差异化	相同或差异化	
进入/退出	容易	相对容易	容易	困难	非常困难
竞争类型	成本（公司是价格接受者）	成本	地点、质量	价格，产地质量，地点	无
行业利润	所有公司都低	平均较低，但不同的公司不一样	所有公司都低	有低有高，不同的公司不一样	非常高

## 3.4 风险投资项目可行性分析

### 分析成长性：行业变化的动力源

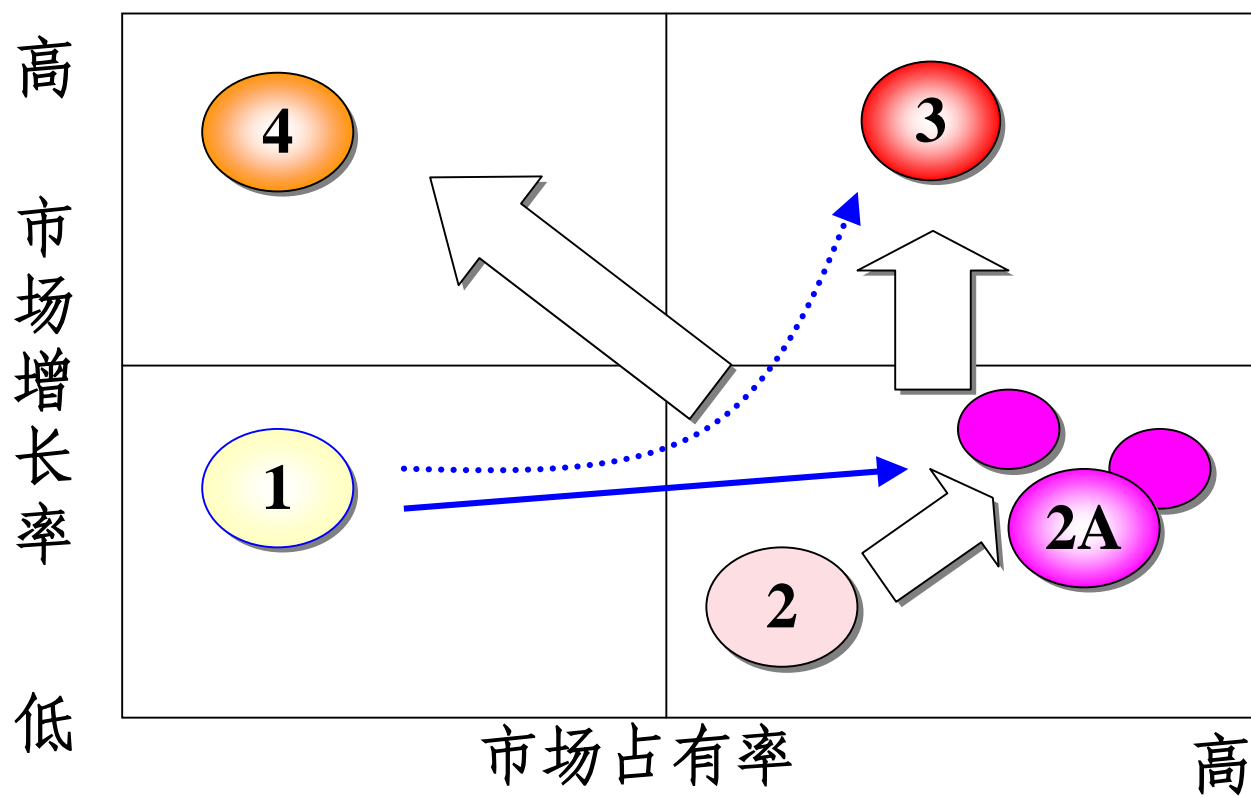
在新行业的形成或旧行业的转变中，三种主要因素起着决定性作用：

- 技术变革
  - 通用技术
  - 公司或行业特定技术
- 政府政策
  - 取消管制以及私有化
  - 贸易自由化
  - 反托拉斯
  - 知识产权
- 人口统计数据及收入
  - 生育高峰期出生的一代人正在变老
  - 新兴经济体



## 3.4 风险投资项目可行性分析

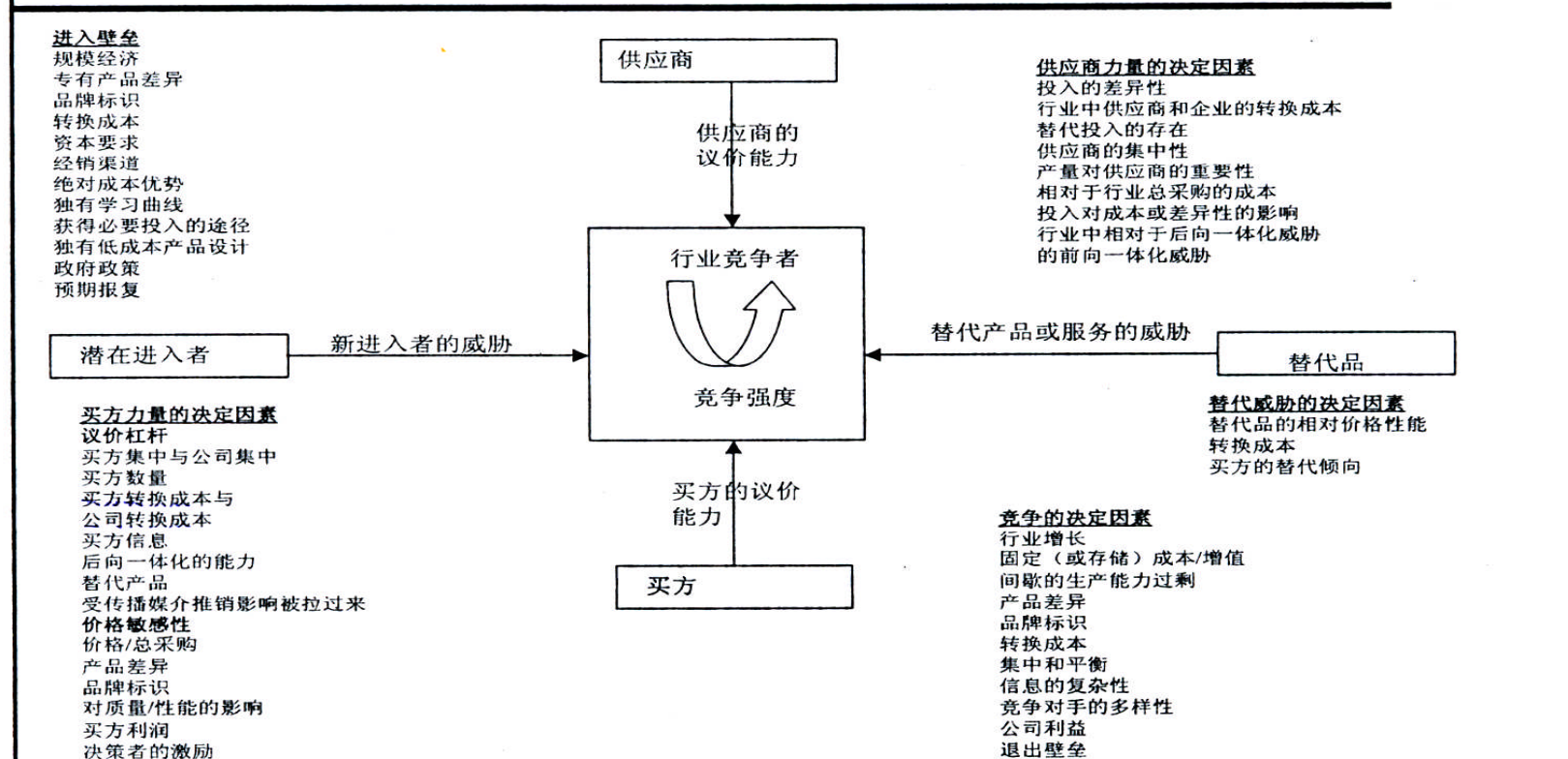
分析成长性：业务结构分析



## 3.4 风险投资项目可行性分析

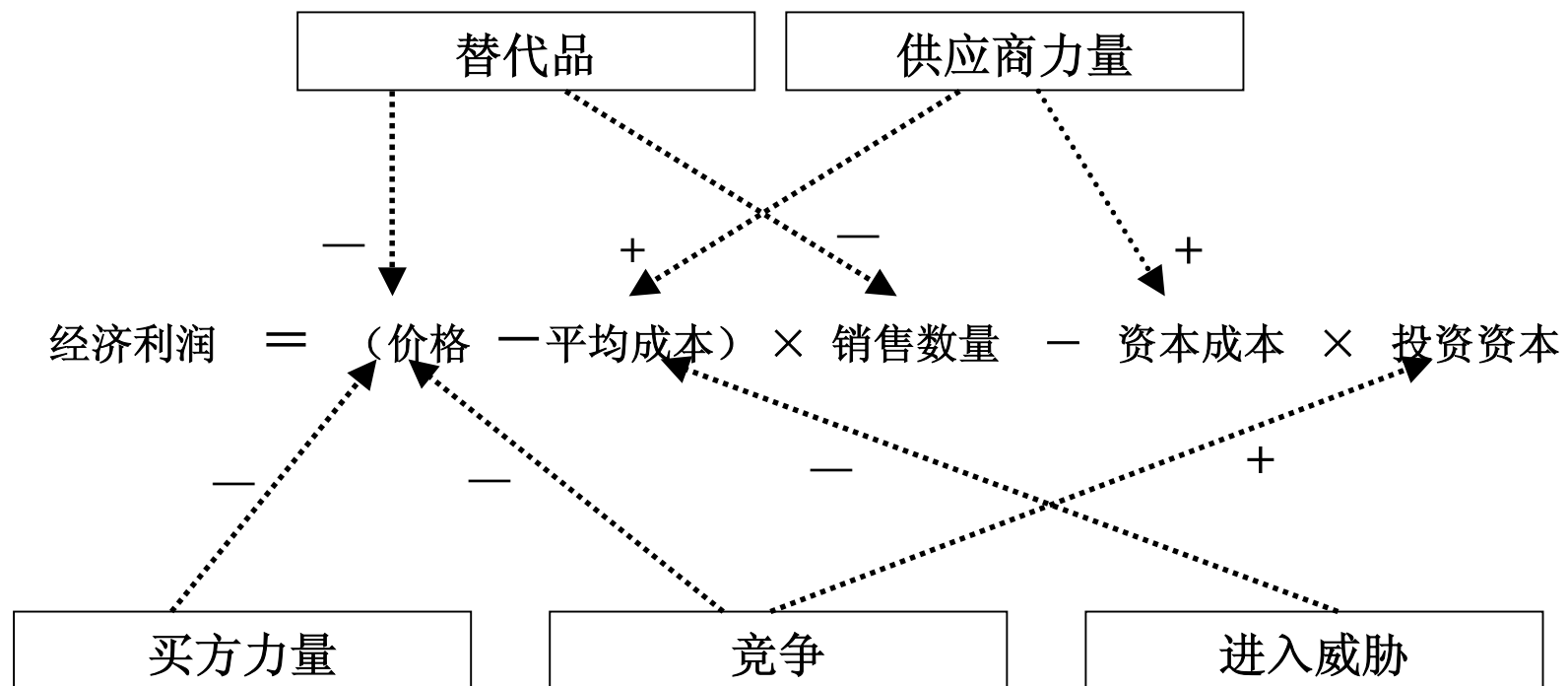
分析独特性:

### 波特的行业竞争性五大力量模型：详细内容



## 3.4 风险投资项目可行性分析

波特模型如何影响经济利润？



- 是指该因素减少；+ 是指该因素增加

## 3.4 风险投资项目可行性分析

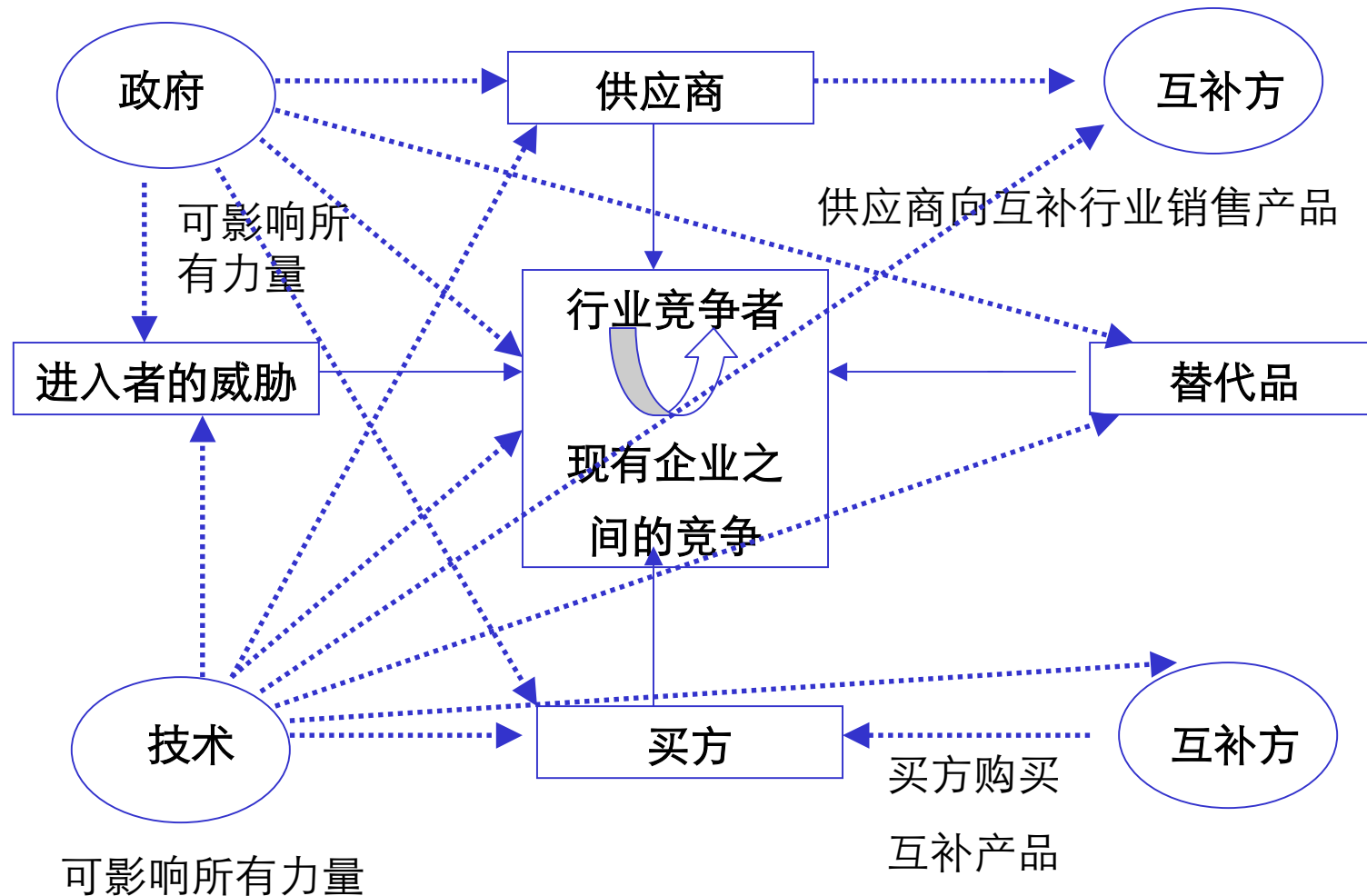
---

波特模型的不足:

- ◆ 只分析了竞争，未分析合作
  - 对大型制造企业而言，对供应商的管理（或称为合作）非常重要；
  - 供应商的质量及关系在西方管理会计中都记为无形资产；
  - 与分销渠道的合作也非常重要。
- 忽视了技术进步和政府行业的影响

### 3.4 风险投资项目可行性分析

波特模型的拓展:



## 3.4 风险投资项目可行性分析

---

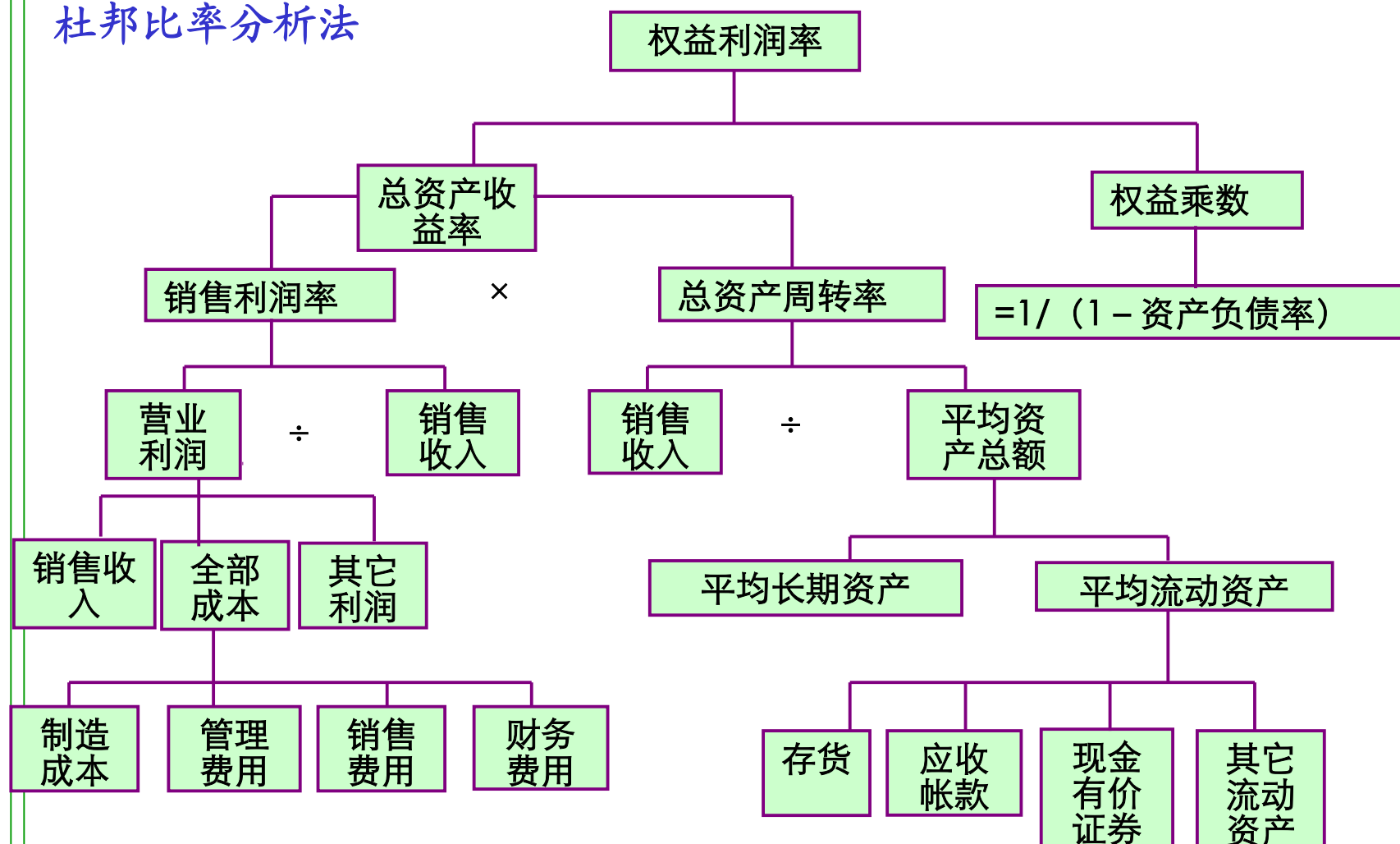
### 财务分析

- 先结构分析再比率分析
  - 资产负债结构、收入利润结构、成本费用结构
  - 重要性原则
  - 报表真实性还原
  - 纵向横向比较
- 收入、利润、固定费用和现金流的综合考察
- 一个重要工具：杜邦比率分析法



## 3.4 风险投资项目可行性分析

### 杜邦比率分析法



# 3.4 风险投资项目可行性分析

盈利能力分析

主要比率		第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年
毛利率							
销售净利率							
总资产净利率							
净资产收益率							
营业利润率							
经营资产收益率							
销售额/固定资产							
投资收益率							
总资产周转率							
补 充 修 正							
利润构成							
利润构成%	主营业务利润						
	其它业务利润						
	投资收益						
	补贴收入						
	营业外净收入						
所得税							
营业税金及附加							
利息费用							
未列示损益							

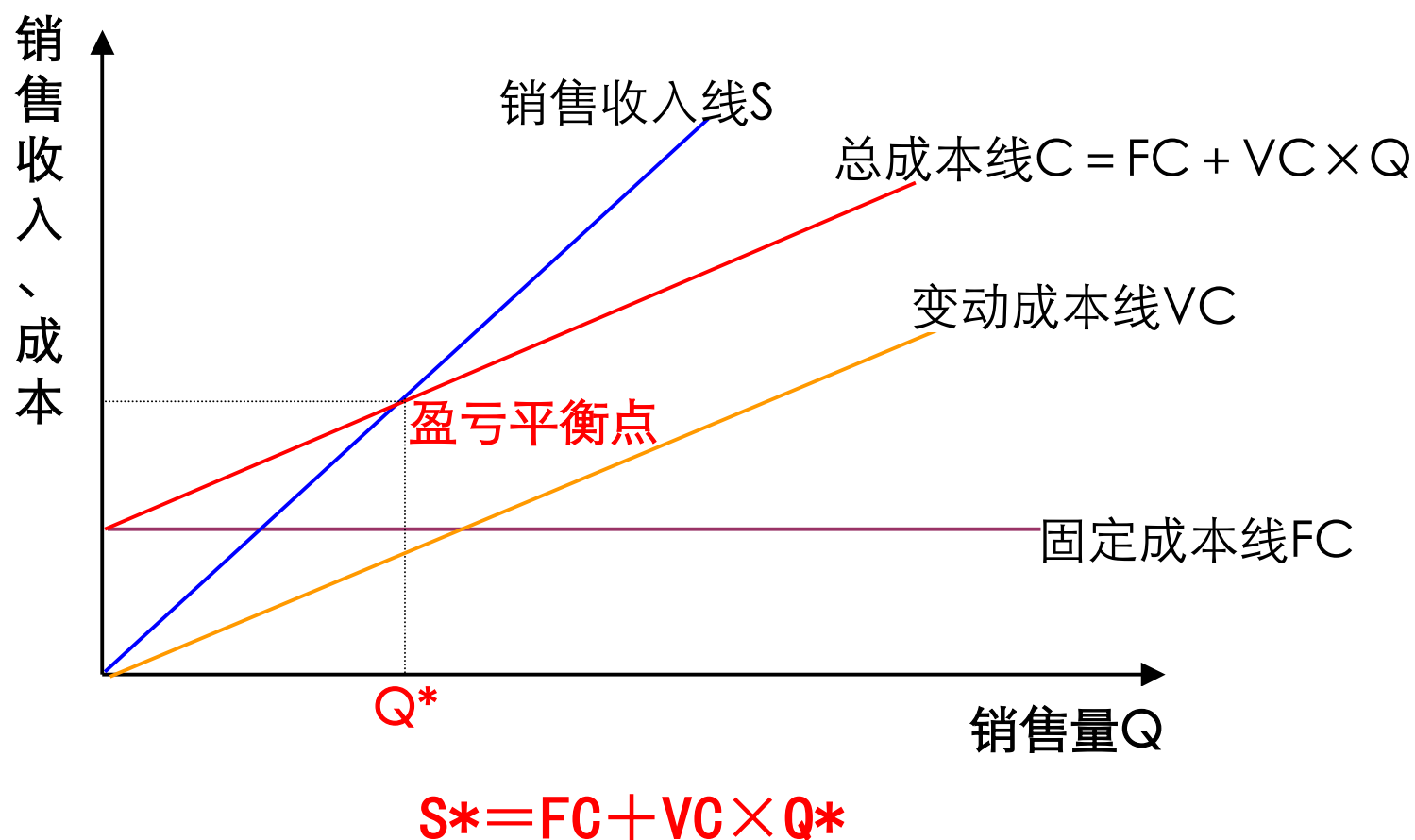
## 3.4 风险投资项目可行性分析

夸大净资产的常用手法

手法	资产项目变动	净资产项目变动	净结果
虚构销售	应收帐款增加	未分配利润增加	虚增净资产
少计准备	应收帐款净额、长期投资净额、存货净额、短期投资净额增加	未分配利润增加	虚增净资产
少提折旧	固定资产净值增加	未分配利润增加	虚增净资产
少提摊销	无形及递延资产增加	未分配利润增加	虚增净资产
费用资本化	在建工程增加	未分配利润增加	虚增净资产
支出往来挂帐	其他应收款增加	未分配利润增加	虚增净资产
费用挂帐	递延资产增加	未分配利润增加	虚增净资产
推迟工程决算	折旧减少、固定资产净值增加	未分配利润增加	虚增净资产
固定资产、在建工程、存货盘亏不作处理	固定资产、在建工程净值和存货增加	未分配利润增加	虚增净资产
少转成本	存货增加	未分配利润增加	虚增净资产

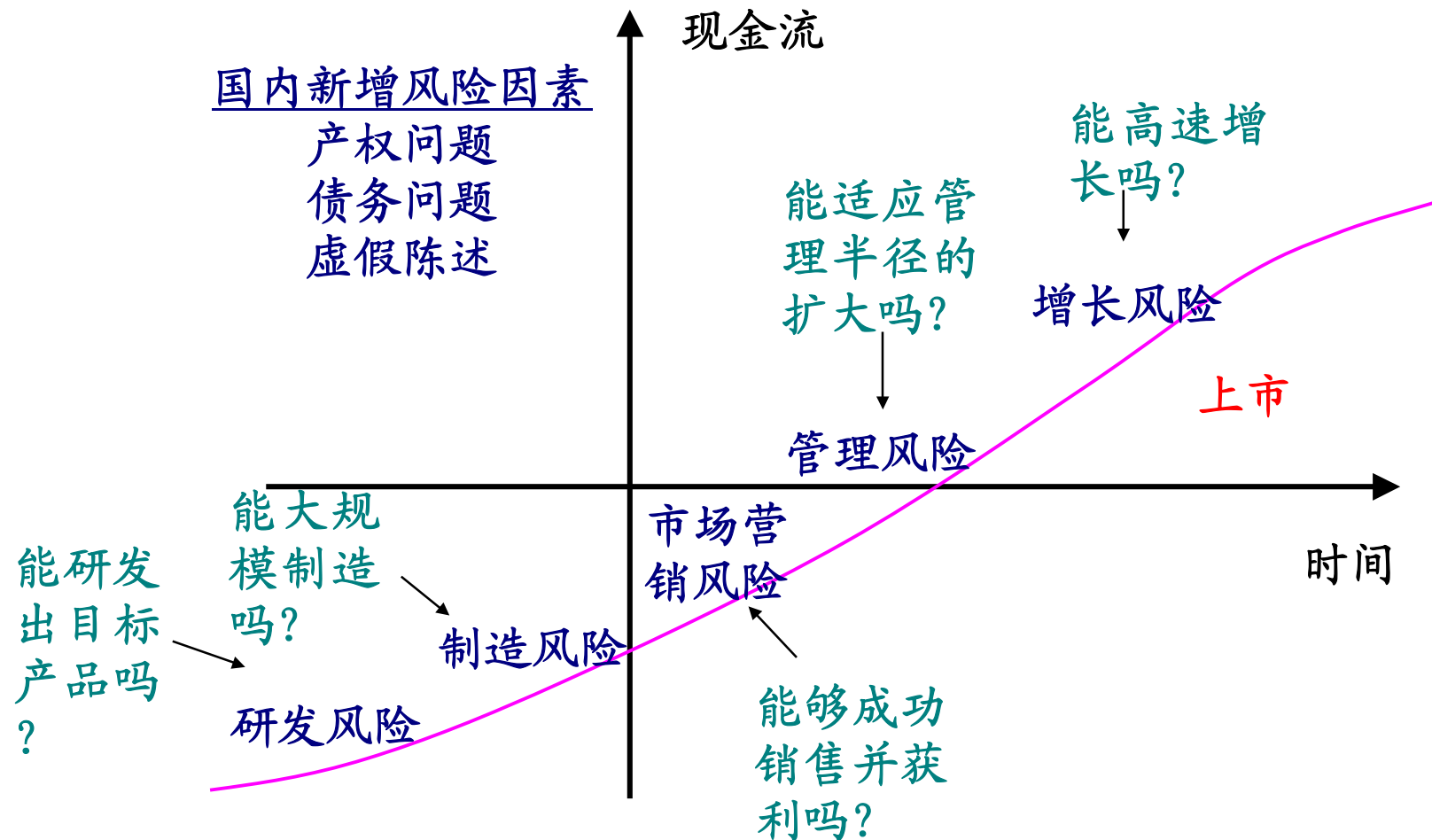
## 3.4 风险投资项目可行性分析

风险评价：盈亏平衡分析



## 3.4 风险投资项目可行性分析

风险评价：类型及阶段分布



## 第四讲 风险投资项目的价值评估

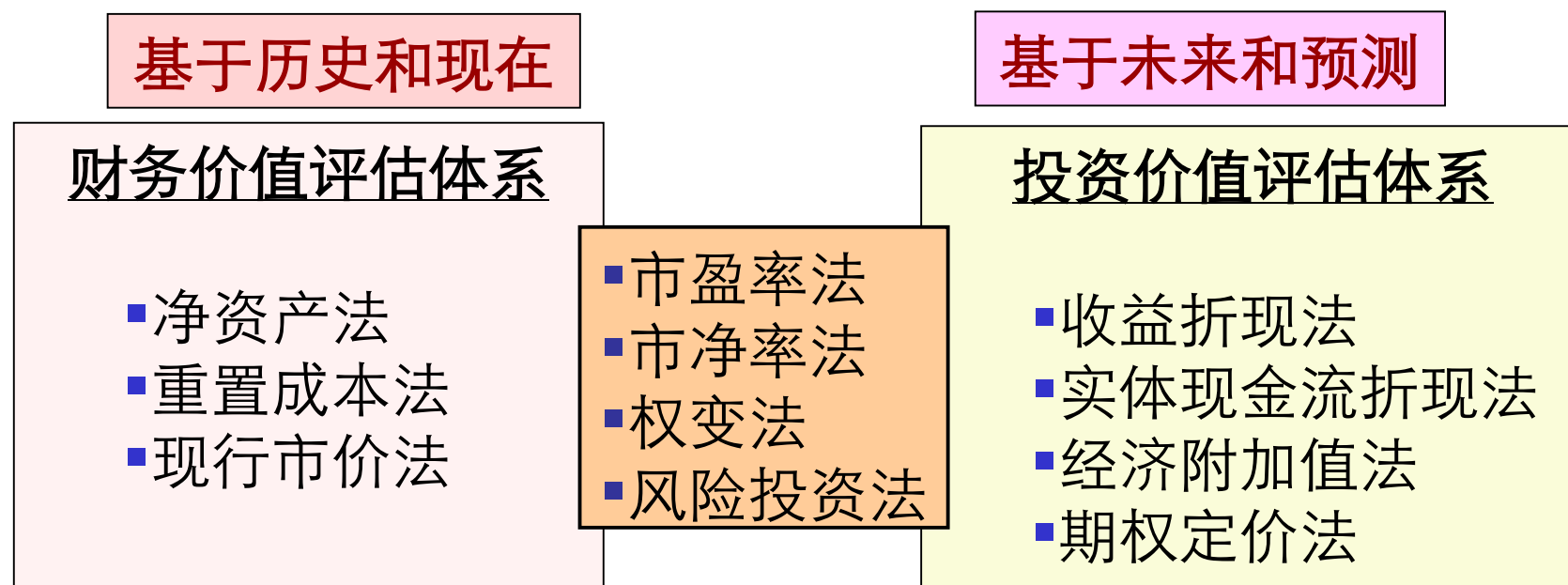
---

- |                    |              |
|--------------------|--------------|
| 4.1 价值评估体系的分类      | 4.6 市盈率法     |
| 4.2 价值评估中折现的基本原理   | 4.7 市净率法     |
| 4.3 价值评估中的自由现金流的估算 | 4.8 权变法      |
| 4.4 实体现金流折现法       | 4.9 风险投资法    |
| 4.5 经济附加值法         | 4.10 期权定价法   |
|                    | 4.11 网络股价值评估 |



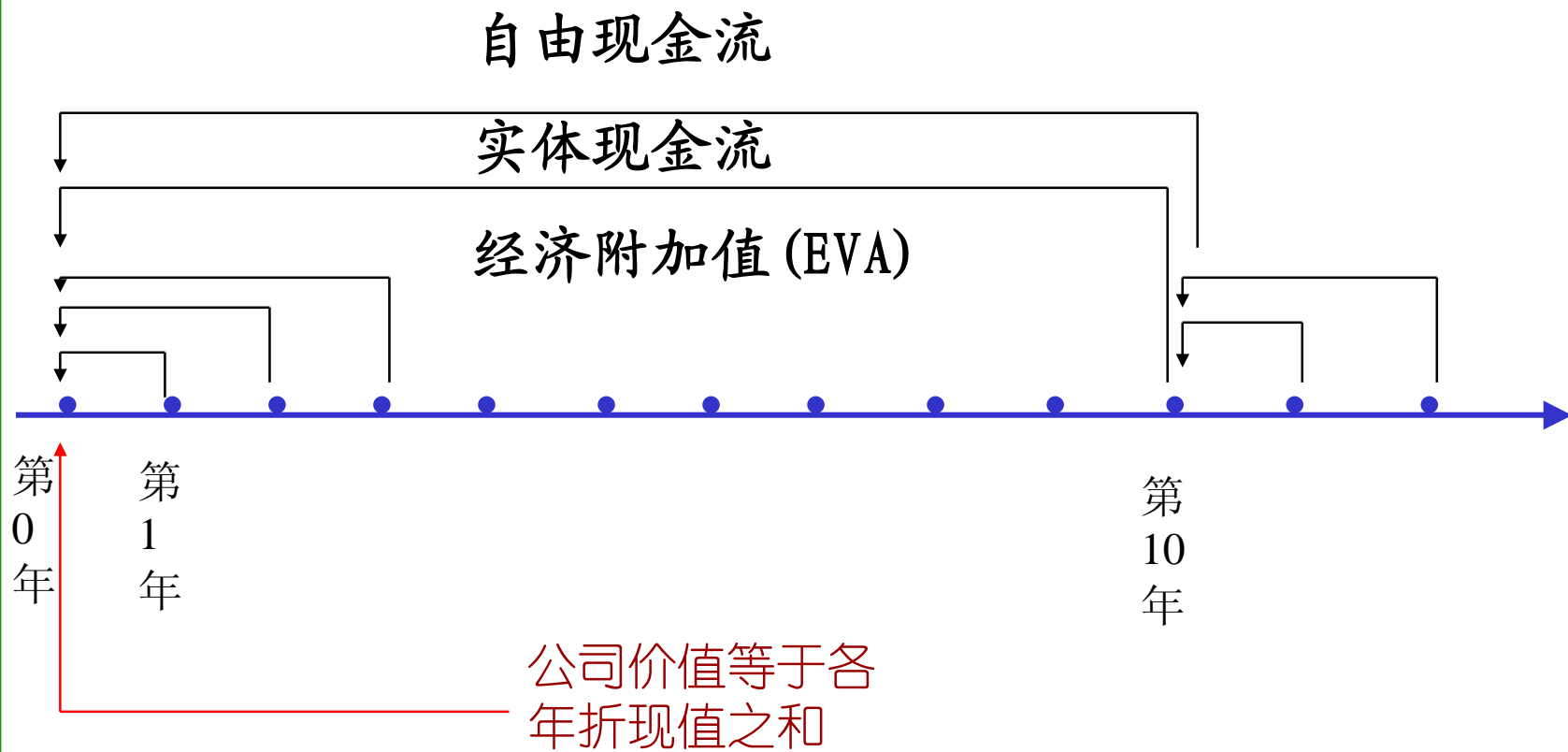
北京信息科技大学(北京信息工程学院)  
企业成长研究中心 · 经济贸易系  
Center for Research on Business Growth

## 4.1 项目价值评估体系的分类





## 4.2 价值评估中折现的基本原理



## 4.3 项目自由现金流的估算

### The statement of cash flows

#### **Operations**

Net income  
+Depreciation  
+Deferred taxes  
Changes in assets and liabilities

-Accounts receivable  
-Inventories  
+Accounts payable  
+Accrued expenses  
+Notes payable  
Other

Total cash flow from operations

#### **Investing activities**

-Acquisition of fixed assets  
+Sales of fixed assets

Total cash flow from investing activities

#### **Financing activities**

-Retirement of debt(including notes)  
+Proceeds of long-term debt  
-Dividends  
-Repurchase of stock  
+Proceeds from new stock issues

Total cash flow from financing activities

**Change in cash (on the balance sheet)**

### Cash flow in finance

#### Cash flow of the firm

##### **Operating cash flow**

EBIT  
+Depreciation  
-current taxes

##### **-Capital spending**

Acquisition of fixed assets  
-Sales of fixed assets

##### **-change in Net working capital**

Net working capital this year  
-Net working capital last year

**Total**

#### Cash flow to investors in the firm

##### **Debt**

Interest  
+Retirement of debt  
-Long-term debt financing

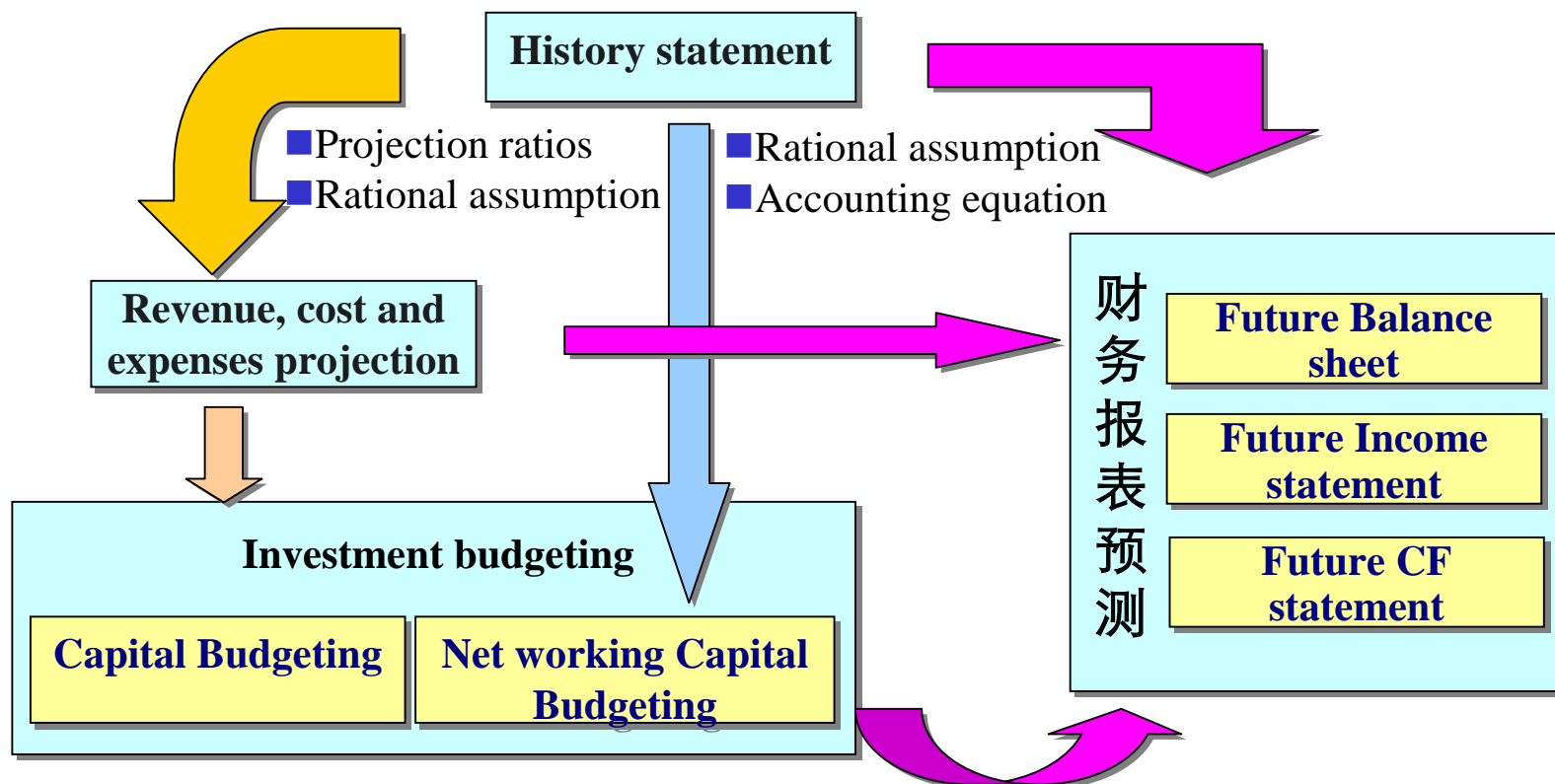
##### **Equity**

Dividends  
+Repurchase of equity  
-New equity financing

**Total**

## 4.3 项目自由现金流的估算

### ■ 财务预测（**EBIT**）



## 4.4 实体现金流折现法

←原股东进行股权转让时，

投资人最高投资额 = 权益价值 × 持股比例

←原企业增资扩股时，

投资人最高投资额 = (权益价值 × 持股比例) / (1 - 持股比例)

■权益价值 = 实体总价值 - 债务价值

■实体总价值 = 营业价值 + 非营业投资价值

■营业价值 = 明确的预测期期间的现金流量现值 + 明确的预测期之后的现金流量现值（连续价值的现值）

■现金流量现值 = 自由现金流量 × 折现因子  $[(1+WACC)^{-t}]$

■自由现金流量 = 毛现金流量 - 总投资

■毛现金流量 = 税息前利润 × (1 - 所得税率) + 折旧

■总投资 = 流动资金增长额 ( $\Delta$ 营运资金) + 资本开支 ( $\Delta$ 长期资产)

## 4.4 实体现金流折现法

自由现金流量	1991	1992	1993E	1994E	1995E
未含利息收支的税前经营利润	401	439	468	506	545
未含利息收支的税前经营利润之税赋	-137	-138	-153	-166	-178
扣除调整税的净营业利润	264	302	315	341	366
折旧	73	84	97	105	115
毛现金流量	337	386	412	445	482
流动资金增长额	-46	70	33	35	38
资本开支	266	235	157	213	232
其它资产的净增加	-17	-16	-4	-5	-5
投资总额	203	289	186	243	265
营业自由现金流量(OFCF)	134	98	227	202	217
非营业投资的现金流量	0	-203	228	0	0
可向投资者提供的自由现金流量	134	-105	455	202	216
<b>融资流动</b>					
税后净利息费用	16	17	29	12	8
净债务减少（增加）	-11	-211	326	80	88
普通股股利	83	91	99	110	120
股份购回（发行）	45	-3	0	0	0
<b>融资流动</b>	<b>133</b>	<b>-106</b>	<b>454</b>	<b>202</b>	<b>216</b>

## 4.4 实体现金流折现法

年份	OFCF	折现因子 (折10%)	FCF现值
1993	227	0.9091	206
1994	202	0.8264	167
1995	216	0.7513	163
1996	232	0.6830	159
1997	249	0.6209	155
1998	268	0.5645	151
1999	287	0.5132	147
2000	309	0.4665	144
2001	331	0.4241	141
2002	356	0.3855	137
连续价值	6604	0.3855	2546
营业价值			4115
非营业投资价值			207
实体总价值			4322
减: 债务价值			-560
权益价值			3762
股权转让持股30%		最大投资额:	1128.6
增资后持股30%		最大投资额:	1612.3

## 4.5 经济附加值法

权益价值=公司价值 - 债务价值

公司价值=初始投资资本 + 预期的EVA现值

- 预期的EVA现值=明确的预测期期间(T年)的EVA现值之和 + 明确的预测期之后的EVA现值
- 明确的预测期之后的EVA现值=连续价值 ÷ (1+加权平均资本成本)<sup>T</sup>
- 连续价值=明确的预测期之后的第一年的EVA ÷ 加权平均资本成本
- EVA (经济附加值) = 资本收益 - 资本成本 = 税后净营业利润 - (权益成本 + 债务成本)
- 税后净营业利润 = (税息前营业利润 - 税息前营业利润税负 + 递延税款贷方增加额) = (营业利润 + 利息支出) × (1 - 所得税率) + 递延税款贷方本期增加额;
- 权益成本 = [未来五年期固定利率国债利率 + 公司的β值 × (过去五年股市年平均收益率 + 未来风险调整 - 未来五年期固定利率国债利率)] × (所有者权益 + 少数股东权益);
- 债务成本 = 当年利息支出。



[illegible]

年份	前年投资	税后净营业利润	初始资本	资本成本	EVA	EVA现值	累计EVA现值
1	10	450	1718	172	278	253	253
2	11	460	1728	173	287	237	490
3	12	470	1739	174	296	222	713
4	13	480	1751	175	305	208	921
5	14	490	1764	176	314	195	1116
6	15	500	1778	178	322	182	1298
7	16	510	1793	179	331	170	1467
8	17	520	1809	181	339	158	1626
9	18	530	1826	183	347	147	1773
10	19	560	1844	184	376	145	1918
11年及其以后	0	560	1863	186	374*	1440 (Σ)	

折现率：10%      净债务：2500      假定第11年以后各年的EVA值与第11年的EVA值相等

## 4.5 经济附加值法

### 公司股权价值评估:

- 公司价值 = 预期的EVA现值 + 初始投资资本 = 明确的预测期（10年）的EVA现值之和 + 明确的预测期之后的EVA现值 + 初始投资资本 = 明确的预测期（10年）的EVA现值之和 + 连续价值  $\div (1 + \text{加权平均资本成本})^T + \text{初始投资资本} = \text{明确的预测期（10年）的EVA现值之和} + \{[\text{明确的预测期之后第1年（即第11年）的EVA} \div \text{加权平均资本成本}] \div (1 + \text{加权平均资本成本})\} + \text{初始投资资本} = 1918 + [(374 \div 10\%) \div (1 + 10\%)^{10}] + 1718 = 1918 + 1440 + 1718 = 5076$
- 公司股权价值 = 公司价值 - 净债务 =  $5076 - 2500 = 2576$

### 投资人最大投资额（底价）:

- 原股东转让30%股权，投资人最大投资额 =  $2576 \times 30\% = 772.8$
- 增资扩股，投资人持股30%的最大投资额 =  $2576 \times 30\% \div (1 - 30\%) = 772.8 \div 70\% = 1104$

### 注释Notes:

- 第T年初始资本 = 第T-1年初始资本 + 前年投资;
- 第T年资本成本 = 第T年初始资本  $\times$  折现率
- 第T年EVA = 第T年税后净营业利润 - 第T年资本成本

## 4.6 市盈率法

购股价格 (P) = 市盈率 × 每股收益

市盈率 (P/E) = 股价 ÷ 每股收益

历史市盈率法:

购股价格 = 现时市盈率 × 最近年度加权平均每股收益

标准市盈率:

- ← 投资时点被投资企业的市盈率
- ← 投资时点可比企业的市盈率
- ← 投资时点被投资企业行业平均市盈率

未来市盈率法:

购股价格 = 未来市盈率 × 未来年度加权平均每股收益

## 4.7 市净率法

购股价格 = 市净率 × 每股净资产

市净率 = 股价 ÷ 每股净资产

历史市净率法:

购股价格 = 现时市净率 × 最近年度加权平均每股净资产

标准市净率:

← 投资时点被投资企业的市净率

← 投资时点可比企业的市净率

← 投资时点被投资企业行业平均市净率

未来市净率法:

购股价格 = 未来市净率 × 未来年度加权平均每股净资产

## 4.8 权变法

- 在实际运作过程中，风险投资公司采取的价值评估的计算方法往往是以上所述及的诸多方式的组合，而不局限于某一单一的方法，并结合针对项目的具体投资方式（如分段投资）以及金融工具（如可转换优先股），价值计算的基础也不简单的基于企业的历史业绩或者未来的预测业绩，而是结合在未来在业绩已实现的基础上再进行价值计算，体现一定的权变特性。
- 例如，A风险投资公司拟向B项目公司投资300万美元，此项资金分三批注入B公司：  
第一笔资金：t=0时，注入100万美元  
第二笔资金：t=1时，即第一年末，注入100万美元  
第三笔资金：t=2时，即第二年末，注入100万美元

在不同阶段，采用不同的价值评估方法，形成一个组合：

- T=0时，依据净资产法或者市盈率法（当年净利润乘以市盈率）等计算得到企业当时的价值，如企业当年净利润为100万美元，市盈率取值为10，则企业价值为1000万美元，此时投入的100万美元占B公司10%的股份
- T=1, 2时，企业价值按照当年企业的绩效来计算：  
企业价值 =  $(3 \times \text{当年销售额} + 15 \times \text{当年净利润}) / 2$   
此时投入的100万美元按照以上公式所得出的企业价值进行计算。

## 4.9 风险投资法

- 风险投资方法由哈佛大学商学院John Willinge在Josh Lerner教授的指导下在一个案例中给出的，其基本方法与步骤如下：
  - 确定项目投资周期：一般为项目进入正常运转，或者IPO时，在下页的AB公司的例子中定为5年
  - 计算项目公司终值：计算项目在投资周期終了时的项目公司最终市场价值，在下页的例子中，AB公司第五年的预计净利润为1500万元，取市盈率为10，则计算可得项目终值为15000万元
  - 计算投资额终值：如下页例子，AB公司拟与第一年末引进1230万元的投资，投资人的预期回报率为40%，则投资额在第五年的终值为： $1230 \times 1.4^4 = 4725$ 万元
  - 计算股份：投资额终值/项目公司终值，得到所占股份应为31.5%
  - 考虑未来的稀释，如本例子中，AB公司在第三年末引进另一笔2570万元的投資，本例中未考虑ESOP计划所带来的潜在影响。

具体计算如后页表格：

## 4.9 风险投资法

投资者	投资额	预期回报率	预期回报倍数	投资额终值	公司价值终值	所占股份
第一轮：t=1	¥ 12, 300, 000	40%	3. 84	¥ 47, 251, 680	¥ 150, 000, 000	31. 5%
第二轮：t=3	¥ 25, 700, 000	30%	1. 69	¥ 43, 433, 000	¥ 150, 000, 000	29. 0%

	第一轮投资者	第二轮投资者
已发行股票（股）	1, 000, 000	1, 796, 618
第五年公司价值	¥ 150, 000, 000	¥ 150, 000, 000
投资额未来值	¥ 47, 251, 680	¥ 43, 433, 000
员工持股稀释额	¥ 0	¥ 0
第二轮投资稀释额	¥ 43, 433, 000	¥ 0
总稀释额	¥ 43, 433, 000	¥ 0
稀释后价值	¥ 106, 567, 000	¥ 150, 000, 000
稀释前股份	44. 3%	29. 0%
稀释后股份	31. 5%	29. 0%
增发股票（股）	796, 618	732, 239
每股价格	¥ 15. 44	¥ 35. 10
投资前估值	¥ 15, 440, 264	¥ 63, 057, 396
投资后估值	¥ 27, 740, 264	¥ 88, 757, 396
期末已发行股票总数	1, 796, 618	2, 528, 858

AB公司t=5时终值为 $1500 \times 10 = 15000$ 万元，假设AB公司在t=0时发行100万股股票

结果：第一轮投资者在t=1时向AB公司投入1230万元，购买增发的796618股股票，每股价格15.44元，占公司股份的44.3%；第二轮投资人在t=3时向AB公司投入2570万元，购买公司增发的732239股股票，每股价格35.1元，占公司股份的29%，并将第一轮投资人的股份稀释为31.5%



## 4.10 期权定价法

---



## 4.11 网络股价值评估

---

# 第五讲 风险投资的投资结构设计

---

- 5.1 投资结构的重要性及其决定
- 5.2 投资结构的主要内容
- 5.3 投资结构设计：联合投资
- 5.4 投资结构设计：金融工具安排
- 5.5 投资结构设计：定价与资本注入
- 5.6 投资结构设计：治理结构安排



北京信息科技大学(北京信息工程学院)  
企业成长研究中心 · 经济贸易系  
Center for Research on Business Growth

## 5.1 投资结构的重要性及其决定

- 投资结构 ( $C_i$ ) 是有效控制“逆向选择”、“道德风险”和“变现风险”的重要机制，如果安排不当，再好的投资项目最终也可能亏损殆尽；
- 投资结构的实际达成却有赖于投融资双方的讨价还价，而不是风险投资商可以单方面按有利于自身的最优安排来执行的；
- 在投资进入之前，为有效控制投资风险，风险投资商应该对可能的最优投资结构和最低要求的投资结构做出事先设计。在投资契约谈判过程中，风险投资商通常要在最低要求的投资结构和最优投资结构之间做出折中选择，如果最终投资结构连最低要求都不能满足，投资风险就会超出风险投资商合理控制的范围，该投资对象通常就要被放弃；
- 最终的投资结构对风险投资商来说通常都不可能是最优的，所以风险投资商在评估决策时必须在对  $M_p$ ,  $S_p$ ,  $H_e$ ,  $E_i$  这四大因素进行综合评价的基础上为其后与创业者的谈判准备一个最低要求的投资结构，并按这一最低要求的投资结构来综合评判投资对象总的投资价值。至于何谓最低要求的投资结构，这取决于风险投资商对投资对象前四大评估因素的判断，而设计这一最低要求投资结构的基本原则应当是在既定的、合理预期的高收益水平上给投资商自身以最低限度的贬值保护，且这一最低限度的贬值保护仍是投资商可以接受的。

## 5.2 投资结构设计的主要内容

- 从风险投资合理控制的高风险机制来看，投资结构设计的内容包括“联合投资”、“金融工具设计”、“投资定价与资本分期注入”以及“被投资企业的治理结构安排”等方面。
- 从理论上讲，一个在既定的、合理预期的回报水平上风险最小的投资结构对于风险投资商而言自然是最优的。这个最优结构通常包括：
  - 和声誉卓著且经验丰富的其他投资者一起联合投资某一企业，以减少“逆向选择”（正是从这个意义上，我们将“交易结构”改为了“投资结构”）；
  - 在投资的金融工具选择上尽量使用可转换优先股等可转换工具；
  - 在投资定价上尽可能低价进入，并且通过“反摊薄条款”等为自己在被投资企业的后续融资中提供贬值保护；
  - 尽可能分阶段注入投资资本，并将这种资本注入与一定的业绩目标相联系；
  - 在被投资企业治理结构安排上，通过重大决策一票否决权、董事会席位安排等确保在被投资企业业绩恶化时风险投资商对企业的完全控制权，包括必要时解雇创业者的权利；
  - 通过管理层雇佣合同、竞业条款、股份逐步落实等来提高创业者的退出成本；
  - 尽可能提高风险投资商获取被投资企业信息的程度并且积极介入到被投资企业的经营管理之中等等。

## 5.3 投资结构设计：联合投资

- 部分解决优质项目的信息获取和评估问题：解决事前信息不对称引起的“逆向选择”问题
  - 共享评估决策：借联合投资商的项目评估决策能力为自身投资决策
  - 传递信号：有声誉的风险投资商向高价值项目传递了“按项目真实价值”而不是“市场平均价值”出价的信号，从而会吸引高价值投资项目前来寻求资本支持，而缺乏声誉的投资商则缺少这样的机会。
- 部分解决已投资项目的信息获取问题：解决事后信息不对称引起的“道德风险”问题
  - 已投资项目的信息共享、信息平等
- 共担投资风险

## 5.4 投资结构设计：金融工具安排

主要金融工具	对风险投资人的影响	对被投资企业的影响
普通股	可分享增值好处，只有最低的财产清偿权	引起财务结构的变化不会影响后续融资，通常还要满足附加条件
纯债务	有固定利息收入，不能分享增值收益	通常需要担保，有固定利息支出，负债率提高影响后续融资
可转换优先股	转换前有稳定收益，可分享增值收益	引起财务结构的变化不影响后续融资，并能确保对企业的控制
可转换债	转换前有固定利息收入，可分享增值收益	控制权未过早稀释，低成本融资，面临经营压力
附购股权公司债	可分享增值收益，利率一般较低	利率低，投资人执行购股权可事来增量资金



## 5.4 投资结构设计：金融工具安排

### 案例Case：可转换优先股的实现

广州的三位工程师开发出的一项与化妆品有关的化工技术吸引了当地的一个风险投资商的注意。投资商决定投资600万元与工程师共同组建一个以有限责任公司为组织形式的项目公司，但投资商希望在项目运作初期取得相对稳定的投资回报，一旦项目公司进入快速盈利阶段再按实际比资比例分取公司利润。

为此，投资商与工程师在项目公司设立阶段签署了一份协议，协议约定：公司根据各股东已取得的公司利润，各股东相互同意按如下比例进行相互转让：

投资商：	***元
工程师甲：	剩余部分的**%
工程师乙：	剩余部分的**%
工程师丙：	剩余部分的**%

协议还约定，公司设立后3年内，投资商有权以书面方式通知其他股东，终止上述对股东已取得的公司利润的相互转让。

## 5.4 投资结构设计：金融工具安排

### 案例Case：为“普通股”设置附加条款

朱先生（丙方）经多年钻研开发出了一项新型建筑材料专利技术。年1995年，朱先生以其专利技术为核心，成立了一家新型建筑材料公司，并很快打开了市场。目前，朱先生的公司已拥有1000多万元净资产，年销售收入达到5000万元人民币，公司处于迅速扩张的阶段。去年8月，朱先生的公司开始在中介机构的帮助下筹备创业板上市，一家风险投资公司（甲方）打算出资3000万元人民币作为公司（乙方）的发起人。但投资人对公司能否如期上市还心存疑虑，于是，双方在投资协议中约定了如下条款：

“甲方将一次性投入乙方3000万元人民币，占乙方20%的股权。如果乙方在2003年12月31日（含）以前未能成功发行股票，则甲方有权要求丙方按甲方原始投资额收购甲方持有的乙方股份，并按银行同期存款利率支付利息。对此，丙方完全同意。”

## 5.4 投资结构设计：金融工具安排

案例Case：等量资金投入引起的权益变化在境内外的不同

某境外公司原有注册资本及净资产均为\$10,000元，每股票面价值\$100元，原始股东持有100股公司股份，原始股东所持有的每股公司股份对应的净资产为\$100元。此时，某风险投资商以\$1000元每股的价格购买了公司增发的股份100股。

风险投资进入后，公司的注册资本变为\$20,000元，净资产变为： $\$100 \times 100 + \$1000 \times 100 = \$110,000$ ，公司的股份总数变更为200股。原始股股东占公司股份的50%，每股公司股份对应净资产为\$550元。公司取得了一定规模的资金，公司原始股股东的权益也在此过程中明显增加。

还是这家公司，如果其注册地在国内，且为有限责任公司，其注册资本及净资产同样均为\$10,000元，由于有限责任公司的注册资本未被分为等额股份，原始股东持有\$10,000元的“出资”，即公司100%的股权。此时如风险投资商投入\$100,000元的出资，按照现行法律的规定，则该等出资均应计入公司注册资本，公司注册资本及净资产同时变更为\$110,000元，原始股东只占9.1%的股权（ $10,000/110,000$ ），原始股东的权益无法体现；如原始股东希望维持50%的股权，则风险投资只能投入公司\$10,000元的资金，仅相当于前面股份有限公司情形下融资金额的1/10，不能为创业融得足够资金。

## 5.4 投资结构设计：金融工具安排

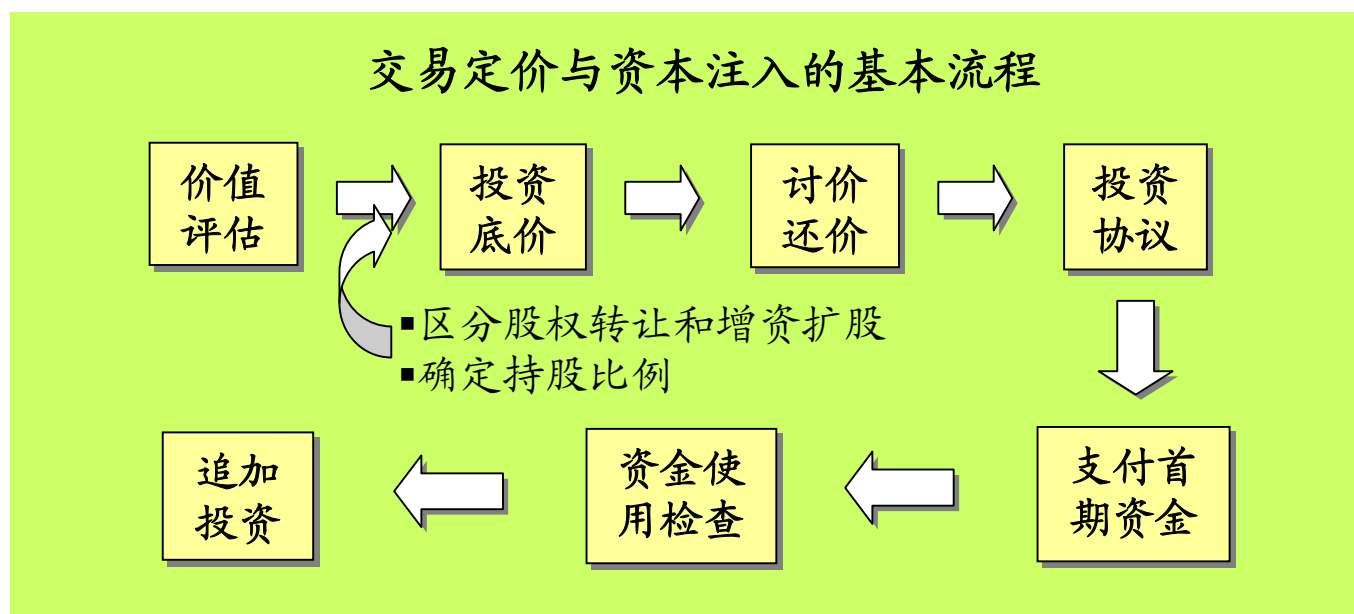
### 案例Case：以股权转让加增资的办法解决“溢价投资”问题

某软件公司原注册资本及净资产均为100万元人民币，风险投资机构与该公司原股东协商后决定溢价投资，计划投资100万元，但只持股10%。经协商，风险投资机构首先以100万元的价款向公司原股东收购公司20%的股权，收购后公司原股东持有80%股权和100万元现金（股权转让价款），风险投资机构持有公司20%股权。此时，公司原股东将100万元现金投入公司，对公司进行增资。公司注册资本及净资产变更为200万元，公司原股东持有公司90%股权【 $(100 \times 80\% + 100) / 200 \times 100\%$ 】，风险投资机构持有公司10%股权。至此，各方目的均以达到，溢价投资通过一次股权转让及一次增资的间接方式完成。

## 5.5 投资结构设计：定价与资本注入

- 尽可能低价投入
- 分阶段投资
- 反摊薄条款

控制“道德风险”的重要机制：如果融资方未能达到下一轮注资要求，风险投资商将中止投资，这对融资方既意味着现实的资金损失，还意味着声誉损失，从而构成重要制约。



## 5.5 投资结构设计：定价与资本注入

### ■ 反摊薄条款

- 反摊薄条款是一种用来确保原始投资人利益的协定，按照该协定后来加入的投资者等额投资所拥有的权益不能超过这些原始投资人。很多投资人常常坚持把某种反摊薄条款作为投资条件之一，尤其当他们是公司的原始大股东之一时。
- 反摊薄条款通常被列入投资协议中，或者以附加购股权或股票期权的形式列入股东出资协议或其它投资人与融资人的协议中。
- 一项典型的反摊薄条款是：只有在未来出现约定的特定事项时风险投资人的股权份额才能减少。这些特定事项可能是必须经历的一段时间，或是新增融资额达到了约定规模以及其它约定出现的事项。在这些特定事项没有出现之前，被投资企业增发新股都必须无偿给予或按双方认可的价格给予风险投资人更多的股份。
- 另一项典型的反摊薄条款则可能是要求被投资企业在低价出售股份给后来的投资人时必须无偿给予原始投资人股份。例如，某个原始投资人拥有一风险企业100000股原始股，购买价格为每股2元。当后来该企业以每股1元的价格增发新股时，原始投资人应该得到更多的股份，而且无需付费。如果原始投资人获得了足够多的“免费”股份从而使其每股平均价格下降至增发新股的价格水平（在本例中为100000股），通常他的这种反摊薄权利就被称为“棘轮”(Ratchet)。
- 还有一种反摊薄条款规定，如果增发新股的价格低于原始发行价或超过约定数量的新股被发售时，被投资企业应允许原始投资人购买额外的股份。给予优先权和授权原始投资人在未来获得一定百分比的流通股而不是固定股份数量的做法也是反摊薄条款的内容之一。除此之外，还有许多种反摊薄条款，总之任何试图确保原始投资人一定股权比例或股价优势的内容都可视为反摊薄条款。

## 5.6 投资结构设计：治理结构安排

---

- 股权结构
- 董事会席位安排
- 重大决策一票否决权
- 设定优先权：优先认购权、注册权、出售权等
- 定期获得经营信息
- 管理层雇佣合同
- 签署《肯定盟约》（affirmative covenants）、《否定盟约》（negative covenants）
- 签署回购条款
- 创业者激励补偿：购股期权安排、配股权、控制权看涨期权等



## 5.6 投资结构设计：治理结构安排

### ■ 股权、董事会席位与表决权分配

- 参股还是控股不是风险投资的本质要求；
- 风险投资人虽然不谋求对被投资企业的控股权，但要求在被投资企业董事会中占有至少一个席位；
- 在大多数情况下，对被投资企业的表决权并不取决于风险投资人所持有股权的性质。即使风险投资人持有的是被投资企业的可转换优先股、其他股权或债权，同样可以行使与普通股相同的表决权；
- 在多数情况下，风险投资人作为外部董事，由于具备丰富的经验，拥有在培育公司成长和鉴别管理层素质等方面的专业素养以及有着极为广泛的外部联系，风险投资人凭着投入的资本和所能提供的增值服务而在被投资企业董事会中占据主导地位，并对被投资企业重大决策享有“一票否决权”。

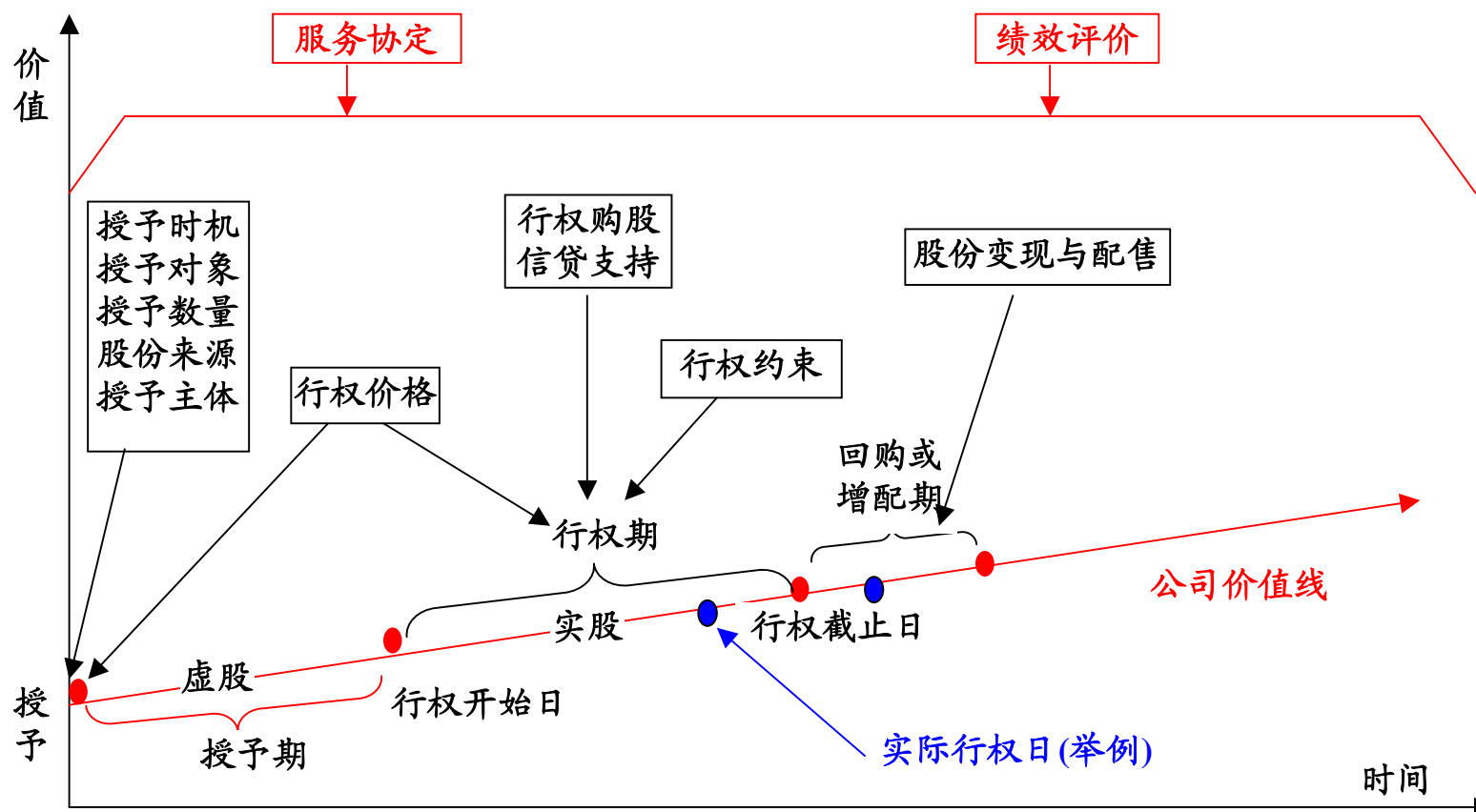
## 5.6 投资结构设计：治理结构安排

### ■ 肯定盟约

- 肯定盟约是指被投资企业及其管理层同意在资金到位后遵循的一些合约条款。在肯定盟约中，通常对管理层/企业家在风险投资期内应该从事哪些行为作出约定。肯定盟约通常还附有“否定盟约”以强制被投资企业及其管理层在风险资本到位后不采取某种行为。肯定盟约一般包括以下一些条款：
  - 获得经营管理记录的渠道。即被投资企业应给予风险投资人及其代表合适的渠道以使他们能够接近企业职员和经营管理记录。
  - 财务报表。指公司及其管理层应定期向风险投资人提交反映公司盈利及财务状况的财务报告。其中资产负债表、损益表和现金流量表通常要按月度、季度和年度呈报，而且年度报告必须经过注册会计师的审核。有时公司总裁也会要求提交月度财务状况表。
  - 预算。被投资企业应准备年度预算，而且该预算必须取得董事会有时甚至是投资人的同意。
  - 财产存续与保全。管理层要使被投资企业持续存在并拥有所有经营企业所必须的各项条件以及对公司财产的所有权。并使其所有财产保持良好的状态。
  - 保险。被投资企业要购买足够的保险。通常，企业也要同意为管理层主要成员购买人寿保险。
  - 债务偿付与税款支付。被投资企业要按正常要求支付其应付债务与应交税款。
  - 遵守法律与协议。被投资企业要遵守所有适用于自身的法律并履行有关协议所规定的义务。
  - 诉讼与其它公告。投资人应当被告知任何与被投资企业有关的诉讼、主要协定的未履行情况以及其它可能会对被投资企业或该企业的营运造成不利影响的任何事项。
  - 知识产权保护。被投资企业要采取合理的措施保护其专利权、商业秘密和版权，这些措施包括公司雇员之间的保密协定或非竞争协定。
  - 资金使用。被投资企业必须按约定用途使用风险投资人提供的资金。
  - 会计制度。被投资企业要维持现有会计制度。
  - 董事会。管理层股东应投票表决以确保风险投资人代表进入被投资企业董事会。

## 5.6 投资结构设计：治理结构安排

### ■ 创业者购股期权



## 5.6 投资结构设计：治理结构安排

### ■ 创业者控制权看涨期权

- 由于创业者的持股比例会因配股和行权而逐步增加，而风险投资商最终要退出其投资，因此，只要被投资企业顺利发展，其控制权最终仍会回到创业者手中，从而可以有效减少创业者谋求私利的机会主义行为。



# 第六讲 风险投资的退出安排

---

6.1 风险投资退出的重要性

6.2 风险投资退出策略安排

6.3 创业板市场

6.4 退出案例：雅虎、亚马逊



北京信息科技大学(北京信息工程学院)

企业成长研究中心 · 经济贸易系

Center for Research on Business Growth

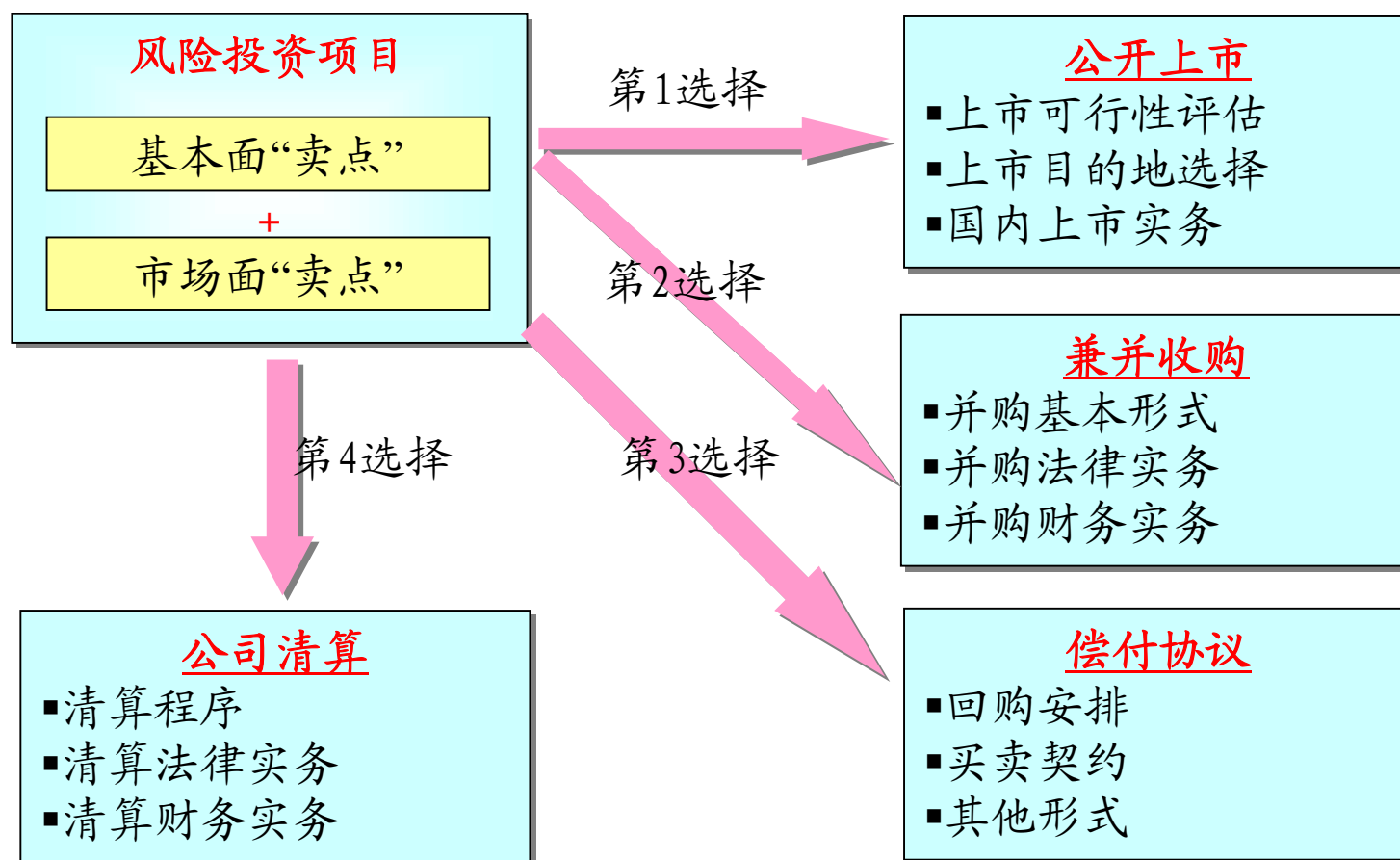
## 6.1 风险投资退出的重要性

---

- 合理预期高收益和合理控制高风险机制的内在要求
  - “资本化”机制是“转换箱”，只有通过投资退出，风险投资商才能以转换形式分享到被投资企业的行业超额利润和垄断利润，以及建立在此基础上的“现值收益”和“透支收益”；
  - 不仅要退出，而且必须适时退出，如果退出时机延后，任何超额利润都会被摊薄。
- 风险投资周期循环的需要
  - 成功退出成为风险投资商与投资者之间的信号传递机制。只有建立这样的声誉，风险投资商才有可能迅速募集到新的基金。

## 6.2 风险投资退出的策略安排

### 出口设计的基本框架





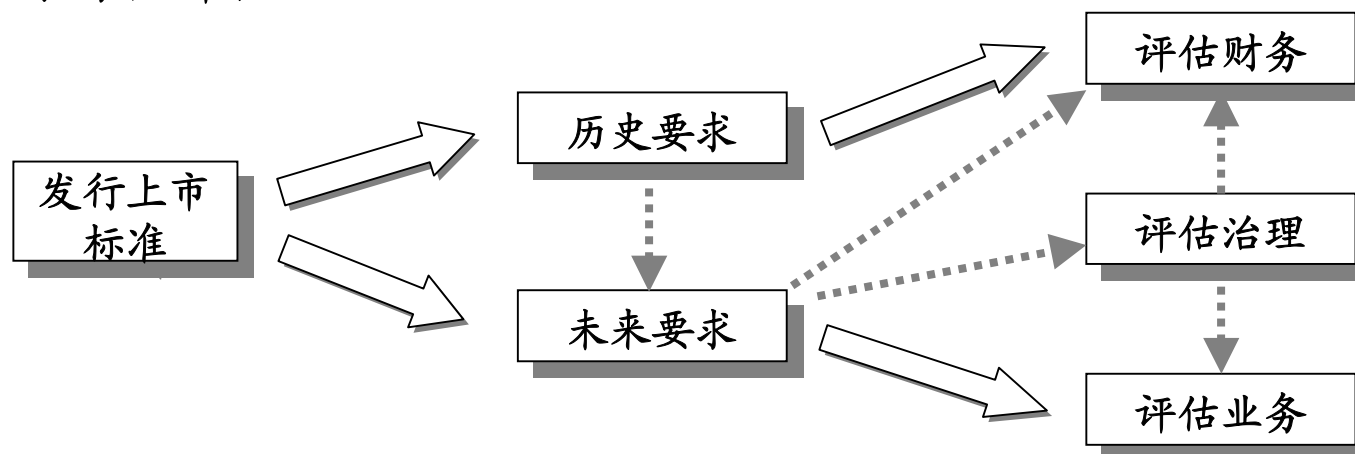
## 6.2 风险投资退出的策略安排

### 各种退出方式比较

	优点	缺点
上市	回报率高 公司保持独立性 持续融资	退出受限制 费用较高
并购	回收资金快 可一次完全退出	公司有可能无法保持独立性 寻求并购过程较长 回报率一般
偿付/ 清算	避免继续承担资金沉淀的 压力	商誉可能受损失 法律程序复杂 很难收回投资

## 6.2 风险投资退出的策略安排

### 上市可行性评估



业务评估要点	财务评估要点	治理结构评估要点
<ul style="list-style-type: none"><li>• 能否做到主营业务突出？</li><li>• 能否构造完整的产供销？</li><li>• 能否构造核心竞争力？</li><li>• 能否持续扩张并优化业务结构？</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 能否体现高毛利率？</li><li>• 收入和利润能否持续增长？</li><li>• 资产负债结构能否合理构造？</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 股本设置能否合理？</li><li>• 控制权结构能否合理设置？</li><li>• 创业者是否具有职业化管理能力潜质？</li><li>• 创业者的激励约束机制能否合理建立？</li></ul>

## 6.2 风险投资退出的策略安排

### 股份制改造与上市重组方案设计策略

#### 上市主体构造

- 发起设立/改制设立
- 总股本和持股比例设计
- 创业者持股
- 机构独立

#### 业务包装

- 主营突出
- 完整的产供销
- 具有核心竞争力
- 无/少关联交易

#### 财务包装

- 高毛利率
- 收入和利润增幅;
- 应收款低
- 长期投资低
- 其他应付款低
- 固定资产和无形资产比例适当

#### 合规性调整

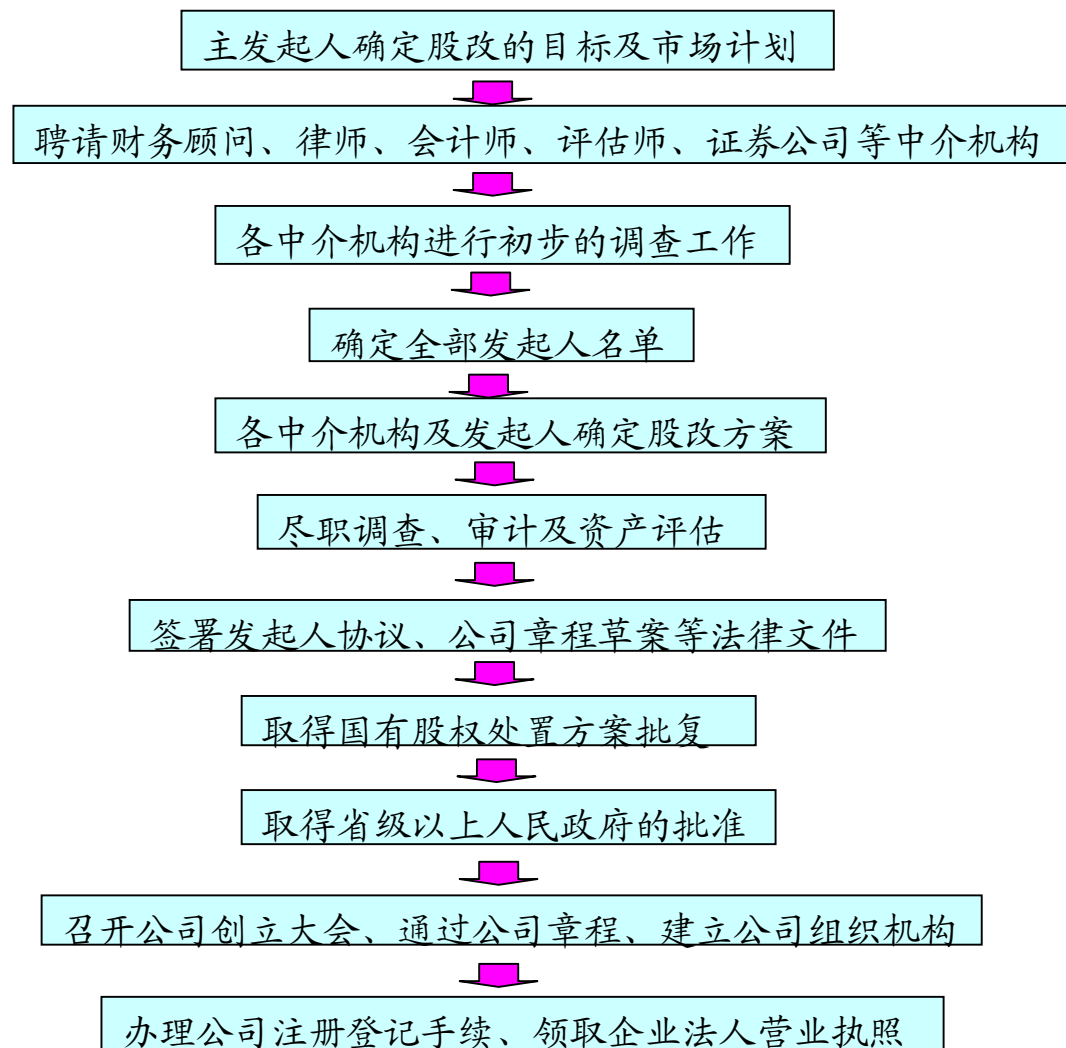
# 6.2 风险投资退出的策略安排

国内上市进度安排（最理想情况下）

时间	上市可行性评估	主承销商初审	改制重组方案设计	上市辅导	制作申报材料	证监会初审	发审委审核	股票发行上市
T + 1								
T + 2								
T + 5								
T + 17								
T + 18								
T + 19								
T + 21								
T + 24								
中介机构	财务顾问公司	主承销商	全部中介机构	主承销商	全部中介机构	主承销商	主承销商	全部中介机构

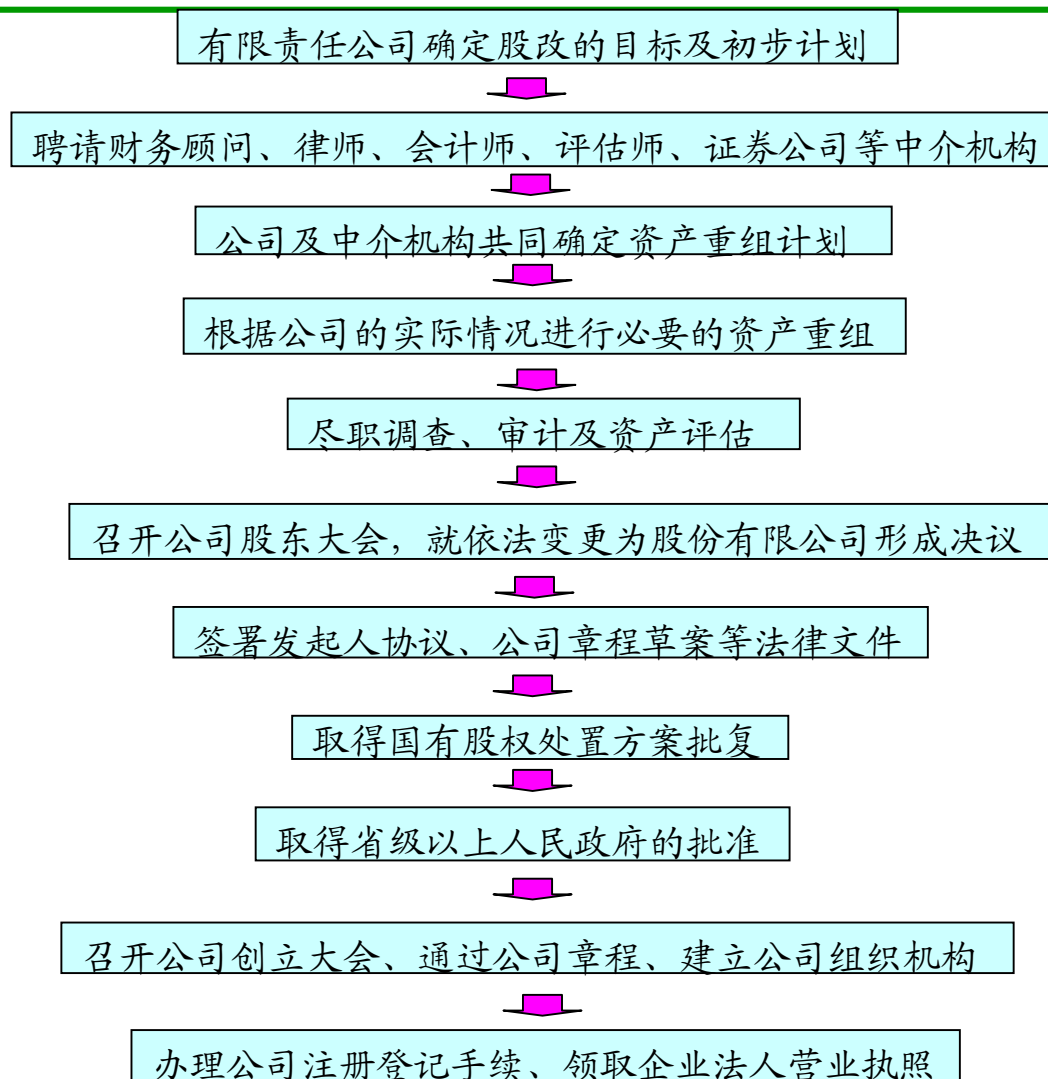
## 6.2 风险投资退出的策略安排

### 发起设立股份有限公司的程序



## 6.2 风险投资退出的策略安排

有限  
责任  
公司  
整体  
变更  
为股  
份有  
限公  
司的  
程序



## 6.2 风险投资退出的策略安排

### 股改时的土地使用权取得方式

- 土地管理部门将原企业以其他方式取得的土地使用权收回，由国家以土地使用权作为出资投入股份公司，经评估作价后，界定为国家股，由土地管理部门委托国有股权持股单位统一持有；
- 出让方式：土地管理部门将原企业以其他方式取得的土地使用权收回，并将土地使用权以出让方式出让给改制后成立的股份有限公司；土地使用权出让的最高年限为70年。
- 股东投入：由拟成立股份公司的主要发起人以出让方式取得土地使用权，并将土地使用权作为该发起人的出资，评估作价后投入股份公司，所折股份由该发起人持有。
- 由改制后设立的股份公司与国土管理部门签署《土地使用权租赁协议》，由股份公司以向国土管理部门租赁的方式取得土地使用权；
- 由拟成立股份公司的主要发起人以出让方式取得土地使用权，并由股份公司与该发起人签署《租赁协议》，股份公司以向股东租赁的方式取得土地使用权；



## 6.2 风险投资退出的策略安排

### 股改时的土地使用权处置程序

- 拟定土地使用权处置方案，主要内容应包括企业改革的形式和内容、企业现使用土地的状况和拟处置土地的状况、拟处置方式和处置价格及理由等；
- 聘请土地估价机构对拟使用（或处置）土地进行地价评估；
- 地价评估结果的确认和土地使用权处置方案的审批。土地估价结果和土地使用权处置方案均须报有批准权的土地管理部门确认和审批，属于省级人民政府或其授权部门批准设立的公司（一般称地方企业），确认和审批机关为省级人民政府土地管理部门，属于国务院或其授权部门批准设立的公司（一般称中央企业），确认和审批机关为国家国有资产管理部门（以前为国家国有资产管理局，现为国土资源部）。报批时应同时提交企业改革的批准文件、资产重组方案、土地使用权证书或土地权属证明以及其他有关材料；
- 签订合同并办理土地变更登记。土地使用权处置方案经批准后，应持批准文件和其他有关文件到市、县级土地管理部门签订相关合同（《国有土地使用权出让合同》或《国有土地使用权租赁合同》）并办理相关手续。
- 如发起人以出让方式取得土地使用权并将其投入股份公司的，应在《发起人协议》及《重组协议》中作出明确规定。

## 6.2 风险投资退出的策略安排

- 重组方案中关于注入股份公司的资产选择
  - 带来业务（利润）还是注入现金；
  - 资产的法律障碍---权属清晰，敏感的资产：无形资产，土地（国让还是国用证）、房屋、知识产权（关于技术、专利的法律权属人）、投资权益（公司制与合作制的问题、境外公司的合法性问题）；
  - 公司设立之初的合规性；
  - 资产确定与公司股本确定；
  - 对公司净资产利润率的影响；
  - 兼顾发行额度的限制---限制之一：流通股占总股本的比例；限制之二：可以获准发行的流通股；（创业板无此限制）

## 6.2 风险投资退出的策略安排

### ■ 公司重组过程的资产评估

- 如果公司原来是经省级政府部门批准设立的股份公司，设立之初已由具有证券业务资格的评估机构出具资产评估报告，可以不再因上市进行资产评估；但是，如果主营业务改变，要专门与监管部门沟通。
- 拟上市公司是新发起设立。或是由有限责任公司转为股份有限公司。需要进行资产评估；
- 公司股票发行过程中，资产评估师的作用主要体现在对公司进入股票发行公司的资产和负债的真实性、合法性进行审核，并对其资产的价值进行评估从而对公司重组方案的制定和股权设置方式提供依据。

### ■ 评估过程中经常遇到的问题：

- 资产的法律确权问题：土地及处置问题；知识产权确权；
- 评估与审计的一致性问题：原则上，评估前的资产负债表应是经审计调整后，容易有差异的地方，在建工程与固定资产的界定、待摊费用、递延资产、坏帐确认、预付款项损失的确认、资本性支出（法律程序不完备、或体现为合作方式）的权益确认；
- 占对外投资公司20%以上的权益，对所投资公司的评估及调整；
- 重要的评估资料不能提供。如重要的商务合同、或商务合同没有包含全部的商业条款；
- 企业往年经营中采取了一些不具充分法律依据的避税手段。造成评估过程中关于资产确权的障碍；
- 证监会与财政部门对评估对象及评估方法存在一定的争议。

## 6.2 风险投资退出的策略安排

- 公司重组过程中的财务审计
  - 上市公司申报会计师的法定业务
    - 会计报表的审计和净资产验证
    - 调表不调帐的解释：充分意见、保留意见、不发表意见
    - 重预测的审核：由企业负责提供及审核
    - 股本验证；
  - 审计的准则与审计的一般过程
    - 第一阶段 获取企业的资料 编制审计方案 参与企业实物（存货）盘点
    - 第二阶段 执行审计程序 内部财务控制制度的测试 对资产、负债、所有者权益与损益帐项和相关会计记录的审查。
    - 第三阶段 编制正式报告

## 6.2 风险投资退出的策略安排

### ■ 上市公司审计过程中的会计调整

- 实质性调整：对拟上市的企业（原则上是未经重组的，但含会计剥离的问题），依据其适应会计制度。就有关会计期间的存在的会计核算方面的问题，作出会计帐目（会计师自己的会计调整录，并不调整企业本身的）和会计报表调整。
- 模拟性调整：对拟上市的企业（经重组后），在实质性调整的基础上，考虑到重组及上市企业将执行某一会计制度后产生的差异而引起会计政策的变化，从而对资产、负债、权益及损益产生的影响，对会计报表进行调整。
- 会计调整的主要内容：
  - 第一步调整——实质性会计调整。主要包括：跨期收入、成本（费用）的调整、盘点之亏盈的调整、折旧及大修理费用的调整、税项的调整（独立，但也和跨期收入有关）、会计剥离的调整：将原企业中非上市部分的资产及相关负债从原企业帐目中分离出去的一种会计处理程序；
  - 第二步调整——模拟性会计调整（如果公司是重组新设），即在实质性会计调整基础上，对会计报表所作的调整。主要包括：外币折算、坏帐折算、存货计价、长期投资、固定资产及折旧、发出商品（应收帐款或存货调整）、合并会计报表等；
  - 第三步调整——模拟性会计调整（如果公司是重组新设），即对原执行的会计准则（制度）与股份公司会计制度的差异进行调整。包括：坏帐准备、固定资产折旧、应付福利费和公益金、对合作经营企业的长期投资等。

## 6.2 风险投资退出的策略安排

### 上市费用

序号	中介机构（香港创业板上市）	费用金额(万港元)
1	会计师	100
2	公司境内律师	50
3	公司香港律师	100
4	承销商律师	100
5	估值师	50
6	上市前保荐人财务顾问费及文件费	100
7	上市后保荐人年费	200(每年100万港元，共2年)
8	公关\印刷及过户等费用	50
9	固定费用合计	750
10	承销费	香港公开招股按集资额3%，国际配售部分4%-6%

- 归纳起来，在香港上市，当融资金额在5000万美元时，各种佣金和费用一般占融资额的6-7%，在伦敦上市费用与香港相当。
- 美国NASDAQ上市，当融资金额在5000万美元时，各种佣金和费用一般占融资额的7-10%。

## 6.2 风险投资退出的策略安排

### 第三方收购

谁是可能的并购方?	并购意图是什么?	并购方式是哪种?
<ul style="list-style-type: none"><li>• 上市公司?</li><li>• 其他风险投资商?</li><li>• 战略投资人?</li><li>• 本风险投资商投资的另一家被投资企业?</li><li>• 杠杆收购人?</li><li>• 其他并购方?</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 防御意图<ul style="list-style-type: none"><li>• 转型需要?</li><li>• 季节性周期性平衡需要?</li></ul></li><li>• 经营意图<ul style="list-style-type: none"><li>• 产品线?</li><li>• 生产能力/管理/技术/经验?</li><li>• 减少竞争对手?</li></ul></li><li>• 财务意图<ul style="list-style-type: none"><li>• 提高EPS或PE?</li><li>• 获得现金/改善资产结构?</li><li>• 利用税收结转和扣减政策?</li></ul></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 现金收购?</li><li>• 股票收购?</li><li>• 混合收购?</li></ul>



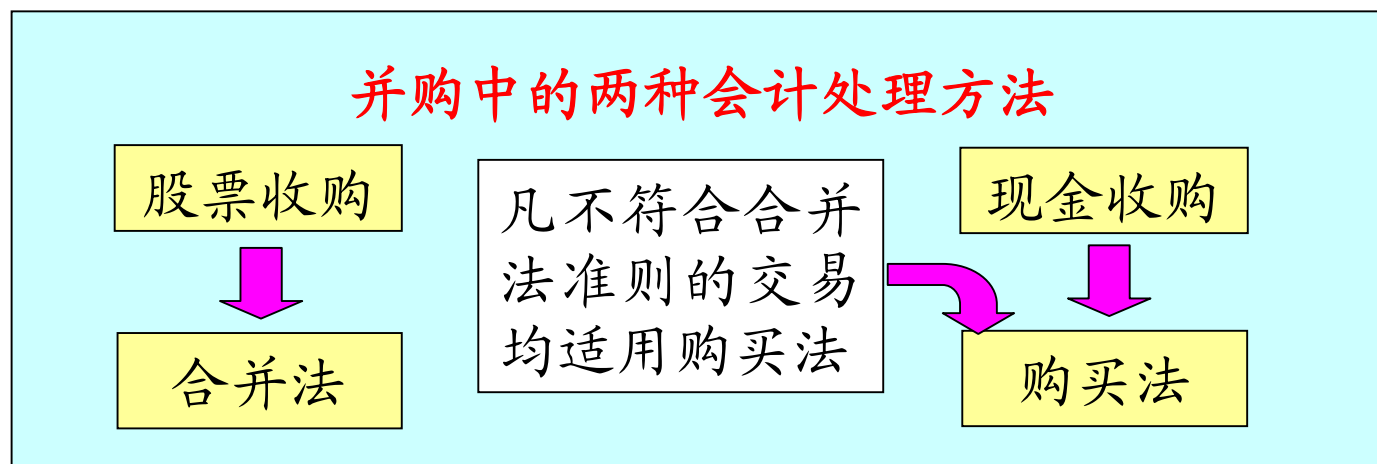
## 6.2 风险投资退出的策略安排

### 并购方式比较

	现金收购	股票收购	混合收购
含义	收购方用现金收购风险投资人持有的被投资企业的全部或部分股权	收购方通过增发自己公司股票来交换风险投资人在风险企业中的股权	收购方以现金、股票和股票的混合组合来交换风险投资人的股权
最大特点	现金收购最大的优点是即付即清，估价简单易懂	收购方不用支付任何现金即可完成对风险企业的收购	灵活性大，但交易结构安排相对比较复杂
对收购方的影响	需要有充足的现金，但不会使其原有股东的权益得到稀释	对其自身的现金流不产生任何影响，但其原有股东的权益得到了稀释	需要部分现金或现金等价物，对原股东权益有一定稀释
对风险投资人的影响	收购价格相对降低，但交易金额确定，不必承担证券风险，也不受收购方业绩的影响，同时还可以将风险投资迅速变现并给基金收益分配给有限合伙人	收购价格可能要比现金收购高一些，但其投资变现还需一段时间，而且变现价值受到收购方业绩和市场波动的影响。股票收购还需要对收购方股票进行估值，需要协商确定交换比率，耗时长，监管层次多，不符合风险投资人将投资迅速变现退出的要求	收购价格介于现金收购与股票收购之间，部分收益可以受市场影响，变现需要一段期间



## 6.2 风险投资退出的策略安排



- 按照合并法，在并表时，按一般合并报表原则，将参与并表各方的资产、负债、收入和费用按帐面价值相加并经调整后形成。其中收购方对被收购企业的投资应以其换得的被收购企业的股票的面值计价，收购方帐面登记换股差额调整公司股东权益。
- 在购买法下，收购被看作是对单独的资产和负债的收购，而非经营中的企业。因此被收购企业经核实的资产和负债均应按购买的公平价格重新计价(其中资产按合理市值估值，负债按偿还金额的贴现值估值)。收购方计算成本应按历史成本原则以股权取得日的公允价值对被收购企业经核实的资产和负债重新登记帐面金额，其中收购价格和收购净资产公允价值之差作为无形资产入帐。

## 6.2 风险投资退出的策略安排

### ■ 并购须解决被投资企业管理层的激励问题

- 在很多情况下，管理层或者不支持其它公司对被投资企业的收购，或者很支持，而目的也是想通过收购兼并来退出对被投资企业的管理。显然这两种情况都是风险投资人和收购方所不愿意看到的，因为没有任何一家收购方会对一家没有管理的公司感兴趣。结果在很多时候，当收购兼并交易完成甚至引入了部分激励因素后，如果管理层仍不同意继续任职，投资人往往不得不自己去管理一家自负盈亏的公司或者引入新的管理层；
- 解决管理层的激励问题通常情况下需要风险投资人予以关注而不是完全留给收购方和管理层自己去协商。如果不这样做的话，收购方可能会要求将收购价格的很大一部分用于收购后对遗留管理人员的支付，对风险投资人来说，这显然是不合算的；
- 解决管理层的激励问题同样需要管理人员的参与，因此，风险投资人通常会要求让管理层的代表参与并购协商的每一个主要环节或者通报全部与管理层有关的会谈情况。风险投资人和管理层之间有何分歧都可以进行坦率而又充分的讨论，部分用于并购后激励管理层的经费也可以由风险投资人在协商过程中便直接予以支付，这样可能比等到签订雇佣合同时由收购方全部提供给管理层要好一些；
- 并购中常用的管理层激励安排可能包括：A、将收购价格的一定比例支付给管理层；B、累进期权；C、离职薪酬与红利安排等。除此之外，风险投资人还应建议给予管理层部分股权，从而使他们站在投资人而不是雇员的角度来考虑问题。

## 6.2 风险投资退出的策略安排

### ■ 并购中要注意的主要法律事项

- 公司的历史沿革及股权结构
- 股权质押情况
- 财务报表的有效性
- 公司主要财产（特别是不动产）的合法性
- 公司的重大合同、公司对外借款及担保情况、公司重大诉讼
- 内资企业的股权转让协议一般经各方适当签署后成立并同时生效；外商投资企业的股权转让协议须经主管部门批准后生效。
- 股权转让协议的生效与股权的实际交割并不是一个概念。
- 公司合并的形式包括新设合并和吸收合并两大类：
  - 吸收合并是指两家企业合并一家继续存续而另一家终止存续
  - 新设合并是指两家企业合并后均不再存续而另行设立一家新企业
- 公司合并的法律后果：
  - 终止存续的公司办理公告注销手续
  - 继续存续的公司承担终止存续企业的债权债务
  - 债权人有权要求提前偿还债务
- 公司合并实现的法律途径：
  - 吸收合并——全面股权收购
  - 新设合并——股东股权的重组

## 6.2 风险投资退出的策略安排

- **偿付协议**(Liquidity Agreements)是一种用以帮助投资人把他对风险企业的投资变现的一合约保证。偿付协议在企业家和投资人签订的风险投资协议中通常表现为某些条款。使用偿付协议在风险投资中是很普遍的事情，尤其是当投资人对被投资企业是否能够将其股份在公开市场上顺利出售(如公开上市)不确定时。由于事实上很多风险投资并不象创业企业家在其业务计划书中所预计的那么成功，因此，对风险投资人而言，签订和执行偿付协议就变得非常重要了。
- 常见的偿付协议条款
  - 回购条款。按照该条款风险投资人可以强迫被投资企业按议定的价格回购投资人手中的股份；
  - 买卖契约。据此，风险投资人可以强迫被投资企业管理层或者回购投资人股份或者将其股份卖给投资人。执行该契约通常会使风险投资人变现投资变得容易一些，即使管理层选择卖出股份时也是如此，这是因为卖出一个公司的控股权益通常比卖出少数股东权益要容易一些（少数股东权益多为外部投资人所持有）。
  - 安排可转换债也是提高变现能力的一种方式。当被投资企业的预期前景不好时，可转换债便能使投资人尽可能减少损失，企业家通过给予风险投资人不把其持有的债券转为被投资企业普通股的选择权来做到这一点。如果被投资企业经营不善，风险投资人将债券转换为普通股卖出就得不到“理想回报”，他们便可以选择放弃把债券转为公司股份，而仍按原来约定条件收取本息。这样，一旦企业清算或破产，风险投资人在权益保障方面就比管理层(通常持有普通股)和其它股权投资人具有优先权。
  - 安排无担保债券(debentures)和本票(promissory notes)作为融资结构的一部分也可增加投资的变现能力，因为这些金融工具使得风险投资人可以债务回报的方式(无需承担税负)收回部分投资。

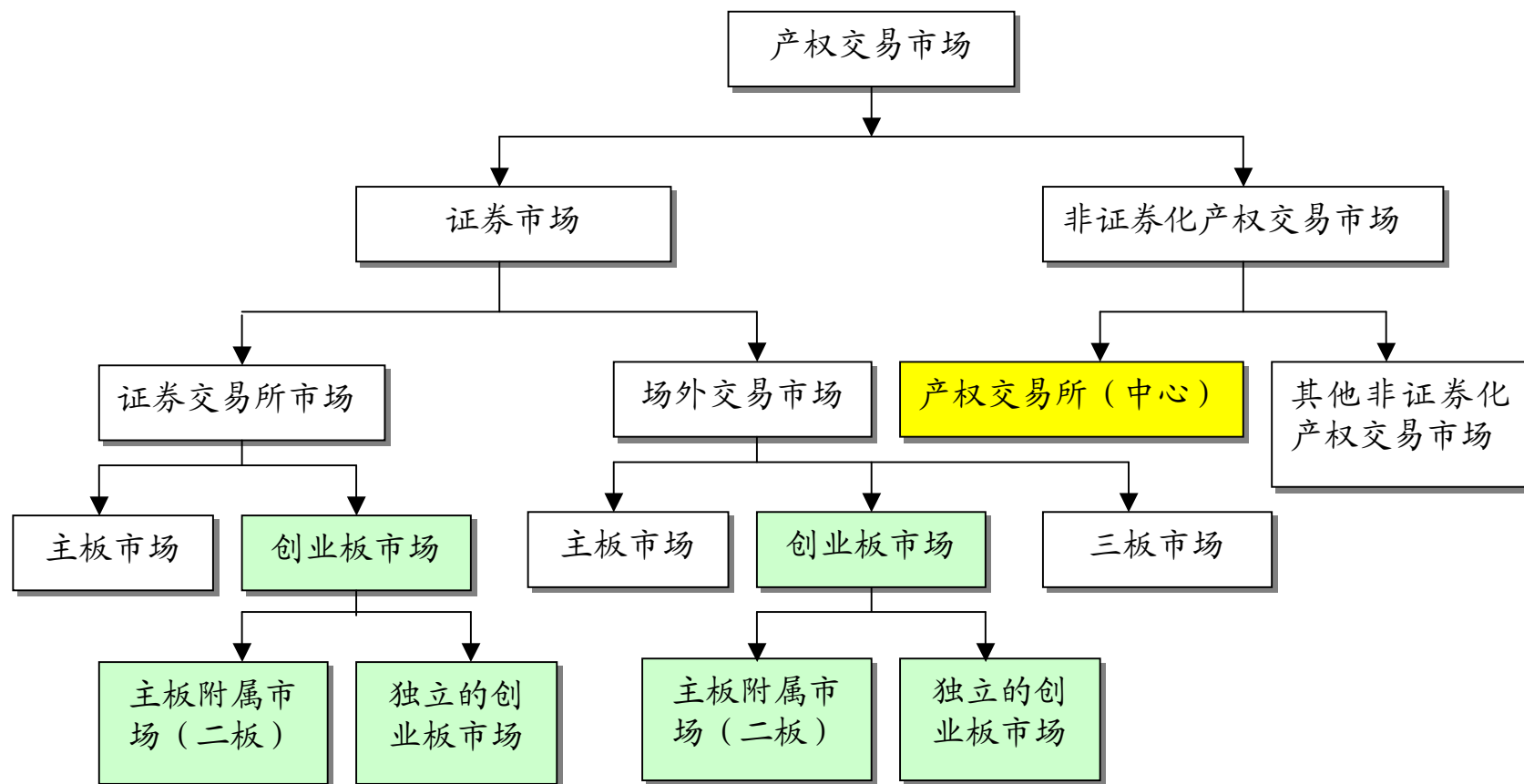
## 6.2 风险投资退出的策略安排

### 案例Case: 偿付协议: “回购条购”的表述

朱先生（丙方）经多年钻研开发出了一项新型建筑材料专利技术。1995年，朱先生以其专利技术为核心，成立了一家新型建筑材料公司，并很快打开了市场。目前，朱先生的公司已拥有1000多万元净资产，年销售收入达到5000万元人民币，公司处于迅速扩张的阶段。去年8月，朱先生的公司开始在中介机构的帮助下筹备创业板上市，一家风险投资公司（甲方）打算出资3000万元人民币作为公司（乙方）的发起人。但投资人对公司能否如期上市还心存疑虑，于是，双方在投资协议中约定了如下条款：

“甲方将一次性投入乙方3000万元人民币，占乙方20%的股权。如果乙方在2003年12月31日（含）以前未能成功发行股票，则甲方有权要求丙方按甲方原始投资额收购甲方持有的乙方股份，并按银行同期存款利率支付利息。对此，丙方完全同意。”

## 6.3 创业板市场





## 6.3 创业板市场

### ■ 创业板市场在整个产权交易市场中的地位

- 证券交易所市场是以集合竞价为基本组织形式的集中交易的证券市场。证券交易所市场通常具有以下特征：（1）有集中交易的固定场所；（2）交易的品种是证券，主要包括股票、债券、基金和其他金融衍生工具；（3）对上市交易的证券有较高的盈利要求；（4）以集合竞价为基本交易制度，即指在对同一证券有不只一个买方和卖方时，买方交易员和卖方交易员分别从当时成交价逐步向上或向下报价，当任一买方交易员与任一卖方交易员的报价相等时，则这笔买卖即拍板成交，竞拍成交后，还须办理交割和过户；（5）对交易主体实行会员制，只有取得会员资格并缴纳席位费的经纪人和交易商才能进场从事证券交易，其他投资者需要在经纪人处开设帐户，并委托经纪人进行交易。
- 人们通常把证券交易所市场等同于“主板市场”。这种说法明显带来了概念体系的混乱。“主板市场”之所以称为主板，其基本特征是服务于成熟企业为主的证券市场，而“证券交易所市场”的本质特征在于其基本组织形式是集合竞价制。两个概念的划分标准是明显不同的，因此不存在一一对应关系。事实上，针对成熟企业的主板市场的组织形式既可以是建立在集合竞价基础上的证券交易所市场，也可以是建立在买入卖出制基础上的场外交易市场（OTC）。关于这一点，美国的纽约交易所和NASDAQ全国市场（NASDAQ NATIONAL MARKET）可以作出很好的佐证；



## 6.3 创业板市场

### ■ 创业板市场在整个产权交易市场中的地位

- 与主板市场相对应的是创业板市场。同样，创业板市场既可能是一个以集合竞价为基本组织形式的集中的证券交易所市场，如中国将要建立中小企业板市场，也可能是一个以买入卖出制为基本组织形式的证券市场（场外交易市场），如Nasdaq小型资本市场（Nasdaq Small Cap Market）和OTCBB市场。换句话说，创业板市场与主板市场最大的差别不在于市场组织形式，而在于上市标准。一般而言，创业板的上市标准较低，主要服务于中小企业，而主板市场的上市标准较高，一般服务于成熟企业。
- 与创业板相关联的另一个概念是“二板市场”（second board）。国内一般把“二板市场”等同于“创业板市场”，而把“OTC市场”称为“三板市场”，但我们认为还是有必要做出区分。所谓“二板市场”首次应该解为主板市场的“第二板块”，可以是证券交易所市场的第二板块，比如我国即将设立的中小企业板；也可以是OTC市场的第二板块，比如Nasdaq小型资本市场。从上市标准来看，二板市场通常是创业板市场，但创业板市场不一定是二板市场，还可以是独立存在的，而不附属于某一主板市场。同样，将“OTC市场”称为“三板市场”也是将“上市标准”和“市场组织形式”这两种划分标准混为一谈的结果。“三板”通常是较创业板更低一级的证券市场，同时也是一个退市证券交易的市場。正如前面所分析的，主板市场、创业板市场都可能采取OTC市场这样一种组织形式，因此，三板通常是OTC市场，但OTC市场不一定是三板市场。

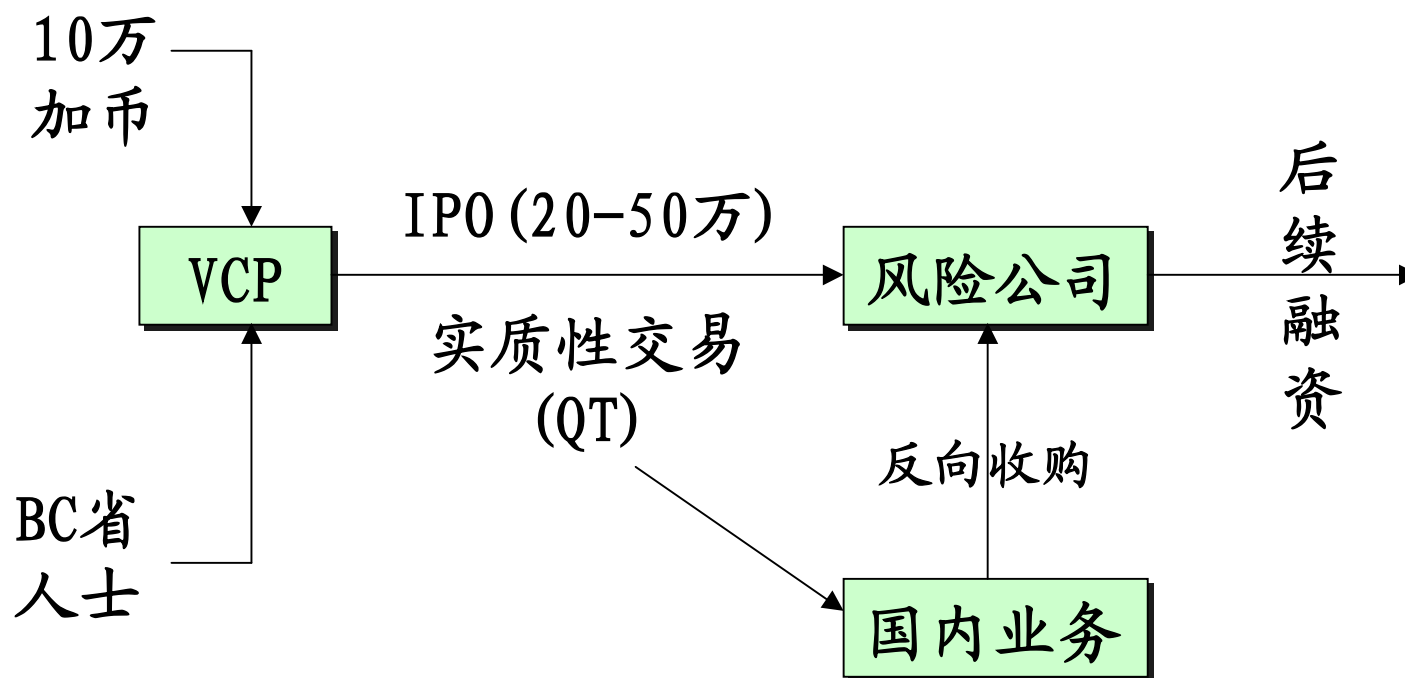
## 6.3 创业板市场

### ■ 创业板市场的准入标准

- 创业板作为风险投资的一个重要“出口”，在风险投资整个运作体系中起着十分重要的作用。创业板相对于主板而言，其发行上市门槛相对要低，这一方面是一个国家多层次资本市场体系建设的内在要求，同时也是发展风险投资的一个重要外部条件。
- 但是，创业板的发行上市标准并非越低越好，这里有两个原因：
  - 第一，创业板是公开资本市场的一个子范畴，“信息”和“流动性”同样是其两大支柱，“历史说明未来”同样是其有效运行的基本逻辑。因此，必须设立一定的“门槛”来满足市场投资者对信息的需求；
  - 第二，从制度变迁情况来看，风险投资产生和存在的前提就是其投资对象无法通过公开市场来获得资本，如果推出一个“低门槛”的创业板，风险投资便失去了生存的基础，这样做不仅有损于风险投资业自身的健康发展，也必然导致整个多层次资本市场体系的混乱，使资本市场不成其为资本市场！其结果将大大出乎这一政策鼓吹者的意料之外。国外某些创业板的倾覆便是前车之鉴！
- 因此，创业板必须设立，而且要早设立，但创业板为拟上市企业设置的上市标准不能过低，必须把握一个度，这个度的设置必须考虑以下因素：
  - a) 必须让拟上市企业具备一定的可抵押资产（“硬资产”）；
  - b) 必须让拟上市企业经历一定的经营年限；
  - c) 必须让拟上市企业有一个良好的公司治理结构。

## 6.3 创业板市场

- 一个特例：加拿大**VCP**上市（事实证明市场不成功）



## 6.4 投资退出案例

---

# 第七讲 风险投资对被投资企业成长的影响

---

7.1 企业成长演进的一般规律

7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

7.4 总结及引申



北京信息科技大学(北京信息工程学院)

企业成长研究中心 · 经济贸易系

Center for Research on Business Growth

# 7.1 企业成长演进的一般规律

## ■ 关于企业成长演进规律的现有研究成果

- “企业成长演进规律”在主流经济学理论中并没有得到很好的回答。新古典经济学将企业视为一个“黑箱”，是市场中同质的竞争者，而其后发展起来的委托代理理论、不完全合同理论等也只是将研究重点放在企业的治理结构上，而对“为什么有的企业能够生存并成长为成熟企业”这一问题没有给出答案；
- Churchill和Lewis（1983）在其“生命周期模型”指出，如同人类在生理上和心理上经历的从婴儿期到成人的发展历程一样，企业也以类似的可预知的方式发展着，分成“产生”（Existence）、“生存”（Survival）、“成功”（Success with the Substages of Disengagement and Growth）、“起飞”（Take-off）和“成熟”（Resource Maturity）五个不同的发展阶段，在不同的发展阶段，企业面临不同的任务和问题。随着企业的成长，企业家的工作就是逐渐“放权”，不“放权”就会阻碍企业的成长；
- Nelson和Winter（1982）的“演进理论”虽然和生命周期理论一样建立在生物学比喻的基础之上，但其模型中的企业发展过程并没有预先确定的模式。在他们看来，企业的发展具有“路径依赖性”，不同的公司以不同的发展速度成长，历史至关重要。惯例的知识对企业的行为起着重要的决定作用，企业准自动地遵循固定的惯例这一假设，从而使得企业发展的结果取决于“运气”；

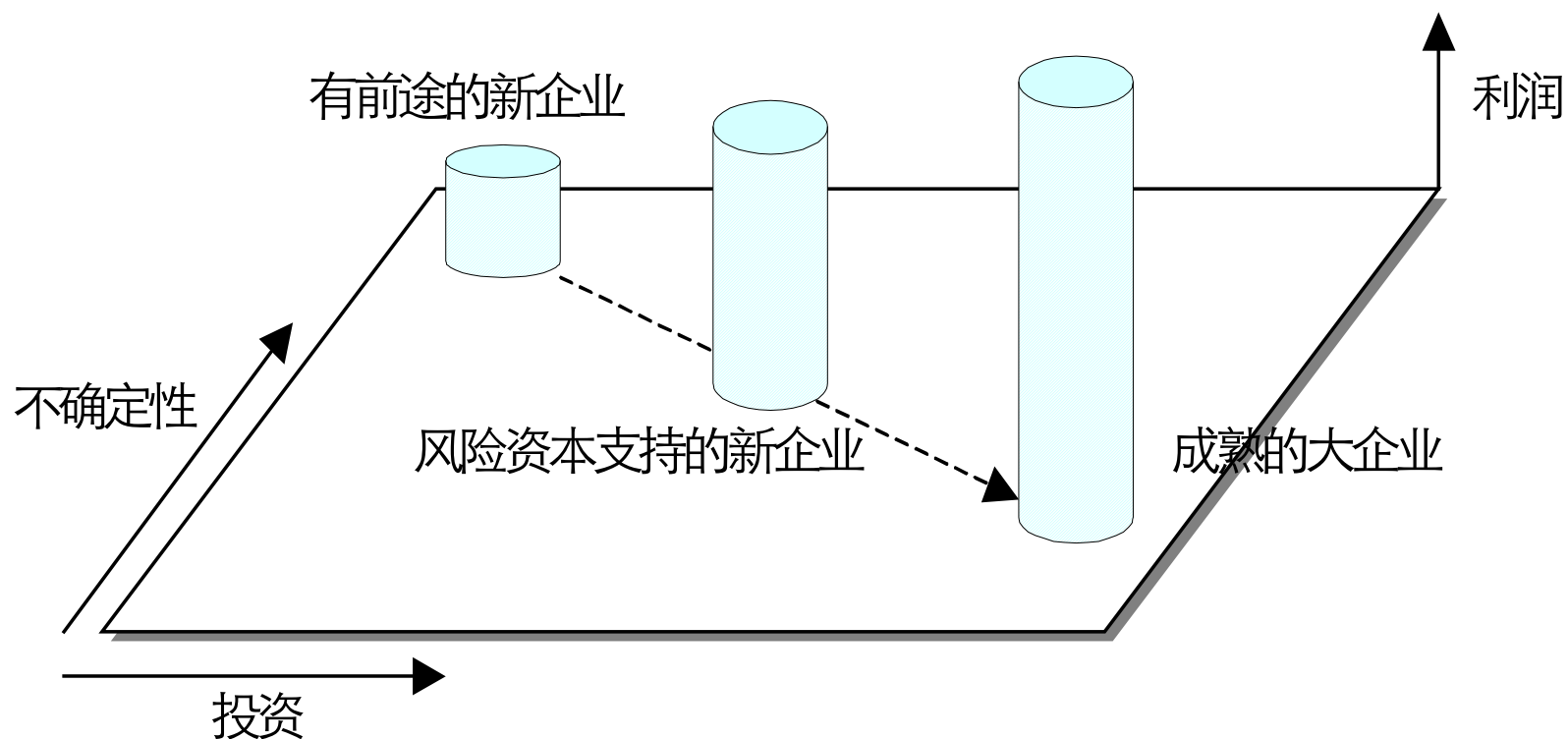
## 7.1 企业成长演进的一般规律

- 关于企业成长演进规律的现有研究成果（续）
  - Amar V. Bhidé（2000）发展了一个“投资－不确定性－利润图”来阐述企业的演进规律。指出，新企业、进化或转型中的企业与大型完善的公司分别在不同的不确定性、投资需求和可能利润的水平上寻求发展机会。在面临重大的资本约束和不确定性时，新企业的创始人靠的只能是对无法预期的事件采取机会主义式的适应。随着企业的成长，企业会将更多的资源投入到不确定性较低的创新上，这时，机会主义就让位给着眼于长远发展而进行预测和计划的系统性工作。而在成熟的大型公司，创新活动的成功有赖于一种分散化的组织能力，而不仅仅是最高决策层的智慧；
  - Michael J. Roberts（2003）则提出了一个“远景、战略（Vision and strategy）－组织、流程（Organization, structure and process）－员工（People）－企业家（The entrepreneur）”模型来对企业不同发展阶段所面临的管理任务和挑战进行了分析；
  - 其他国外学者如迈克尔·波特（1980）、Flamholtz（2000）等也就企业的演进规律提出了自己的分析框架。
  - 在上述各种研究文献中，Amar V. Bhidé的研究是商业研究和主流经济学研究相结合的典范，并且首次将风险资本支持的企业纳入到了其“投资－不确定性－利润”模型之中。



## 7.1 企业成长演进的一般规律

- 企业的“投资 - 不确定性 - 利润”模型（Amar V. Bhidé）



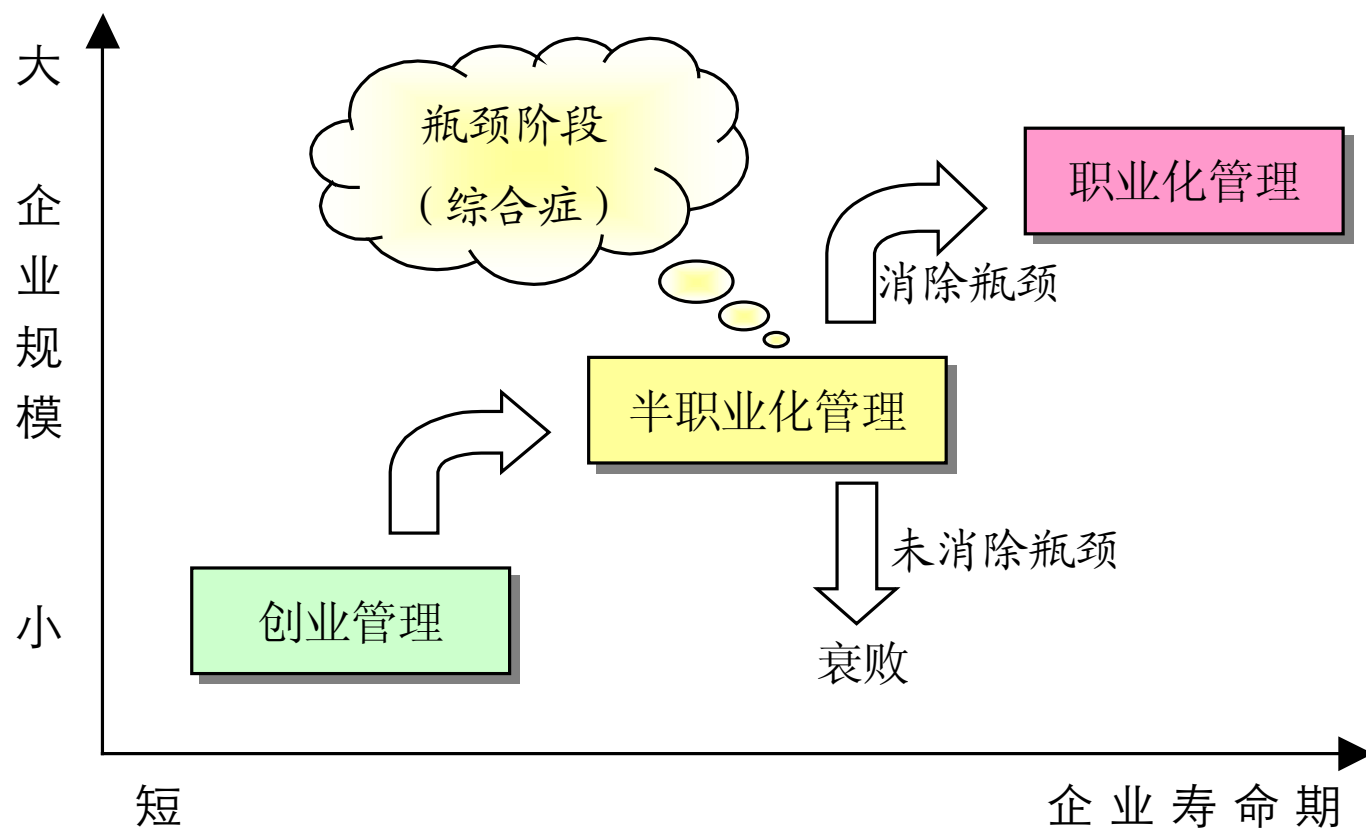
## 7.1 企业成长演进的一般规律

### ■ 企业的“投资 - 不确定性 - 利润”模型

- 按照Bhide的研究，依赖创业者个人努力和机会市场而生存的“有前途的新企业”要成功转换为拥有多种资产、内在协调机制和大规模市场的“大型公司”，就必须在企业创新、企业所面临的任务和企业家的品质和技能等方面完成转变，而不能简单地归为“放权”和“运气”：将创新从“一次性、低投资、高不确定性领域”转向“配套的、多阶段、更多的投资和更少的不确定性领域”；将企业的任务从“机会主义式的适应性调整”转向“长期目标以及战略和执行”；将企业家的品质和技能由“容忍模糊性、果断、开明、自制力、销售技能”转向“承担风险的意愿、创造性的综合能力、提炼能力、恒心、激励和威胁能力”等方面。
- Bhide同时还指出，“风险投资公司向企业家的精英团队提供创业基金，后者拥有创造性的想法或技术以及有关经营成就或技术成就的可证实的记录。资本、创意和技术使新企业可以跳到投资 - 不确定性 - 利润图的中部，而有前途的新企业要花掉许多年的时间才能达到这一部分。与有前途的新企业相比，风险资本资助的新企业还更多地依赖于事前计划和研究，更少地依赖于机会主义的调整。它们可以更容易获得资源，但是也面临着对资源数量和质量更为严格的要求。”

## 7.1 企业成长演进的一般规律

### ■ 企业有效成长阶梯模型（李建良）



# 7.1 企业成长演进的一般规律

## ■ 企业有效成长阶梯模型

- 企业的发展可以划分为创业期、成长期和成熟期三个主要阶段。对应不同的发展阶段，企业的管理模式明显不同。在创业期，企业管理以“家族控制、家长集权管理”为主要特征，谓之“创业管理模式”，其竞争取胜之道在于“绝对低成本”。在成熟期，企业管理以“制度化、职业化管理和职业经理人分权控制”为典型特征，谓之“职业化管理模式”，其立足之本在于“相对低成本”。而成长期是企业管理体系的结合部和转型期，走的是一个从集权到逐步分权，从家族队伍向职业经理人团队演进的过程，谓之“半职业化管理模式”。
- 企业管理模式从“创业管理”到“半职业化管理”再逐步演进到“职业化管理”所依据的内在逻辑是企业的资源、业务、组织控制与治理和人力资源这一战略要素关系，即企业核心资源决定其业务范围，业务范围和业务规模决定了企业的组织控制体系和治理结构，继而决定了企业的人力资源配置。随着企业资源条件的变化，战略各要素亦依据这一“战略要素关系”发生变化。

# 7.1 企业成长演进的一般规律

## ■ 创业管理的基本特征与适用逻辑

企业演进的静态逻辑决定了创业管理的这些基本特征：其初始资源条件引致

### “家族”控制、“家长”集权管理

- 完全的业务导向（一切以业务为中心，销售是中心的中心）；
- 机会主义路线（非专注）；
- “一把手”一管到底和明确的责权利体系（派活制）；
- 以血缘、地缘或哥们义气为纽带的运营团队和控制权激励；
- 感性决策与快速进退的竞争策略；
- 有限资源的相对集中使用；
- .....

## 7.1 企业成长演进的一般规律

### ■ 创业管理的基本特征与适用逻辑

以绝对低成本、靠低投入  
在高不确定性领域立足

- 完全的业务导向
- 机会主义业务路线
- 资源的相对集中使用
- 控制权回报与明确的责权利

相对高收入

收入**max**- 成本费用 **min** = 利润**max**

- 家族团队与控制权激励
- 一管到底与明确的责权利
- 感性决策
- 快速进退的竞争策略

绝对低成本

# 7.1 企业成长演进的一般规律

## ■ 职业化管理的基本特征与适用逻辑

企业演进的静态逻辑决定了创业管理的这些基本特征：其初始资源条件引致

### 程序化、制度化、职业化管理和职业经理人分权控制

- 多业务单元和行业领先战略
- 明晰、开放的股本结构和多层级组织结构
- 所有权和经营权分离与适度的授权、分权体系
- 职业化的管理班子和制度化决策、控制体系
- 一揽子薪酬结构和激励安排
- 明确的职责边界与责权利体系
- 资源聚合效应与品牌经营
- 以强化和构筑门槛（如规模）为特征的竞争策略
- 系统化的全程风险管理
- 成熟的企业文化……



## 7.1 企业成长演进的一般规律

### ■ 职业化管理的基本特征与适用逻辑

以相对低成本、  
不确定性领域立足、  
靠高投入在低

- 多业务单元
- 基于“门槛”的竞争策略
- 品牌经营与资源聚合效应
- 基于“门槛”的高端价格
- 企业文化折射的美誉度

相对高收入

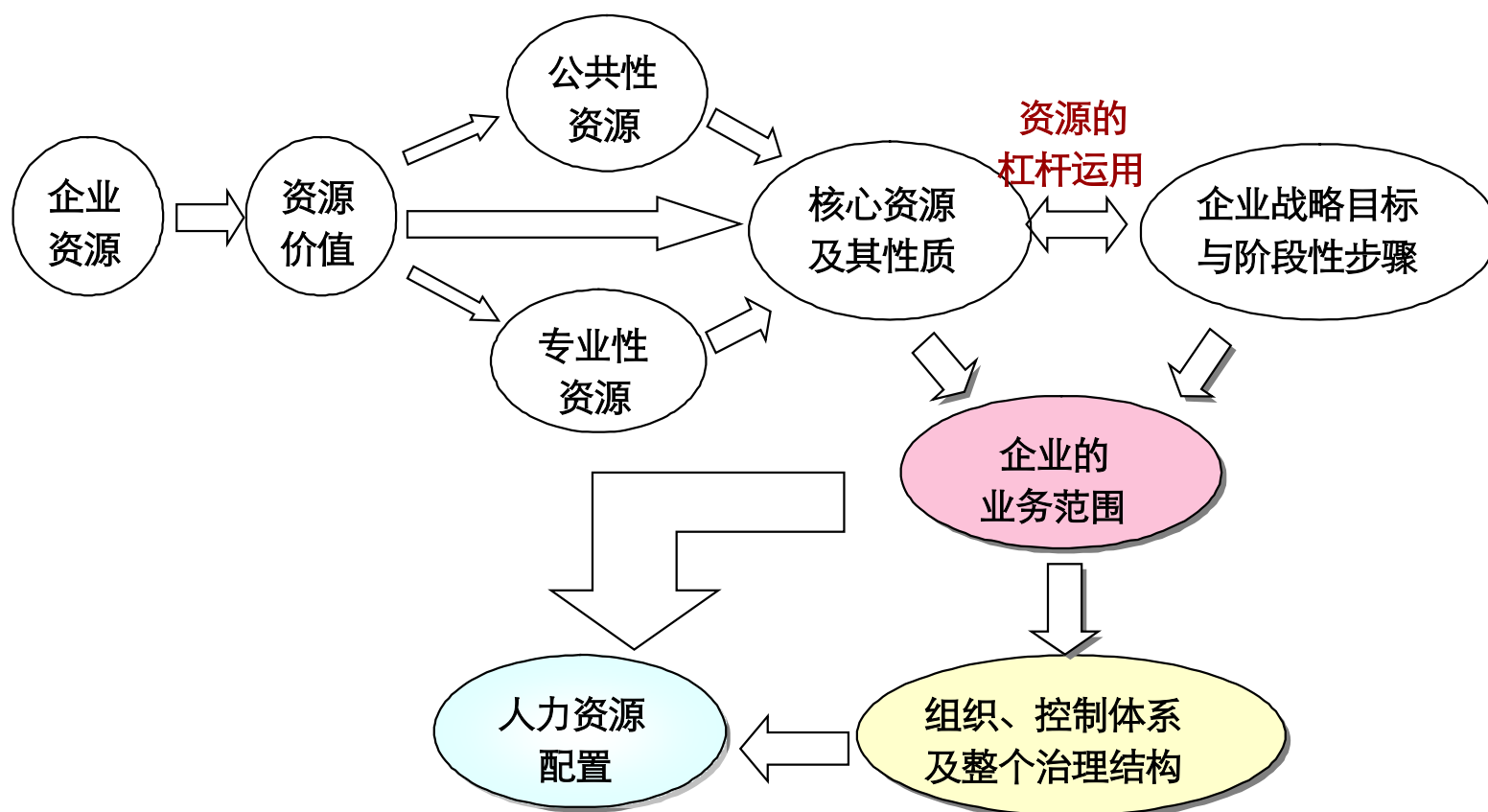
$$\text{收入max} - \text{成本费用min} = \text{利润max}$$

- 明晰、开放的股本结构
- 适度的授权、分权和决策控制体系
- 一揽子激励和奖惩机制
- 规模经济和固定费用控制
- 职业化团队的专业、精细管理

相对低成本

# 7.1 企业成长演进的一般规律

## ■ 创业管理和职业化管理的共同逻辑



# 7.1 企业成长演进的一般规律

## ■ 创业管理和职业化管理的共同逻辑

- 创业管理以“家族”控制、“家长”集权管理为基本特征，以“绝对低成本”见长，而职业化管理以程序化、制度化、职业化管理和职业经理人分权控制为基本特征，以“相对低成本”取胜。单纯就管理模式而言，两者不能错位，不能套用，显示出天然的“敌对性”。然而，透过这种“敌对性”，两者都遵循着“资源决定业务、业务决定治理和人力资源配置”这样一个共同的逻辑。这一逻辑及其贯穿企业发展各阶段所折射出的不同管理模式一起共同构成了企业成长演进的一般规律。
- 企业资源是企业的特殊资产、技能以及能力的总和，是最终决定企业业务范围、组织控制与治理结构以及人力资源配置的初始条件。企业中具备商业价值的资源按其性质不同可以划分为公共性资源和专业性资源两种，前者的使用不具备排他性和竞争性，而后者则相反。一般来说，企业的核心资源及其性质与企业的战略目标及阶段性步骤的协调决定了企业的业务范围的宽窄，而业务范围的宽窄又决定了企业的组织结构和控制体系，继而决定了企业的整个治理结构，而企业的控制体系和治理结构又决定了企业的人力资源分配，这种资源、业务、组织控制和人力资源分配的一致性构成企业的核心竞争力：

# 7.1 企业成长演进的一般规律

## ■ 创业管理和职业化管理的共同逻辑

- 当一个企业的核心资源是公共性资源时，资源的共享性决定了企业可以确立相对较宽的业务范围，这种相对较宽的业务范围意味着企业管理半径的延长，从而要求企业建立一种偏向分权和制衡的组织结构和控制体系，而分权和制衡的组织结构和控制体系对企业的人力资源配置提出了职业化的要求，这种分权组织结构和控制体系以及相应的人力资源配置的职业化同时还要求企业建立起一整套适应职业经理人需求层次的激励机制、企业所有权结构以及领导模式；
- 当一个企业的核心资源是专业性资源时，资源使用的排他性和竞争性决定企业只能在相对较窄的业务范围内发展，这种较窄的业务范围意味着偏向集权的组织结构和控制体系即可适应管理半径的要求，而一种偏向集权的组织结构和控制体系对最高管理者的个人人力资本素质提出了全面要求，从而使企业的整个人力资源配置围绕着最高管理者来进行，员工仅充当命令执行者的角色，企业的激励机制、所有权结构和领导模式亦需针对这样一种人力资源配置状态来建立。这就是企业不同发展阶段的不同管理模式所折射出的一个共同逻辑。

# 7.1 企业成长演进的一般规律

## ■ 创业管理和职业化管理的共同逻辑

- 一般来说，在企业的创业期，企业缺少“硬资产”、没有经营历史，投资资金极度短缺，唯一的资源通常是创业者所拥有某种技术、在某一领域的从业经验以及其创业激情、旺盛精力、勇气和对市场的敏锐直觉，而且这种资源与创业者自身天然不可分割，因而表现出明显的专业性。在这样一种初始的资源条件下，企业只能将有限的资源以相对集中使用的方式到大企业不能顾及的不确定性很高的市场领域寻求生存发展的机会，从而表现出明显的“机会主义行为”倾向。这种“机会主义行为”的跨度和深度通常依托于创业者本人所掌握的技术、经验、以及其市场直觉、勇气等个人人力资本禀赋，从而使决策权高度集中于作为最高管理者的创业者，并由其带头来执行，从而要求构造出一种高度集权的组织和控制体系，一管到底的“派活制”便适应这一要求而产生。在这种组织和控制体系下，员工的主要任务是执行最高管理者的指令，而无需独立做出决策，因而对其素质要求不会很高。而且，企业的资源约束既吸引不了、也承受不起高素质员工的加盟。因此，与其机会主义业务倾向、高度集权的组织和控制体系相适应，企业在人力资源配置上便表现出了一种“家族化”特点，血缘、地缘和哥们义气成了创业团队最好的纽带，控制权激励成了最廉价却是最有效的激励方式，而企业所有权格局事实上的模糊性则构成了这一阶段全部治理特征的稳定基础。显然，创业管理的全部特征都没有脱开这一逻辑。这些特征所导致的“绝对低成本”恰好适应了这个阶段企业极度偏紧的“资源约束”，使得资源、业务、组织控制和人力资源配置实现了高度统一，从而确保了创业的成功。

# 7.1 企业成长演进的一般规律

## ■ 创业管理和职业化管理的共同逻辑

- 企业进入到成熟阶段后，通常会积累一定的核心资源，而且这种核心资源一般以品牌、管理经验、经销网络等公共性资源居多，企业总的资源约束也相对偏松一些。在这样一种资源条件下，资源的共享或转移通常会导致企业形成多个业务单元，这种多单元的业务结构要求企业在组织结构和控制体系上向相对分权的多层级结构方向发展，企业的高层管理者往往通过逐级授权和制衡来达成其管理目标，这种分权体系发展到一定程度，甚至连所有权和经营权都发生分离。这种分权和制衡的组织和控制体系一方面对各级经营管理人员自然就提出了职业化的要求，另一方面也导致了企业岗位职责的界定及制度化、程序化决策模式的形成。而职业化管理团队一方面对企业的激励机制提出了一揽子要求，以满足其更高的需求层次，另一方面受声誉机制和分权制衡决策模式的制约，在总的资源约束相对偏松的情况下，使企业避开了高不确定性领域，从而以相对高的投入在不确定性相对低的领域获取规模收入和利润，并依靠这种规模和资源建立起针对市场新进入者的种种“门槛”，最终以“相对低成本”取得竞争优势。同样实现了企业资源、业务、组织控制和人力资源配置的高度统一。



# 7.1 企业成长演进的一般规律

- 企业的成长演进：从创业管理到职业化管理
  - 从静态的角度来看，企业的资源决定了企业的业务，企业的业务又决定了企业的组织控制体系和治理结构，而企业的组织控制体系和治理结构又决定企业的人力资源配置。在给定一定资源条件的情况下，企业适应这一资源条件的管理模式亦相应形成；
  - 而从动态的角度来看，随着企业资源条件的变化，企业的业务、组织控制与治理结构以及人力资源配置都相应要发生变化，管理模式亦将发生变化，从而使得企业的成长演进表现为从创业管理到半职业化管理再到职业化管理这样一个阶梯成长过程。



# 7.1 企业成长演进的一般规律

企业的成长演进：从创业管理到职业化管理

	创业管理	半职业化管理	职业化管理
资源	<ul style="list-style-type: none"> <li>资源约束偏紧</li> <li>创业者个人人力资本</li> </ul>	<u>资源路线</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>塑造“核心资源”</li> <li>杠杆性使用资源</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>资源约束偏松</li> <li>品牌经营、资源聚合效应</li> </ul>
业务	<ul style="list-style-type: none"> <li>机会主义业务路线</li> <li>完全的业务和销售导向</li> </ul>	<u>业务路线</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>根据核心资源确定业务范围</li> <li>确定业务扩张路径</li> <li>优化业务结构</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>多业务单元</li> <li>“门槛”策略</li> <li>不熟不做，“后发制人”</li> </ul>
组织控制	<ul style="list-style-type: none"> <li>一管到底、高度集权</li> <li>无明确岗位职责，“派活制”</li> <li>控制权激励</li> <li>“模糊”的企业所有权格局</li> <li>感性决策</li> </ul>	<u>组织控制与治理路线</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>建立职能型或职能分部型组织结构</li> <li>建立经营型控制体系，组织、流程控制和目标管理相结合</li> <li>开放股本，将“控制权回报”资本化</li> <li>引入新的激励手段</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>多层级组织</li> <li>明确的部门和岗位职责</li> <li>授权、分权</li> <li>“一揽子”激励安排</li> <li>股本开放</li> <li>制度化、程序化决策</li> </ul>
人力资源配置	<ul style="list-style-type: none"> <li>家族化队伍</li> <li>决策层、执行层相一致</li> </ul>	<u>人才路线</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>选拔培养、引入执行层经理人，完善执行力</li> <li>创业者能力提升和转换</li> <li>逐步“交接班”</li> <li>加强人力资源开发</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>职业经理队伍</li> <li>战略决策层、经营决策层和执行层分离</li> </ul>

# 7.1 企业成长演进的一般规律

- 总结：企业成长演进的一般规律
  - 企业成长演进的一般规律包含静态逻辑和动态演进两个方面。
  - 从动态演进规律来看，企业的成长一般都要经历一个从创业期到成长期再到成熟期这样一个过程，相应地，其管理模式亦要经历从创业管理到半职业化管理，再到职业化管理的动态演变；
  - 从静态逻辑来看，不管是创业管理模式还是半职业化管理模式，还是职业化管理模式，都要遵循“资源决定业务、业务决定组织控制和治理结构，组织控制决定人力资源配置”这样一个基本逻辑。

## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

### ■ 已有研究观点

- 人们普遍认为，风险投资商所提供的资本和增值服务对培育被投资企业成长有着非常重要的意义；
- Hellmann和Puri（2000）指出，风险投资商在帮助被投资的创业企业加强人力资源和组织建设方面（包括建立招聘流程和总体人力资源政策、采纳股票期权、雇佣市场和销售副总等）起着“软支持”的一面（Soft facet）...从许多方面来看，得到风险投资支持的企业都有着更大可能和更快地步入职业化管理的倾向；
- Bygrave和Timmons（1992）通过实证分析提出，风险投资可能在参与被投资企业的财务金融事务方面增进企业价值；
- David H. Hsu（2004）提到，风险投资的附加财务价值（extra-financial value）能够为创业企业产生财务效果...与具有高声誉和广泛社会网络的风险投资商的结合会为创业企业的成长带来更多的机会；
- Hoje Jo（2000）研究Grand Junction公司后认为，导致被投资企业价值增长的很大一部分原因不仅在于联合风险投资改善了投资决策，还在于使用他们的不同技能和网络资源为企业提供了指导监控；
- Carvalho和Mators（2002）强调，风险投资商通过在其投资的组合企业之间传递关于高管层的信息来增进组合企业的价值；
- 张玉利（2003）则指出，风险投资可以帮助创业企业家在“设计公司治理机制和利益机制”、“设计公司管理机制”、“人力资源管理”以及“财务管理”方面促进企业发展。

## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

### ■ 已有研究存在的问题

- 一是没有对风险投资对被投资企业的长期影响和短期影响做出区分，只是笼统地提到“软支持”、“价值增长”等，而在许多情况下，企业的短期效果可能会以牺牲长期价值为代价；
- 二是缺乏严格的逻辑和系统论证，没有从风险投资的核心机制和企业成长演进的一般规律这两者相结合的角度进行研究，从而使得研究成果都停留在个别角度和个别结论上。

### ■ 我们认为，从学术上研究风险投资对被投资企业成长演进的影响，首先必须确立以下几点基本认识：

- 应严格界定风险投资的内涵和外延，这种界定必须从风险投资的风险收益机制这一核心机制出发，在本文前述章节的研究中，我们将这一核心机制概括为“合理预期的高收益”和“合理控制的高风险”机制。脱离这一核心机制，风险投资的本质内涵就无法得到厘清，其外延就很容易被随意扩大，从而得不出严谨的学术结论；
- 应明晰企业成长演进的一般规律。本章前述部分的研究表明，这一规律包含静态逻辑和动态演进两个方面。从动态演进规律来看，企业的成长都要经历一个从创业期到成长期再到成熟期这样一个过程，相应地，其管理模式亦要经历从创业管理到半职业化管理，再到职业化管理的动态演变；从静态逻辑来看，不管是创业管理模式还是半职业化管理模式，还是职业化管理模式，都要遵循“资源决定业务、业务决定组织控制和治理结构，组织控制决定人力资源配置”这样一个基本逻辑。明晰了企业成长演进的这一一般规律，就为研究风险投资对被投资企业成长演进的影响提供了一个最基本的价值标准；
- 应站在长期的角度。企业的成长演进是一个长期的、渐进的过程，判断风险投资对被投资企业成长演进的影响究竟是正面的还是负面的，也应长期地看，不能太短视。

### ■ 从这三点认识出发，我们得以从风险投资的风险收益机制与企业成长演进规律的一致性为依据来系统研究风险投资对被投资企业成长的积极意义。

## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

- 风险投资“合理预期的高收益”机制内含的职业化导向与被投资企业的成长演进路径相一致
  - 风险收益机制是风险投资的核心机制，它决定着风险投资的本质内涵和外延。风险投资的这一核心机制与公开市场的其他投资方式完全不同，它不能适用有效均衡市场假设下的“高风险高收益”规律，而是一种“合理预期的高收益”和“合理控制的高风险”机制。风险投资“合理预期的高收益”机制表明，为了合理预期到“以转换形式分享的被投资企业的行业超额利润和垄断利润”、“现值收益”和“透支收益”并将这些预期收益及时兑付为现值，风险投资商首先必须投资于那些处于成长期、具备独特性并且管理素质相对较高的企业，同时构造一种“资本化”机制，并按这一机制的内在要求塑造被投资企业的“成功历史”，培育其成长，最后在条件成熟时启动资本化机制，实现投资退出。在这整个运作过程中，投资对象的选择、资本化机制和对被投资企业的培育缺一不可，投资对象的选择是基础，资本化机制是依托，而对被投资企业的培育则是必要条件。
  - 无疑，资本注入是培育被投资企业成长的一个基本手段，但资本注入并不必然和资本化机制的构造相协调，按照资本化机制内含的“历史说明未来”的基本逻辑，风险投资商对被投资企业的培育必须着眼于被投资企业的“未来”，这个“未来”的标准是资本化机制根据未来公开市场投资者投资决策的内在逻辑所赋予的，其基本要求是三个：一是企业的持续成长性，二是企业治理结构的完善性，三是企业人力资源配置的职业性。也就是说，风险投资商必须按照这三个基本要求来塑造被投资企业的“历史”，这个“历史”的塑造显然不是简单地注入资本就可以实现的，它还有赖于其他手段的配合，这就是风险投资商的“增值服务（Value-added services）”。



## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

- 风险投资“合理预期的高收益”机制内含的职业化导向与被投资企业的成长演进路径相一致（续）
  - 同时，上述三个基本要求还表明，不论是注入资本还是提供增值服务，只要风险投资商按此要求来培育被投资企业，其培育过程便内含着一种明显的“职业化”导向：要想通过有效资本市场来退出投资，被投资企业就必须向未来的投资者传递其未来成长可持续性、低不确定性和财务安全性的信息，同时用一个职业化的管理队伍和完善的治理结构来证明这种信息提供的可靠性。
  - 显然，建立这一信息传递和证明机制的过程就是企业导向职业化管理的过程：按照企业成长演进的一般规律，在职业化管理阶段，资源约束条件的放松和核心资源的共享和转移一方面使得企业得以有条件在低不确定性领域靠规模投入获取规模收益，从而以相对低成本取胜，另一方面也要求以多层级组织、职业化的队伍以及制度化、程序化的决策来适应管理半径扩大的要求，并由这种职业化队伍天然的、理性的风险规避特性和程序化、制度化决策模式导致企业也只能在低不确定性领域以相对低成本优势来适应市场竞争。职业化管理的这些模式特征与风险投资商通过“资本注入”和“增值服务”来培育被投资企业的导向完全一致。

## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

- 风险投资使被投资企业迅速跃进到半职业化管理阶段，加快了被投资企业的成长演进进程
  - 企业成长演进的一般规律包含静态逻辑和动态演进两个方面。从动态演进规律来看，企业的成长一般都要经历一个从创业期到成长期再到成熟期这样一个过程，相应地，其管理模式亦要经历从创业管理到半职业化管理，再到职业化管理的动态演变；从静态逻辑来看，不管是创业管理模式还是半职业化管理模式，还是职业化管理模式，都要遵循“资源决定业务、业务决定组织控制和治理结构，组织控制决定人力资源配置”这样一个基本逻辑。
  - 企业成长演进的这一一般规律是否适用于风险投资所支持的企业呢？我们来做具体分析。
  - 在一般情况下，企业的创业都是在偏紧的资源约束下，依托创业者个人特殊的人力资本，以机会主义的业务路线开始的，创业管理模式以绝对低成本优势适应了这一创业特点。



## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

- 风险投资使被投资企业迅速跃进到半职业化管理阶段，加快了被投资企业的成长演进进程（续）
  - 而在获得风险投资的情形下，企业的创业特点发生了明显的变化。首先是资源条件改变了，风险投资商的资本注入和增值服务大大放松了被投资企业的资源约束；其次是经营的不确定性降低了，风险投资合理预期的高收益和合理控制的高风险机制要求风险投资商以一种特殊的筛选机制来发现投资对象的高成长和独特性潜质，并要求被投资企业将这一高成长和独特性潜质塑造为核心资源，从而使得被投资企业不能如一般创业企业那样以机会主义的业务路线来进入市场，靠绝对低成本在高不确定性领域取得竞争优势。同时，放松的资源约束也使得被投资企业得以有条件放弃机会主义业务路线，转而进入能发挥其独特性优势的相对低不确定性领域发展，靠增加的投入和其他外部资源整合来获取行业超额利润和垄断利润。从企业成长演进的一般规律来看，资源约束的放松和经营不确定性的降低表明，相对于一般创业企业而言，风险投资支持的企业的成长演进进程大大加快了，随着企业投资价值的发现以及风险投资商投资资本和增值服务的注入，经历短暂的创业管理阶段之后，被投资企业迅速跃进到了半职业化管理阶段，也即Amar V. Bhidé所构建的“投资－不确定性－利润”图的中部。显然，这种跃进对被投资企业的成长演进具有非常积极的意义：它大大提高了被投资企业创业成功的概率，并为日后企业成功成长为成熟大企业准备了核心资源基础。

## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

### ■ 风险投资使被投资企业迅速跃进到半职业化管理阶段，加快了被投资企业的成长演进进程（续）

- 而且，风险投资对被投资企业动态演进的这一加速作用也没有破坏一般企业成长演进的静态逻辑。风险投资商注入资本、提供增值服务及其对投资对象独特性的发掘，使得被投资企业的资源偏紧状况得到了很大程度的缓解，并且可以很快发现并塑造自己的核心资源，这种资源条件决定了被投资企业在塑造核心资源的同时必须并且有条件放弃创业管理阶段的机会主义业务路线，从而沿着核心资源所指引的方向去确立自身的主营业务，构筑起相对完整的产业价值链。产业价值链的延伸使得创业管理阶段一管到底的“派活制”不再适应新的管理半径的要求，继而要求企业以一种逐步分层、在集权基础上适度分权的组织结构来替代，职能型和职能分部型组织由此产生。与这种新型组织结构相对应，企业的控制体系也由创业管理阶段高度的“家长”集权转向了集权和分权适度结合的体系，若干正式的计划、制度和程序由此产生，企业在创业管理阶段所适用的“控制权回报”激励亦产生了“资本化”的要求，这种控制权回报资本化的过程因而又使企业创业管理阶段事实上模糊的企业所有权状态得到了明晰界定。随着控制体系、企业所有权格局和激励机制的转型，企业的人力资源配置也相应由创业管理阶段高度关注创业者个人人力资本素质转向了管理团队的构建，于是，提高包括创业者在内的原有家属团队的素质并少量、适度引入外部参谋型经理人才成为了这一阶段企业人力资源管理的内在要求。由此可见，风险投资对被投资企业动态演进的加速推进首先是由资源约束的放松引起的，从这样一个起点及其相应引起的其他各战略要素的变化导向来看，风险投资在迅速将被投资企业推进到半职业化管理阶段的过程中，并没有破坏“资源决定业务、业务决定组织控制体系和治理结构、组织控制和治理结构决定人力资源配置”这一企业成长演进过程中普遍适用的静态逻辑。

## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

### ■ 风险投资商培育被投资企业的手段与企业动态演进过程中的半职业化管理模式也有一致的一面（续）

- 风险投资商对被投资企业的融资服务和网络资源支持与企业在半职业化管理阶段“杠杆性使用资源”的手段相一致。在半职业化管理中，一方面，创业的成功使得企业有了一定的原始积累，形成了一定的、不完全依赖于创业者个人人力资本的资源条件，另一方面，创业管理阶段机会主义路线的结果使得企业尚需发现、界定并塑造自己的核心资源，并以此为依托、结合其战略目标和战略步骤来确立企业的业务范围和主营方向，降低经营不确定性。通常，这中间会产生“资源缺口”，而资源的杠杆运用成了弥补资源缺口的主要途径。资源的杠杆性运用是指以企业自身已有的有限资源为支点，通过资源的集中使用、借入、融合、共享、同化等手段来弥补资源缺口、实现资源持续升级的一种方式。而在风险投资的情形里，风险投资商所关注的独特性构成了被投资企业最核心的资源，但这一初始资源与风险投资商“合理预期的高收益”机制所要求的企业的扩张计划相比，“缺口”仍然很大，为弥补这一缺口，风险投资商一方面自身投入资本，另一方面还充分利用其经验和公共关系网络为企业整合外部战略资源，包括资本、供应商、营销渠道与顾客资源、品牌与声誉资源等。而这个资源整合过程同样是以被投资企业的核心资源、风险投资商所注入的资本及其为被投资企业所附加的声誉为支点的，并融会了借入、同化、共享等多种资源整合方式，明显具有“杠杆性运用”的特点。

## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

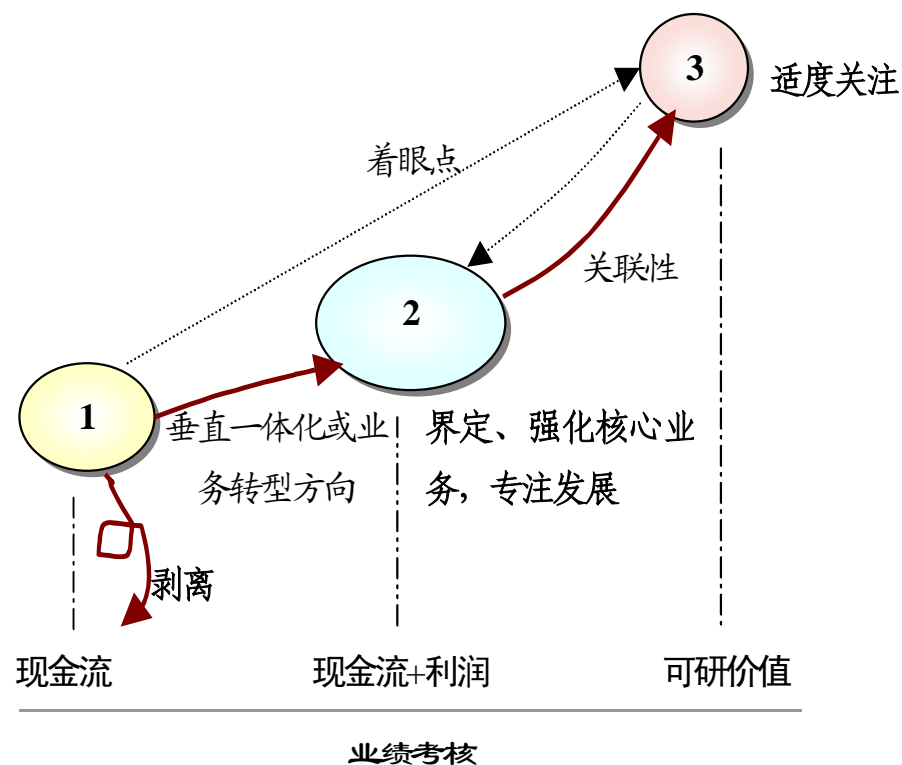
- 风险投资商培育被投资企业的手段与企业动态演进过程中的半职业化管理模式也有一致的一面（续）
  - 其次，从形式上看，风险投资商帮助被投资企业确立主营业务、制定业务规划的过程及其相应的理念指导和顾问服务与企业半职业化管理阶段对“业务路线”的基本要求相吻合。依据企业成长演进的一般规律，在半职业化管理阶段，企业的业务路线是：根据其资源总量和核心资源的性质来确定其业务范围，然后以此业务范围为目标，在现有业务基础上确定其业务扩张路径，继而在选择业务扩张路径的基础上，优化业务结构，建立持续稳定的业务成长模式。通常，企业可以沿着产品市场维度（产品细分、产品组合或业务多元化）、地理维度（区域多元化）和垂直整合维度（垂直一体化）进行业务扩张，至于具体到某一个企业，究竟选择哪一种发展路径，则要视企业核心资源的性质、现有业务基础和其他资源约束条件而定，并和企业根据核心资源性质确立的业务范围相一致。而业务结构的优化同样要以现有业务的市场份额和市场增长情况为前提。



## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

- 当现有业务属于市场份额小、市场增长率低的“瘦狗业务”时（标注1），表明企业目前缺乏核心业务，出现了“主营空心化”的情况，企业应着眼于市场增长率和市场份额均高的“明星业务”（标注3），沿现有业务的垂直一体化、相邻业务或业务转型方向、以市场增长率低但市场份额高的“金牛业务”为目标界定核心业务（标注2），并在此基础上予以强化、创新。这时企业对“瘦狗业务”应逐步剥离，先收缩后扩张，退一步进两步，业绩考核集中于“现金流”；对“金牛业务”应集中发展，业绩考核是“现金流”、“利润”及该项业务与“明星业务”的相关性；对“明星业务”适当给予关注，工作重点是创意构想、可行性研究、市场试点等，作为“金牛业务”的创新业务予以考虑。

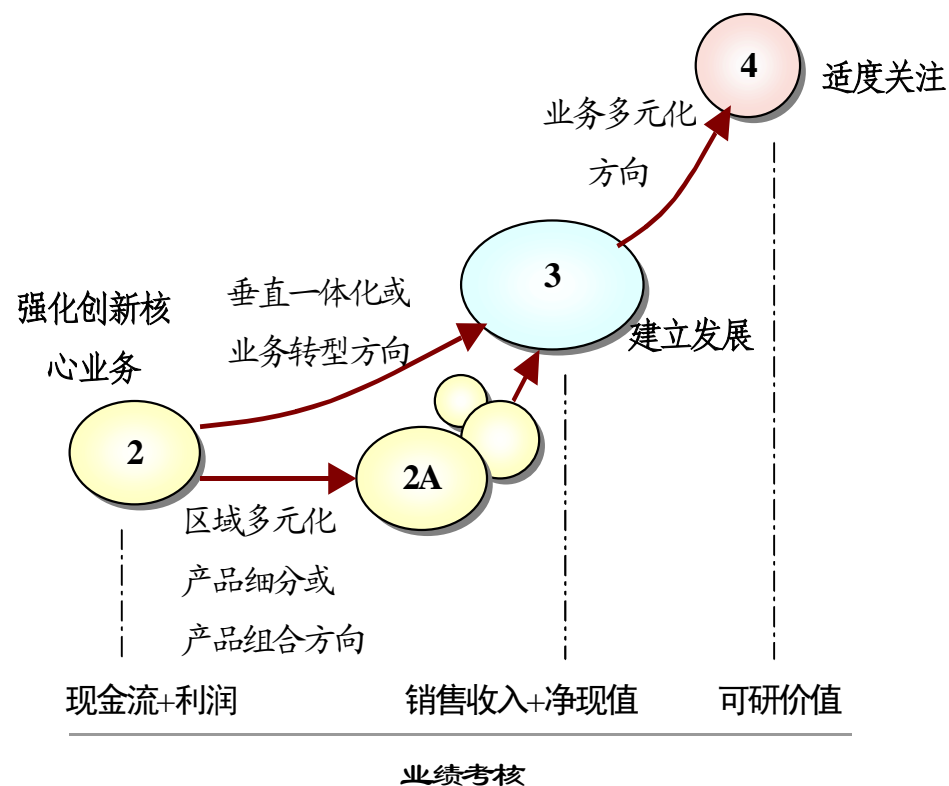
### 半职业化管理阶段企业的业务成长模式：第一种情形



## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

- 当现有业务属于“金牛业务”时，(标注2)，该业务是企业目前的核心业务，对这一业务近期应予以强化和创新，强化的主要方向是“产品细分”、“产品组合”和“区域多元化”（标注2A），强化的目标是确保企业在这个业务领域中的领先地位，业绩考核以“利润”和“现金流”为主；在此基础上，企业应着手建立、发展“明星业务”（标注3），发展的方向要视企业核心资源的性质而定，或垂直一体化，或业务多元化（向新业务方向转型），业绩考核以“销售收入”、“市场占有率”和“净现值”为主；同时要适当关注市场增长率高但市场份额低的“野猫业务”（标注4），工作重点是创意构思、可行性研究和市场试验，在现金流充足的情况下，也可适当投资，业绩考核以“可研价值”为主。总之，在这种情况下，建立持续成长通道的关键是要三类业务并举，又有所侧重。

### 半职业化管理阶段企业的业务成长模式：第二种情形



## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

- 我们再来看风险投资的情形，在资本化机制的内在要求下，风险投资商必须按照未来有效公开市场投资者的投资决策逻辑来塑造被投资企业的“成功历史”，而“业务历史”是其中最重要的一个方面，业务规划则为业务历史的塑造提供了路径和方法。通常情况下，公开市场投资者对企业“业务历史”的成功标准有两个：一是主营突出，二是持续成长。主营突出是基础，持续成长是轨迹，两者共同证明企业在业务方面的核心竞争力。为了满足这两个标准，风险投资商在帮助企业进行业务规划时通常要采取以下举措：
  - 在理念指导上，要求被投资企业“集中力量（Focus）”，即要求其管理层集中力量去实现他们所提出的目标并限制这些目标的数量；
  - 要求被投资企业依托其独特性这一核心资源来确立主营业务方向，注重从技术到产品，从产品到业务的转换过程；
  - 在确立主营业务方向的基础上，将风险投资商的网络资源纳入到被投资企业的业务规划范畴，通过整合外部战略资源来构筑完整的产业价值链；
  - 将业务的结构“优化”作为被投资企业成功商业模式的重要组成部分，注重现金流业务和战略性成长业务的结合。
- 通过这些举措我们不难看出，从形式上看，风险投资商对被投资企业“业务历史”的塑造路径和方法与一般企业半职业化管理阶段的“业务路线”（第一种情形）基本相同。



## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

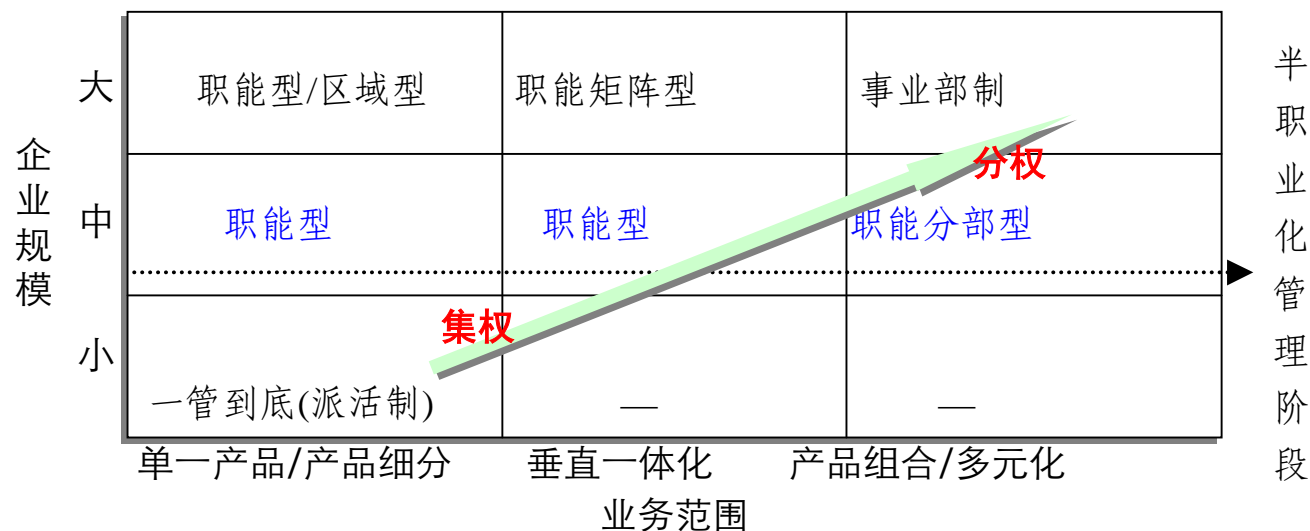
### ■ 风险投资商培育被投资企业的手段与企业动态演进过程中的半职业化管理模式也有一致的一面（续）

- 再次，风险投资商对被投资企业治理结构的塑造及其相应的人力资源配置也与企业半职业化管理阶段的“组织控制和治理路线”和“人才路线”也具有一定的相似性。按照风险投资“合理预期的高收益”和“合理控制的高风险”机制的内在要求，风险投资商必须按照有效公开市场的标准帮助被投资企业塑造一个完善的治理结构和一支职业化的管理队伍，以此来证明企业所传递的信息的可靠性和投资该企业的风险可控性。理论上说，一个企业的治理结构是否完善，主要看其剩余控制权和剩余索取权是否配置得当，一个好的治理结构要求获得剩余控制权的人同时也应该是获得剩余索取权的人。而在一个有效的公开资本市场上，这一理论要求往往被显化为这样一些标准：（1）治理的透明性；（2）决策和控制的分权和制衡性；（3）企业所有权结构的开放性和“人格化”；（4）激励机制的合理性。依此标准，风险投资商在塑造被投资企业治理结构时通常会要求：（1）建立股东会、董事会、经理层等完整的法人治理结构，并严格董事会监管，明确部门和岗位职责，关注组织发展；（2）确立正式计划和相应的管理制度、规章和程序，明确纪律，严格执行；（3）以期权为主要手段来对创业者及其管理团队进行激励；（4）对内和对外开放企业的所有权结构，吸纳外部股东和内部员工，并通过控制权博弈和期权机制来达成创业者控制权和股权的对应等。与此同时，与公开市场和这种治理结构对于企业人力资源配置的要求相适应，风险投资商还尤其注重将被投资企业从“企业家精神”主导的创业管理模式对创业者个人人力资本素质的高度依赖中摆脱出来，引入职业经理人才，遏制企业家精神对企业治理的影响。

## 7.2 风险投资对被投资企业成长的积极影响

### ■ 风险投资商培育被投资企业的手段与企业动态演进过程中的半职业化管理模式也有一致的一面（续）

- 而在一般企业的半职业化管理中，核心资源的形成和业务范围的扩大，导致了职能型或职能分部型组织的形成，相应地，企业的控制体系也逐步走向了集权和分权的结合部，并产生了一系列的正式计划、业务流程和制度规章，同时由于控制权回报资本化和外部融资的要求而形成了开放的企业所有权结构，并随着控制体系、企业所有权格局和激励机制的转型，企业的人力资源配置也相应由创业管理阶段高度关注创业者个人人力资本素质逐步转向了管理团队的构建，于是，提高包括创业者在内的原有家族团队的素质并适度引入外部经理人才成为了这一阶段企业人力资源管理的内在要求。由此可见，风险投资商塑造企业治理结构和人力资源配置的方式方法与企业在半职业化管理阶段的“组织控制和治理路线”和“人才路线”亦有一定的相似性。



## 7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

### ■ 已有研究成果

- 从已检索到的研究文献来看，最早对“风险投资的增值服务对被投资企业具有积极意义”这一流行观念提出质疑的是Bygrave和Timmons（1992），他们运用196个样本企业对风险投资商是否增进首轮投资的被投资企业的价值做了实证分析，结果表明，风险投资商的经营支持和管理建议对被投资企业的长期价值并无显著影响，而风险投资商解雇新创企业的创业团队对被投资企业的长期经营状况则显现出明显的负面影响。两人由此推断，“代理问题”并非解雇发生的正常理由，在企业的高成长时期，创业团队成员的解职对新创企业的影响可能超过其他因素，从而会影响整体绩效，从这个意义上说，风险投资有时甚至会阻碍被投资企业的成长；继Bygrave和Timmons的研究之后，Gompers和Lerner（1999），Manigart、Baeyens和Hyfte（2001）也通过其研究阐述了自己的看法。前者指出，风险投资也可能对被投资企业产生不利影响，不够谨慎的投资者有可能鼓励他们所投资的公司采取某些提高首次公开发行成功概率的行为，尽管这些行动不利于公司的长期发展；而后者强调，与人们通常所认为的不同，风险投资商支持的企业的存活率并不比那些未获得风险投资支持的企业高。
- 上述研究成果在很大程度上佐证了我们的观点。作为系统研究“风险投资对被投资企业成长演进的影响”的一个重要组成部分，我们的逻辑分析表明，风险投资内含的“职业化导向”、风险投资对被投资企业动态演进的加速推动和风险投资商培育被投资企业的手段等与企业成长演进的一般规律都具有相互一致的一面，从而反映出风险投资对被投资企业成长演进的积极影响。但同时我们也应该看到，风险投资对被投资企业的长期价值增长还有着消极的一面，它同样也是由风险投资“合理预期的高收益和合理控制的高风险”这一核心机制与企业成长演进规律内在的矛盾性所决定的。

## 7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

- 风险投资商培育被投资企业和企业成长演进规律在逻辑顺序上的矛盾及其协调
  - 企业成长演进规律中的静态逻辑表明，企业成长演进的起点是其初始的资源条件，资源决定业务，业务决定组织和控制体系和治理结构，组织控制体系和治理结构决定人力资源配置。
  - 但风险投资商培育被投资企业的逻辑顺序却与此不同，这是由风险投资“合理预期的高收益”机制所决定的。按照这一机制，风险投资商是根据有效资本市场未来的投资者的期望和投资决策标准来培育被投资企业的（塑造“历史”）。前面的分析中已经论述到，有效资本市场对企业的基本要求包括“持续增长历史”、“完善的治理结构”和“职业化管理”等，风险投资商要在其预期的未来某个时间里启动资本化机制，退出投资，就必须使被投资企业满足这些基本要求。由此看来，在逻辑顺序上，风险投资商在将被投资企业迅速推进到半职业化管理阶段之后，其对企业的培育却并不是从被投资企业初始的资源条件出发的，而是从资本化机制所要求的业务、治理结构和人力资源配置出发的。



## 7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

- 风险投资商培育被投资企业和企业成长演进规律在逻辑顺序上的矛盾及其协调（续）
  - 也就是说，在投资选项和资本注入的基础上，风险投资商在对被投资企业进行培育时，首先需要按照资本化机制的要求和决策时的退出可行性评估（Ei.）设定好企业未来若干年后的业务及相关的财务目标，包括主营业务界定、业务成长模式、业务收入及其增长、市场份额及其增长、毛利率及净利率等等。同时，还需为企业设定一套符合有效资本市场要求的治理结构，包括股东会、董事会及其执行委员会、经理层等形式多层级组织结构及与其相对应的、分权制衡的制度化、程序化的控制体系，责权利相统一的分享型激励机制以及满足市场流动性要求的总股本和股本结构等。并且，还需设定一种职业化的人力资源结构，以职业经理人的职业操守和信誉机制来为企业治理的透明性和完善性做“担保”。在设定好这一包含“业务（包含相关财务）”、“治理结构”和“人力资源配置”几方面内容的目标结构后，风险投资商再将目标分解到企业培育期的各个年度并规划其实现路径，然后找出实现目标结构所需资源与被投资企业既有资源之间的“缺口”，并通过资源的“杠杆性运用”来弥补这一缺口，而风险投资商的网络资源恰好为弥补这一资源缺口提供了条件。也正是通过资源弥补这种“反向协调”使得被投资企业的资源、业务、组织控制和治理结构以及人力资源配置在某种程度上实现了统一。此外，风险投资商培育被投资企业的这一逻辑顺序还告诉我们，在风险投资为被投资企业所提供的增值服务的各项内容中，对风险投资商而言，其实只有两项是最重要的：其一就是制定规划，其二便是弥补资源缺口。

## 7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

- 风险投资商培育被投资企业内在的“短视”倾向与企业成长演进的渐进性之间的矛盾及其后果
  - 企业成长演进的一般规律表明，尽管从企业的动态演进来看，企业的发展通常可以划分为创业管理、半职业化管理和职业化管理几个明显的阶段，但从其演进的静态逻辑来看，由于资源约束的放松需要一个逐步积累的过程，与资源条件变化相适应的业务、组织控制体系和治理结构以及人力资源配置的调整也需要一个过程。因此，企业的成长演进实际上是一个漫长的、复杂的渐进过程，经由这么一个渐进过程，企业才能从创业管理阶段过渡到职业化管理阶段。也正因为这一过程的渐进性和复杂性，使得最终只有极少数企业可以创业成功，而在这些创业成功的企业中，又只有极少数最终可以经由半职业化管理阶段成功演进到职业化管理阶段，成就百年基业。
  - 企业成长演进的这种“渐进性”与风险投资商培育被投资企业内在的“短视性”产生了矛盾。从风险投资“合理预期的高收益”和“合理控制的高风险”机制来看，风险投资商培育被投资企业的这种短视性主要来源于三个方面：一是风险投资商自身为了及时将合理预期的“以转换形式分享的被投资企业的行业超额利润和垄断利润”以及“现值收益”和“透支收益”兑付为现值，并使上述合理预期的高收益不被“摊薄”为平均收益，内在地具有一种尽早启动“资本化”机制、退出投资的要求。因此，尽管风险投资是一种相对长期的股权投资，风险投资商还是存在一种以尽可能短的时间培育被投资企业快速成长的倾向；二是风险投资商基于其控制“道德风险”的需要而对被投资企业在培育期的组织控制、治理结构和人力资源配置产生了较高的分权制衡和职业化要求，这种高要求在很大程度上超出了企业在半职业化管理阶段的内在需要；三是风险投资风险收益机制所依托的有效资本市场基于信息要求也内在地对被投资企业的组织控制、治理结构和人力资源配置产生了超出了其半职业化管理阶段需要的、过高的分权制衡和职业化要求。

## 7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

- 风险投资商培育被投资企业内在的“短视”倾向与企业成长演进的渐进性之间的矛盾及其后果（续）
  - 风险投资商培育被投资企业的这种“短视性”显然加速了被投资企业由半职业化管理向职业化管理的演进进程。但风险投资的这种加速作用与其加速企业由创业管理阶段迈向半职业化管理阶段所产生的正面效应不同，其逻辑起点是风险投资的风险收益机制，因而具有“外生性”，与企业成长演进的静态逻辑所要求的起点不相符；而后者的逻辑起点则是企业初始的资源条件，具有“内生”的特点，与企业成长演进的逻辑起点完全一致。
  - 风险投资培育被投资企业的“短视性”及其加速被投资企业由半职业化管理向职业化管理迈进的逻辑起点与企业成长演进规律逻辑起点的不一致必然会导致被投资企业半职业化管理阶段正常演进进程的破坏，从而对其长期价值增长产生损害。
  - 为了阐明这一问题，我们先来研究在没有风险投资介入的情况下，资本市场的“短视性”与企业成长演进规律之间的矛盾性及其协调途径。然后再来讨论风险资本介入的情况。



## 7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

### ■ 风险投资商培育被投资企业内在的“短视”倾向与企业成长演进的渐进性之间的矛盾及其后果（续）

- 在没有风险投资介入的情况下，资本市场的这种“短视性”也是这个市场有效运行的一个内在结果。既然信息是一个有效资本市场的支点，那么除了强制性的信息披露要求外，在企业内部，最大程度的分权制衡和职业化管理有利于约束“企业家精神”的主导作用，增强企业管理的透明度和制度化，从而保证信息披露的及时性和真实性。但市场解决信息问题的这一内在要求和市场“历史说明未来”逻辑对拟资本化企业的业务要求产生了矛盾，同时也和企业其时的资源条件不相符：按照历史说明未来的逻辑和企业优化资本结构的要求，成长后期应该是企业最适合资本化的时期，这个时期也就是企业半职业化管理的后期，要实现在这一时期启动资本化机制的目的，拟资本化企业必须在这之前——即半职业化管理的前期和中期——塑造出企业的持续成长性，而半职业化管理的前期和中期正是企业塑造并形成核心资源的时期，这就决定了企业只能在一个相对窄的业务范围内经营，即走专业化路线。尽管，这种窄范围的单一业务经营适应了其时的企业资源条件并得以塑造出成长性，但其持续性并不能得到证明。而且，按照企业成长演进的静态逻辑，这种窄范围的单一业务经营也必然要求一种集权和分权相结合、集权程度略高一点的组织控制体系和适度职业化的人力资源格局与之相适应，从而和市场信息机制所要求的高度职业化和分权制衡组织控制体系产生了冲突。而有效资本市场解决这一“证明”和“冲突”问题的一个基本办法是要求拟资本化企业提出“募股资金投向”或由并购方提出“业务重组计划”，在一个拟资本化企业的渐进演进过程中以合理“假设”来替代“历史”，用资本化后的“历史”来证明或证伪“假设”。而这个“募股资金投向”或“业务重组计划”合不合理的主要依据是看其与企业其时的业务基础是否相衔接，与半职业化管理阶段企业业务的扩张路径、结构优化及相应业务成长模式是否一致，与资本化之后企业新的资源条件是否协调。

## 7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

### ■ 风险投资商培育被投资企业内在的“短视”倾向与企业成长演进的渐进性之间的矛盾及其后果（续）

- 在风险投资介入被投资企业的情况下，前面提到，风险投资商为了使合理预期的高收益不被摊薄为平均收益，内在地存在一种快速培育被投资企业的倾向。另一方面，为了控制“道德风险”，又内在地对被投资企业存在过度职业化和分权制衡的要求。在这种情况下，风险投资商通常采取的举措有三项：（1）以被投资企业的独特性为核心资源，界定强化主营业务，以注入资本和其他网络资源支撑企业快速做大销售、扩大市场份额；（2）在创业者个人人力资本素质不适应资本市场的职业化要求时，依据《雇佣合同》解雇创业者，从外部引入职业经理人；（3）建立独立于管理层的董事会等监管机构，保留重大决策的“一票否决权”或在企业经营不利的情况下将控制权由创业者转移到风险投资商手中。这三项举措，在现实的风险投资实践中经常采用，Hellmann和Puri（2000）的实证指出，风险投资支持的企业从外部引进CEO的可能性更大，时间更早，而且这种CEO的更迭通常伴随着创业者离开其亲手创办的公司；Gorman和Sahlman（1987）调查发现，接受调查的风险投资商在其投资经历中为其投资企业平均更换过3位CEO；Yael V. Hochberg（2004）的实证发现，风险投资支持的企业的董事会、审计委员会和报酬委员会比非风险投资支持的企业的同类机构更加独立于管理层且CEO和董事会主席分离的情况更多；而Kaplan和Strömberg（1999）的实证则得出了“在许多情况下，如果创业企业经营业绩太差（低于某些预设的标准），风险投资商可以获得对企业的完全控制权”的结论。尽管，风险投资商的这些举措是其“合理预期高收益”和“合理控制高风险”的内在要求，是风险投资整个运行机制的重要组成部分，但却对被投资企业的成长演进和长期价值增长产生了消极影响，概括而言，主要表现在三个方面：

## 7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

### ■ 风险投资商培育被投资企业内在的“短视”倾向与企业成长演进的渐进性之间的矛盾及其后果（续）

- 首先，它增大了资本市场“短视性”引起的被投资企业（拟资本化企业）业务与组织控制和人力资源之间的内在冲突的协调难度，从而导致了资本化之后被投资企业业务的被动转型，抬高了成长风险。风险投资商以注入资本和提供网络资源支撑被投资企业沿着独特性这一核心资源方向做大销售、强化主营业务的举措一方面使得企业得以快速显示出成长性，满足资本化机制的要求，但另一方面，这种做法大大缩短了被投资企业这一时期主营业务的生命周期。这样，与一般的拟资本化企业相比，在风险投资支持的拟资本化企业中，其窄范围单一业务与其高度分权制衡的组织控制体系及职业化队伍之间的内在冲突同样在所难免，而其协调难度却大大增加了。在一般的拟资本化企业中，合理的“募股资金投向”或“业务重组计划”可以有效解决这个问题，企业之前正常的、渐进形成的与核心资源相适应的业务基础提供了这种衔接（如图6.6所示情形），从而可以有效解决在企业原有业务基础上的业务持续成长问题。而在风险投资支持的企业（拟资本化企业）中，企业原有的主营业务在资本化之时已接近成熟期（这时启动资本化机制可让风险投资商获得最大收益），这就使得企业在资本化时提出的“募股资金投向”或“业务重组计划”只是形式上满足资本化机制的要求，而事实上已无法与原有业务基础相衔接，从而因无法实现企业原有业务的持续成长而不得不在资本化之后进行业务转型（如图6.5所示情形），并且加大了转型风险。这种转型如果不成功，企业的长期价值增长就要受损。关于这一点，已经为许多被投资企业的实践所证明。

## 7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

### ■ 风险投资商培育被投资企业内在的“短视”倾向与企业成长演进的渐进性之间的矛盾及其后果（续）

- 其次，它抹杀了核心创业者个人人力资本在半职业化管理中的重要作用，容易导致被投资企业内部的控制权争夺。企业成长演进的一般规律表明，半职业化管理是创业管理和职业化管理的结合部，是一个逐步演进的过程。在这个过程中，随着企业核心资源的逐步形成，企业的业务范围逐步得到扩张，企业组织控制也由高度集权逐步走向分权。与这一进程相适应，企业在人力资源配置上也由创业管理中以核心创业者为中心，以“企业家精神”为主导逐步走向以职业经理人为中心，以“经理人才能”为主导。由此，我们看到，创业者个人人力资本在企业的成长演进过程中起着非常重要的作用，尤其是半职业化管理的前期和中期，创业者的企业家精神与创业管理能力，及其面向职业化管理所进行的能力转换成为了企业平稳过渡到职业化管理阶段的一个必要条件。这一条件适应了企业其时核心资源的塑造过程、专业化窄范围经营及职能型或职业分部型的组织控制特点，具有内在的协调性。但核心创业者的这种“企业家精神”及创业管理才能明显为有效资本市场和风险投资“资本化”机制的内在逻辑所不容。按照后者的逻辑，创业者的“企业家精神”通常会导致企业的集权倾向，从而体现出决策不透明、企业行为的主观化、个人化和不可预测等特点，继而加剧了信息不对称，引发道德风险，这些都与有效资本市场对信息的要求格格不入，同时也与风险投资商“合理预期的高收益和合理控制的高风险”机制相矛盾，所以必然被风险投资商所抛弃，改而以资本市场及风险投资风险收益机制所要求的职业化管理队伍来替代。



## 7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

### ■ 风险投资商培育被投资企业内在的“短视”倾向与企业成长演进的渐进性间的矛盾及其后果（续）

- 这就是说，在被投资企业启动资本化机制之前，如果创业者不能证明自己的职业化管理能力及其相应的人力资本特征，风险投资商就随时有可能根据“合理预期的高收益和合理控制的高风险”机制的内在要求对其予以解雇，取而代之的自然是那些在经理人才市场上声誉良好、易为资本市场所接受的职业经理人。从这个意义上说，Kaplan和Strömberg（1999）所说的“企业经营状况不佳”只不过风险投资商解雇创业者的一个借口而已，而风险投资商和创业者事前签订的《雇佣合同》则为这种解雇提供了合法条件。尽管风险投资商对创业者的解雇有法可依、于理相合，但这种解雇对被投资企业成长演进的不利后果却不容忽视：一方面，由于创业者的创业动机决定了他不会轻易放弃对自己所创企业的控制权，加上风险投资内含着风险投资商退出投资后将企业控制权重新转移给创业者的这样一个隐性契约，创业者与风险投资商对企业控制权的内部争夺就在所难免。这种争夺如果处理失当，就会给被投资企业带来灾难性的后果，成长进程很可能就会因此停止；另一方面，与企业组织控制与业务在这一阶段的内在矛盾一样，解雇创业者、引入职业经理人虽然与企业按资本化机制要求所塑造的组织控制和治理结构相一致，但同样与这时企业的窄范围单一业务产生了冲突，破坏了企业正常成长演进的逻辑。正是站在这个角度，作者认为，对风险投资商而言，最理想的创业者乃是那些既具有创业管理能力，又具有职业化管理能力，同时还能在这两种能力之间进行有效转换的人。而在被投资企业的培育期，最好的人力资源配置则是由创业者以职业化管理之“形”来行创业管理与职业化管理结合部（即半职业化管理）之“实”。只有如此，风险投资“合理预期的高收益和合理控制的高风险”机制与被投资企业成长演进内在规律对这时期企业人力资源配置的矛盾要求才能基本得到协调。

## 7.3 风险投资对被投资企业成长的消极影响

- 风险投资商培育被投资企业内在的“短视”倾向与企业成长演进的渐进性之间的矛盾及其后果（续）
  - 最后，它导致了被投资企业的“烧钱”倾向。风险投资商做大销售、建立高度分权制衡组织和解雇创业者、引入职业经理人等一系列举措虽然是风险投资风险收益机制的内在要求，但其直接导致了被投资企业运营管理成本的增加。就做大销售而言，按照边际收益递减的规律，随着规模的扩大，企业在单一主营上的边际投入所获得的边际回报将呈现递减趋势，当业务规模扩展到一定程度时，这种投入的增加就变得不再合算。就组织控制体系建设和职业经理人才引入及其相应的报酬设计上，企业的投入也相对于非风险投资支持的企业要大得多，而且这种高投入与企业的窄范围业务经营并不适应，从而使被投资企业表现出一种“烧钱”的倾向。由此说明，对于人们普遍观察到的风险投资支持的企业“烧钱”现象，与其说是由于创业者的“机会主义行为”所引起，倒不如说是风险投资“合理预期的高收益和合理控制的高风险”这一核心机制的内在要求，是风险投资商为实现高回报所意愿承担的一个必要代价。但同时，我们也应注意到，对被投资企业而言，这种“烧钱”倾向在给企业带来销售增长的同时，却并不一定能够带来利润。而且，由于经理人的工资报酬和组织结构存在某种程度的刚性，从而为“资本化”后被投资企业的成长演进确立了不利的初始条件和某种程度的“路径依赖”，最终侵蚀了企业的利润。

## 7.4 总结及引申

- 企业成长演进的一般规律包含静态逻辑和动态演进两个方面。从动态演进规律来看，企业的成长一般都要经历一个从创业期到成长期再到成熟期这样一个过程，相应地，其管理模式亦要经历从创业管理到半职业化管理，再到职业化管理的动态演变。其中，创业管理以“家族控制、家长集权管理”为主要特征，以低投入和“绝对低成本”在“高不确定性”领域竞争；职业化管理以“职业化、制度化、职业经理人分权控制”为主要特征，以高投入和“相对低成本”在“低不确定性领域”取胜；而半职业化管理则是一种过渡模式，是创业管理与职业化管理的结合部，走的是一个由集权向分权，由家族队伍向职业经理团队逐步演进的过程；从静态逻辑来看，不管是创业管理模式还是半职业化管理模式，还是职业化管理模式，都要遵循“资源决定业务、业务决定组织控制和治理结构，组织控制决定人力资源配置”这样一个基本逻辑。
- 人们普遍认为，风险投资商所提供的资本和增值服务对培育被投资企业成长有着非常重要的意义。进一步的研究表明，风险投资“合理预期的高收益和合理控制的高风险”机制内含的“职业化导向”、风险投资对被投资企业动态演进的加速推动和风险投资商培育被投资企业的手段等与企业成长演进的一般规律都具有相互一致的一面，从而反映出风险投资对被投资企业成长演进的积极影响。但同时我们也应该看到，风险投资对被投资企业的长期价值增长还有着消极的一面，它同样也是由风险投资“合理预期的高收益和合理控制的高风险”这一核心机制与企业成长演进规律内在的矛盾性所决定的。这种矛盾性主要表现两个方面：（1）风险投资商培育被投资企业和企业成长演进规律在逻辑顺序上存在矛盾；（2）风险投资商培育被投资企业内在的“短视”倾向与企业成长演进的渐进性之间存在矛盾。这种内在矛盾性一方面增大了资本市场“短视性”引起的被投资企业（拟资本化企业）业务与组织控制和人力资源之间的内在冲突的协调难度，从而导致资本化之后被投资企业业务的被动转型，抬高了成长风险；另一方面也抹杀了核心创业者个人人力资本在企业半职业化管理中的重要作用，容易导致被投资企业内部控制权的争夺；同时还导致了被投资企业的“烧钱”倾向，为“资本化”后被投资企业的成长演进确立了不利的初始条件和某种程度的“路径依赖”，最终侵蚀了企业的利润。



## 7.4 总结及引申

- 案例：王志东从新浪“下课”



# 第八讲 风险投资中的项目融资策略

---

8.1 三个假定

8.2 两点认识

8.3 五项策略

8.4 附：如何撰写商业计划书



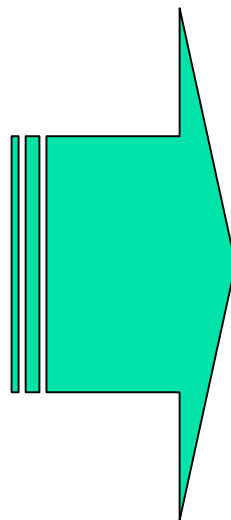
北京信息科技大学(北京信息工程学院)

企业成长研究中心 · 经济贸易系

Center for Research on Business Growth

## 8.1 三个假定


- 人性都是贪婪的、急功近利的！
- 绝大多数人都是利己主义者！
- 假定别人比自己聪明，至少是一样聪明！



- 投资人都是没有耐心的！风险投资人同样！
- 风险投资家亦如此！不论国外的，还是国内的！
- 做局终将害人害己！

## 8.2 两点认识

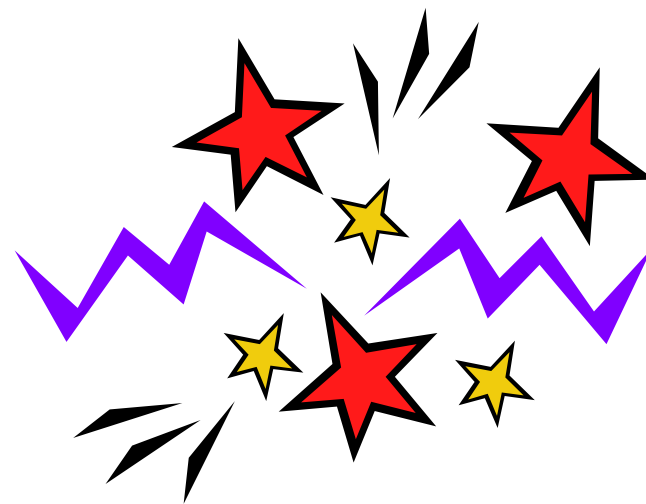
- 对风险投资所要解决的问题及其解决问题的基本机制的认识：
  - 是不是高成长行业？
  - 是不是存在独特性？
  - 是不是关注管理素质？
  - 是否制定了阶段性目标及实施计划？
  - 是否有方便的投资退出渠道？
  - 是否考虑了增值服务需求？
  - 是否考虑了交易结构？



合理预期的高收益、合理控制的高风险！

## 8.2 两点认识（续）

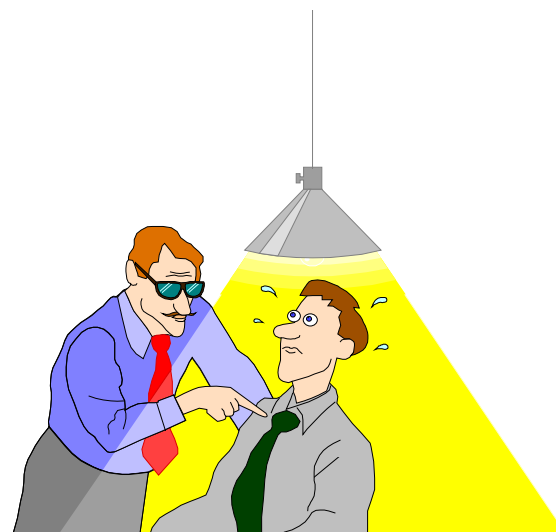
- 赚钱的项目才是好项目！
  - 能不能赚钱？
  - 赚多少钱？
  - 从什么时候开始赚钱？
  - 赚多长时间？



$$V = f ( M_p, S_p, H_e, E_i, C_i )$$

## 8.3 五项策略：正确的态度

- 把VC当成手段而不是目的
- 学会妥协
  - 业务模式
  - 控制权
  - 增值服务
  - 溢价
- 韧性（至少3-6个月时间）



## 8.3 五项策略：完善的BP

### ■ 基本构架

- 项目背景
- 市场格局与竞争定位
- 市场前景
- 技术、研发与工艺流程
- 生产、供应与质量控制
- 营销管理
- 人力资源与公司治理结构
- 投资预算
- 财务预测与融资结构
- 附录（财务报表及其他）

### ◆ 回答的问题

- 要解决什么问题？
- 现有解决问题的方法及本项目解决问题的独特性是什么？
- 设定的战略及阶段性目标
- 是否为高成长行业？
- 如何在一个成长行业中将独特性转化为业务和企业成长？
- 意向的交易结构如何考虑？



## 8.3 五项策略：合适的渠道

- 非政府导向
- 合格的中介机构：咨询顾问机构、会计事务所、评级机构等：
  - 完善BP
  - 渠道介绍
  - 协助谈判
- 主要投资机构分类
  - 各省地VC
  - 民营大中型贸易公司、集团公司
  - 外资VC
  - 国内上市公司
- 选择：对照投资政策、考察投资记录



## 8.3 五项策略：成功的谈判

- 文件准备：精心准备、精确数字、逻辑一致
- 电梯法则：15-30分钟时间回答好四个大问题
  - 做什么(Business Model)?
  - 怎么做(Marketing)?
  - 谁来做 (E) ?
  - 赚多少(P、S) ?
- 应对人才门诊：望、闻、问、切
- 灵活处理交易结构：股转债、定价、治理结构



逻辑是关键！

## 8.3 五项策略：实现第一桶金

- 第一桶金是资金分期到位的关键；
- 企业导向：区分技术、买卖、业务与企业！
- 管理升级：企业有效成长阶梯
  - 种子期项目：家族化管理模式
  - 成长期项目：消除成长瓶颈



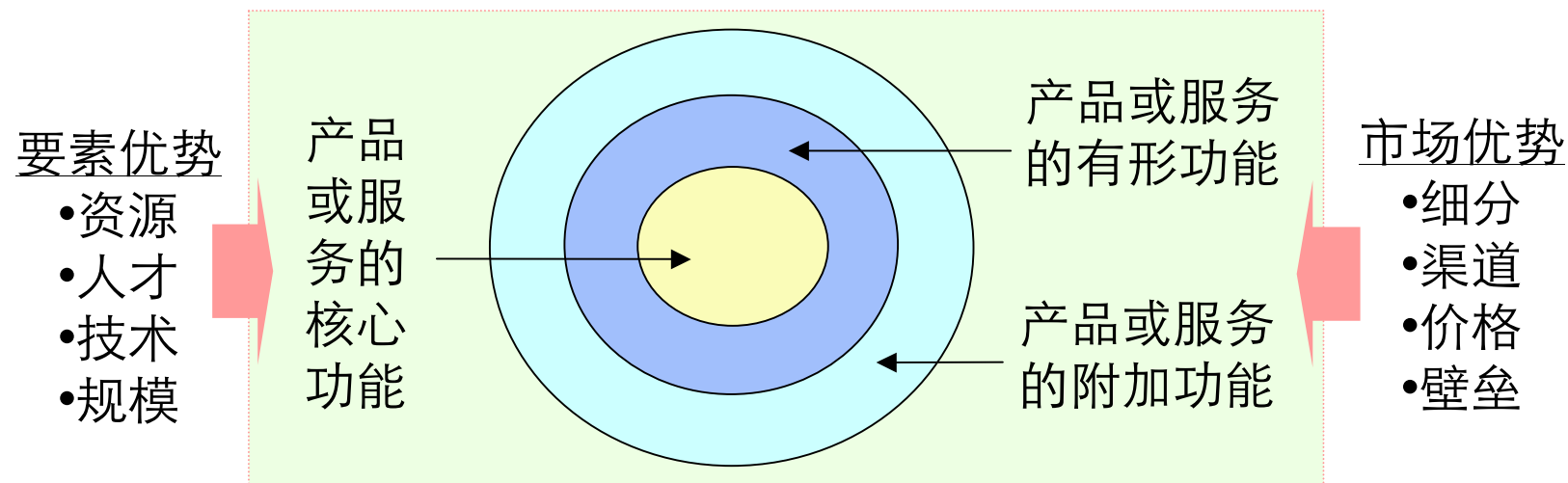
## 8.4 附：如何撰写商务计划书？

---

- 项目背景：要解决什么问题？
  - 问题是什么？
  - 问题有多大？
  - 问题的分解，其核心和关键是什么？
  - 问题的经济价值分析和产业化基础
  - C a s e：癌症治疗（药物、疗法等）

## 8.4 附：如何撰写商务计划书（续）？

- 市场格局与竞争定位（战略策略定位及路径）
  - 解决问题的不同方案及提供厂商比较
  - 本方案（产品或服务）的独特性分析
  - 基于本方案独特性的商业模式和收益模式构造



## 8.4 附：如何撰写商务计划书（续）？

---

### ■ 市场前景

- 与商务模式相对应（产品和服务、阶段性目标）
- 顾客群细分
- 区分需要和需求
- 阶段性、成长性与生命周期
- 替代的时空分析
- 互补配套问题
- 不要偷换概念
- 尽量图表说话
- 数据问题：主观联系、来源不明、未经验证等

## 8.4 附：如何撰写商务计划书（续）？

---

- 技术、研发与工艺流程
  - 技术来源
  - 技术水平与标准
  - 技术所有权
  - 知识产权保护
  - 技术到产品到产业化的实现路径
  - 技术升级
  - 研发路径
  - 研发力量与组织管理
  - 研发装备
  - 工艺流程等



## 8.4 附：如何撰写商务计划书（续）？

---

- 生产、供应与质量控制
  - 生产过程的稳定性
  - 生产能力设计
  - 班次设计及人员解决方案
  - 厂房、设备及配套设施
  - 产品标准与质量控制
  - 成本费用控制
  - 原材料与辅料供应及供应商管理
  - 原料、辅料、在产品、产成品的出入库管理等。

## 8.4 附：如何撰写商务计划书（续）？

---

### ■ 营销管理

- 产品：三层次、特色化
- 价格：水平、弹性、体系
- 渠道与组织：直销、经销、政策
- 促销：返券、广告、公关、堆位等
- 销售业绩：历史与展望
- 销售激励办法等

## 8.4 附：如何撰写商务计划书（续）？

---

- 人力资源与公司治理结构
  - 组织结构
  - 所有权结构
  - 过程控制：流程（人、财、物）与目标管理
  - 高管层与骨干层描述
  - 激励机制设计
  - 领导模式与决策、执行机制
  - 员工计划与人力资源开发
  - 重要劳资政策等

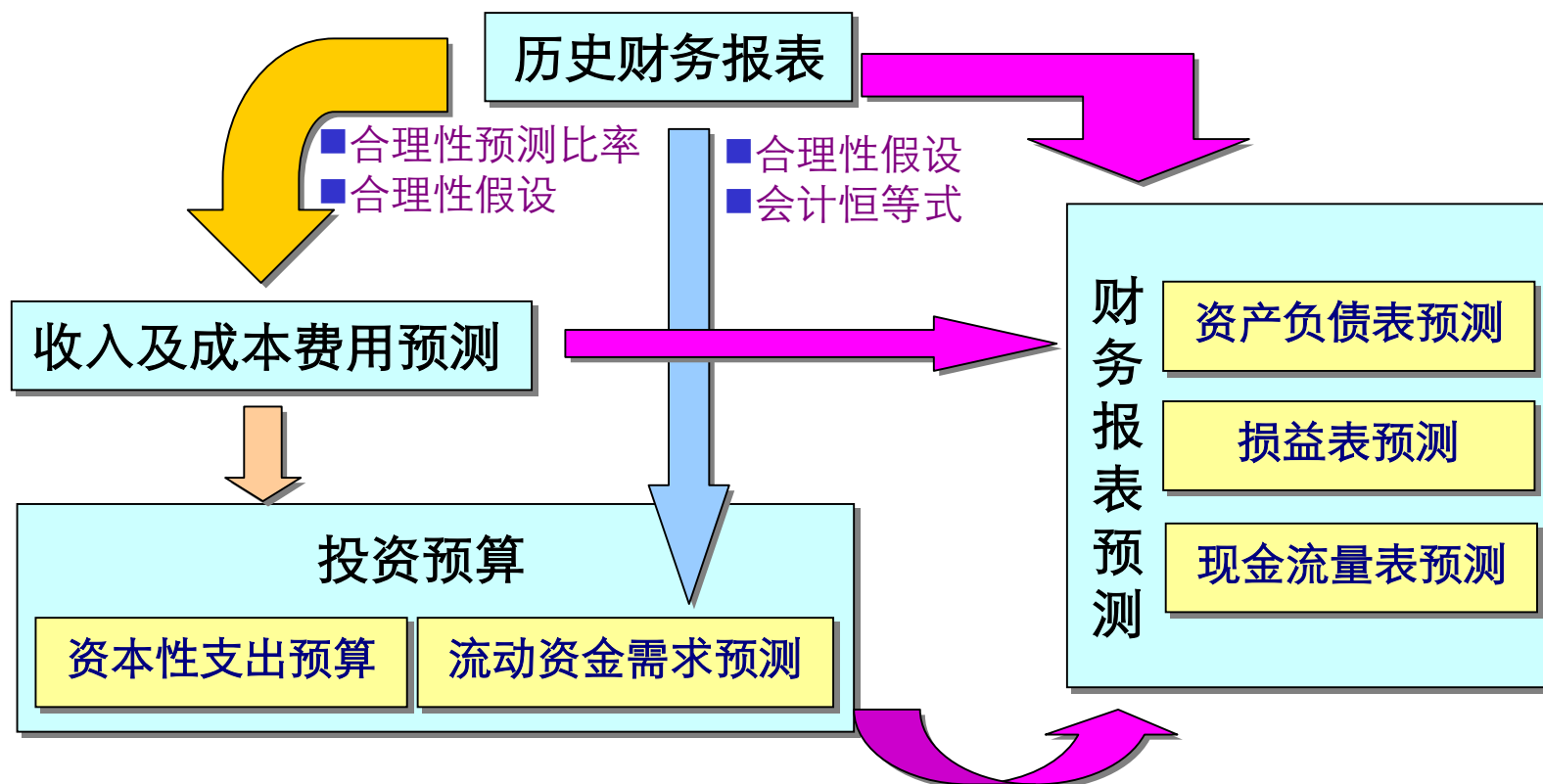
## 8.4 附：如何撰写商务计划书（续）？

---

- 投资预算
  - 资本性支出预算
    - 支出项目
    - 支出进度
    - 资金来源
  - 营运资金预算
    - 年度或月度需求预测
    - 资金来源
  - 投资管理

## 8.4 附：如何撰写商务计划书（续）？

### ■ 财务预测（Excel表）



## 8.4 附：如何撰写商务计划书（续）？

---

- 融资交易结构
  - 金融工具安排
    - 可转换优先股或可转换债
    - 普通股
    - 附认股权公司债等
  - 价值评估与股权定价
    - 财务价值评估体系
    - 投资价值评估体系
  - 治理结构安排
    - 股权安排与反摊薄条款
    - 董事会席位分配与经理层岗位安排
    - 期权安排与控制权交接
    - 激励约束机制
    - 退出安排等

## 8.4 附：如何撰写商务计划书（续）？

主要金融工具	对风险投资人的影响	对被投资企业的影响
普通股	可分享增值好处，只有最低的财产清偿权	引起财务结构的变化不会影响后续融资，通常还要满足附加条件
纯债务	有固定利息收入，不能分享增值收益	通常需要担保，有固定利息支出，负债率提高影响后续融资
可转换优先股	转换前有稳定收益，可分享增值收益	引起财务结构的变化不影响后续融资，并能确保对企业的控制
可转换债	转换前有固定利息收入，可分享增值收益	控制权未过早稀释，低成本融资，面临经营压力
附购股权公司债	可分享增值收益，利率一般较低	利率低，投资人执行购股权可交来增量资金