

学校编码：10384

分类号 ____

____密级____

学 号：9809001

UDC ____

硕 士 论 文
论创业投资中的风险控制

陈 颖

指导教师：徐楚炫 副教授

申请学位级别：硕 士

专业名称：政治经济学

论文提交日期：2001年4月 日

论文答辩日期：2001年 月 日

学位授予单位：厦 门 大 学

学位授予日期：2001年 月 日

答辩委员会

主席_____

评 阅 人_____

2001年 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

论文提要

创业投资是资本市场培育高新技术产业的一种创新的制度安排，有别于一般的投资活动。由于被投资企业的不确定性、交易中信息的高度不对称及投资参与方以外的因素，使得创业投资在获得高收益回报的同时，要承担比一般投资活动大得多的风险，高风险是其核心特征。对风险的有效控制成为创业投资成功获得预期收益的关键。在我国目前这种环境下，由于经济体制和市场机制的缺陷，创业投资蕴含的风险更大，更有必要强调风险控制。全文共分三章，主要内容如下：

第一章 比较创业投资与一般投资的主要区别，阐明创业投资风险的特殊性和风险控制的重点。

第二章 这是文章的重点，针对创业投资的三个风险来源：被投资企业的不确定性、交易中信息的高度不对称、投资方以外的因素，分析探讨有关风险控制的三个方面：目标控制、交易控制、外部控制。分为三节：第一节阐述目标控制，包括投资前对企业的选择判断、投资过程中提供的增值服务和投资退出三个阶段；第二节阐述交易控制，包括被投资企业与创业投资机构之间的外部交易设计和创业投资机构内部创业投资者与创业资本家之间的交易设计；第三节阐述外部控制。

第三章 在前两章的基础上，针对我国创业投资的发展现状，指出目前我国创业投资面临的最大的风险来自四个方面：相关法规政策不完善、高素质创业资本家的缺乏、退出机制障碍、缺乏规范的中介服务机构。在篇末针对这些方面，提出了相应的宏观控制策略。

关键词 创业投资 风险 风险控制

目 录

第一章 创业投资及其风险	1
第一节 创业投资的特点	1
一、创业投资的核心特征	
二、创业投资与一般投资的主要区别	
第二节 创业投资中的风险	3
一、一般投资风险的种类	
二、创业投资的特殊风险	
第三节 创业投资中风险控制的重点	8
一、以对人的制度约束为主，量化控制为辅	
二、以限制性合同约定为主，一般约束为辅	
三、以风险授信为主，各层审批为辅	
四、以分散风险为主，适当注意转嫁和规避	
五、将事前控制与事后控制结合起来	
第二章 创业投资的风险控制	10
第一节 风险控制之一：目标控制	10
一、投资对象的选择判断	
二、增值服务	
三、退出机制的安排	
第二节 风险控制之二：交易控制	13
一、外部交易设计	
二、内部交易设计	
第三节 风险控制之三：外部控制	21
一、分散投资策略	
二、联合投资策略	
三、宏观措施	
第三章 我国创业投资的风险控制	24
第一节 我国创业投资面临的宏观环境风险	24
一、相关法规政策不完善	
二、高素质创业资本家严重缺乏	
三、缺乏有效的退出机制	
四、缺乏规范的中介服务机构	
第二节 对风险的宏观控制策略	27
一、修订和完善相关的法规政策	
二、加速我国创业资本家队伍的形成	
三、构建多层次、通畅的退出渠道	
四、积极培育中介服务机构	
主要参考文献	33

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Venture Capital 在国内有两种译法：创业投资或风险投资。本文倾向于将其译为创业投资，它特指投资于极具发展潜力的高成长创业企业并为之提供经营管理服务的投资方式。尽管具有高风险，但风险不是创业投资的出发点，而只是不得不面对的现实。创业投资与“非创业投资”（Non-venture Capital）即对成熟企业的投资相对应。风险投资（Risk Capital）是指未做留置与抵押的投资，收益具有不确定性。它与安全投资（Security Capital）即已做留置或抵押担保因而收益具有确定性的投资相对应。

创业投资是资本市场培育高新技术产业的一种创新的制度安排，它是适应高新技术产业发展特点，在技术创新和金融创新相互作用过程中逐步形成的一种创新的资本运作形态。众所周知，创业投资蕴含着巨大的风险，对风险的控制显得尤为重要，如何控制和驾驭风险、保证风险和收益的平衡正是创业投资成功的关键所在。由于经济体制、市场机制的缺陷，我国的创业投资风险更大，更有必要强调创业投资中的风险控制机制。

第一章 创业投资及其风险

第一节 创业投资特点

一、创业投资的核心特征

随着科学技术的不断发展和高新技术产业的日益扩大，用于寻找、筛选和管理被投资企业及创新项目的专业技能越来越复杂，需要耗费的资源越来越多，市场要求通过制度创新来满足这些企业的资金需求，而同时社会资金也在寻找获得高收益的机会，因此就产生了对创业投资公司这样的专业机构的市场需求，也决定了创业投资的核心特征是“高收益、高风险”。这种高风险来源于市场中的信息不完全和信息不对称，是由新生高新技术企业本身的特点所决定的，它与资本市场上衍生产品的风险有本质区别。高新技术企业具有独创性与开拓性，但也因此具有不成熟性和不稳定性。同时，由于创业资本投资的企业多数处于发育成长早期的新生企业，它与一般资本市场上规模较大、发育较成熟的企业相比，信息透明度低。这种低信息透明度会带来投资决策和管理上较大的盲目性，因而增加市场的风险性。

二、创业投资与一般投资的主要区别

创业投资的各种特点都是从其核心特征中衍生出来的。由投资对象和核心特征出发，导致了多方面的独特性，如股份参与的形式、长期投资的倾向、特有的组织形式、以资本增值为主要目的，以及对企业管理的积极参与等。

一般投资常投向确立了一定的市场地位、现金收益较为稳定的企业，其形式包括各种期限的贷款、优先股和普通股等。这些投资的利息或股息收益构成了投资收益的较大部分。因此其投资计划往往采取非常灵活的方式以加强投资的安全性，比如股权投资时要求有优先获得股息的权利，贷款时要求对其资产有优先偿付的权利等等。投资者在企业决策中一般不太积极，参与甚少，往往是情况发生变化之后才作出反应，而不是主动采取措施。只要企业的业务活动与投资的预期大致相同，投资者就不会给企业的管理者施加太大压力。

创业投资则是一种接受风险(Risk-accepting)而不是厌恶风险(Risk-averse)的投资活动（一般的投资都是尽量回避风险的）。作为创业投资对象的新型企业往往现金流严重不足，未来的收益不稳定无法预测，因此对其投资的方式、风险控制的手段和措施、参与管理的程度，及其自身建设均提出了特殊的要求。创业投资的投资对象应有很大的增长潜力，并且拥有无法被复制的专利产品或服务或其他特殊优势，因而不会承受太大的竞争压力。这些高速成长的企业一般都急需现金，如果用债权融资会导致部分资金的流出，这对企业是不利的。创业资本主要通过上市或被收购来获得资本收益，利息收入只占一小部分。因此投资方式以股权为主，很少要求优先偿付股息，对公司的现金流不会构成压力。创业投资与一般投资的区别可以概括为下表：

表 1-1 创业投资与一般投资的区别

	创业投资	一般投资
目标	高额资本收益	日常利息与资本收益的结合
投资主体	长期效益类机构投资者和少数富有家庭	社会公众和各类机构投资者
投资对象	新生企业，不稳定	较为成熟稳定的企业
典型的投资结构	绝大多数是股权投资	债权与股权的结合
投资形式	多阶段、有期限	一次性
与投资对象的关系	积极主动参与	不主动
投资主体的组织结构	独特，常为有限合伙制	大多为公司制或基金制

第二节 创业投资中的风险

一、一般投资风险的种类

一般投资活动中的风险可以大致分为以下几种，当然还有其他一些不同的分类方法，但经过归纳整理，其中的大多数都能纳入这些范畴中：

（一）信用(Credit)风险

这是投资中最常见的风险之一，当投资者用当期现金支付换取未来获得收益权利的时候，信用风险就产生了。这可能是由于投资对象本身无法获得足够的现金，或者是在缺乏制度约束的情况下，投资对象有能力还款而拖欠不还。投资活动的参与者越复杂，信用风险的程度就越高。

（二）市场(Market)风险

其最基本的形式是所买进的证券价值下跌，从而造成损失，进而可以引申到各种具体的投资形式。市场风险按影响因素又可细分为利率风险、汇率风险和经营业绩风险等等。这些方面的变动都会影响投资项目的价值，从而对投资者的收益构成威胁。

（三）经营(Operational)风险

市场或公司的基本经营机制可能会失灵或被打乱，从而遭受金钱上的损失，而且还会引发其他一系列的风险，比如由于无法快速反应而引致了新的信用风险和市场风险。经营风险包括交易部门欺诈、职员的不熟练及不稳定、易于渗透的电脑系统等。当然还有不可抗力和各种不可预测因素的影响，如火灾、地震、战争等等。

（四）环境(Environmental)风险

这里的环境是指投资活动的整个自然的、法律的、政治的和社會的环境。举例来说，企业的技术可能会不符合环保或有关政策，或者投资本身就违反了相关的限制措施。另外，国家产业政策或税收政策的变动以及对股权转让方面的规定也会极大地影响投资价值。可以说，投资者对一项投资的认可在很大程度上取决于能否转让或转让的便利程度，而这是与整个投资环境、金融体系的建设分不开的，因此投资退出（转让）机制的成熟与否也属于环境风险。

（五）行为(Behavioral)风险

具体来讲包括决策风险和操作风险，这二者同样重要。前者指决策中的错误所导致的蒙受损失的可能，投资者本身不成熟或错误的信息都会使决策偏离正确的轨道；而后者则是具体执行过程中违背初始目标的情况，包括职员的失误和蓄意的诈骗、越权交易等。

二、创业投资中的特殊风险

创业投资作为一种新的、独特的投资形式，其风险中除了一般投资活动的风险，必然还有与一般投资方式不同的方面，这种不同体现在两个层面：一是创业投资自身独有的风险，二是上述一般投资风险在创业投资中的表现形式和程度也

有所不同。同时，创业投资风险又体现在两个关系中：一是创业投资者¹与创业投资机构（或者说创业资本家²）之间，二是创业投资机构与被投资企业之间。从这两层特殊的委托-代理关系出发，创业投资中的风险可以按来源大致划分为：

（一）投资对象本身的风险

这一点与一般投资活动有较大差异，属于创业投资中所独有的风险。包括技术研制、规模经济、市场开发、需求调查与变动、资源配套等各个方面的风险，其中大都与高新技术的特点有关。

1. 技术开发

高新技术开发成功率低，当期投入的资金不能保证最终得到成果，某一核心技术成功与否往往就关系到整个项目的实现，而在一般投资中某一个环节的困难不会对项目的成败产生决定性的影响，因此开发风险在创业投资中特别突出。对于高新技术企业而言，有一种特殊的开发风险就是过分依赖某些关键人员，这些关键人员的去留往往会关系到企业本身的生存问题，因此对他们的管理非常值得关注。还有一点需要特别指出，那就是知识产权方面的侵权与保护，这对于新兴企业来讲是一把双刃剑，既可能是发展的契机，也可能是基础不稳的根源所在。

2. 市场需求

要实现高成长、高回报，技术本身就必须具有所谓的颠覆性或是垄断性，即这种产品上市后，即可占据大部分市场份额或开辟出一个全新的市场领域，而使原有的同类产品失去市场。因此，技术不仅要先进，更重要的是符合市场需求。如果技术与市场长时间处于脱离状态，或者看似先进，实质上却很难有竞争力，即使被开发出来也不会产生效益。

市场需求也不是一成不变的。高新技术产品更新换代周期极短，目前热门的技术很可能马上就会飞速贬值，使得某些表面上看起来收益率很高的项目最终亏损累累，给投资者造成重大损失。如客户过于单一，需求狭窄，若需求方出现问题就意味着对企业的毁灭性打击；竞争对手过于强大；市场营销不力，被投资企业的产品或服务未能被市场接受，技术上的成功并不一定会带来商业上的胜利。

3. 要素配套和规模经济

技术开发成功并且确实符合市场需求也不一定意味着企业会获得高额回报，因为在其后还有许多的不确定性因素。如果该项技术所要求的各项要素无法配

¹ 创业投资者即创业投资机构的资本提供者，是有限合伙人，一般不参与机构的具体运作，扮演所有者角色。

² 即创业投资机构的资本管理者，是普通合伙人，扮演管理者——投资经理角色。

套，则产品的生产无法配合需求方面的增长，技术上的先进性也就无法实现，也得不到市场的承认。配套必须及时有效，以保证企业形成规模经济降低单位固定成本³。因此如果达不到一定的规模，单位产品的生产成本就无法降低，从而直接影响到企业的效益，甚至生存。另外企业规模较小时，还会影响消费者对产品本身的认可程度，从而对市场需求产生间接影响。

4. 环境动态

从宏观上讲，创业投资作为资金和技术的结合点与高新技术产业之间存在着互为依托的关系，创业投资本身的形成、发展、调整都会反映技术的整体发展动态。(1) 技术创新的热点决定了创业投资的行业分布结构。美国从 70 年代末到 80 年代末创业投资的行业重点由计算机硬件独占鳌头演变为医疗、生物、计算机软硬件及数据通讯等行业的群雄并起，而传统的能源、自动化所占比例则大幅降低⁴。这与近 20 年来产业结构的发展轨迹正好吻合。(2) 技术创新的周期制约着创业投资机会的多寡。如 70 年代末 80 年代初，随着新兴技术领域的广泛开拓涌现的大量投资机会引来了创业投资发展的一次高潮，但是在 90 年代却有很多领域逐步进入休眠状态。而另一些发展势头迅猛的行业却吸引了创业投资的注意，其中最为典型的就网络技术，这一领域的投资最为活跃⁵。由此可见，技术面的宏观环境对创业投资的发展有很大影响。

(二) 投资者和被投资者之间的信息不对称所导致的风险

信息不对称是指投资方所掌握的信息往往要少于企业的实际控制者，而这种信息获取上的劣势会增加投资活动的不确定性。信息不对称在一般投资活动中也存在，但在创业投资中表现在两个层次上：

1. 创业投资机构和被投资企业之间的信息不对称

这又可划分为投资前的信息不对称与投资后的信息不对称：(1) 投资前的不对称与逆向选择有关，即那些素质不高、技术上有缺陷、经营管理不善的企业对创业资本的要求比较迫切，而一些真正优秀的、未来收益高的企业的创业家们却并不想要创业资本的介入。那些“坏”企业只有从“包装”上下功夫，将各项数据和材料“做”漂亮才能换取获得创业投资的机会。这样做的直接后果就是创业投资机构对企业的认识偏离了正确的轨道，从而导致了在定价、增值、变现等一系列方面的风险。(2) 投资后的不对称则与道德风险有关。由于被投资企业的创业者往往既是大股东又是经营管理者，在信用体制不完善的情况下，创业者往往会在创

³ 高新技术企业的固定成本中有相当大的一部分表现为研制和开发前期投入成本，无论产品的多寡都不会改变。

⁴ 庄恩岳、王明珠：《风险投资与案例分析》，中国审计出版社，第 231 页

⁵ 美国 1999 年创业投资投向的产业分布，计算机服务、软件、硬件占 47%，高居榜首。

业投资机构（小股东）不知情的情况下侵权其利益，例如股权稀释、滥用资金、给自己订立过高的报酬等等。要降低这种风险，就必须从加强合同的约束力和改进社会大环境等方面入手，从目前的实际情况看，前者的可操作性要更好一些。

2. 创业投资者和创业投资机构之间的信息不对称

这种不对称与前面所谈到的不对称具有一定的可比性。具体来讲包括以下两个方面：

(1)内部人问题。即在所有权和经营权分离的情况下，如果激励机制设置不当，使得所有者和管理人员之间利益不一致，管理者就会利用信息优势作出有利于自身而不利于所有者的行为。在创业投资中，内部人问题具体表现为过分追逐风险、不遵循机构本身的投资策略和既定方针、给自己订立过高的报酬、以及一些关联交易(Self-dealing)等。值得注意的是，在创业投资中这种问题的特点还在于其非独立性，即项目投资经理可能会与被投资企业串通合谋，在投资前制作和报告虚假信息或是投资后在参与被投资企业管理时擅自表态、滥用职权，对创业投资机构的利益构成更大的威胁。

(2)管理问题。管理体系包括组织结构、决策程序、会计系统、计算机体系等等，其中最为重要的是处于管理体系底层架构的组织结构和决策程序。这两个方面将决定对创业投资机构至关重要的准确性和灵活性。当组织结构和决策程序不健全或不合要求时，就会使得投资活动的决策活动反应迟缓，监督不力。而如果内部制衡失去控制，权力过于集中或者与责任不相匹配就会带来潜在的风险。因此，这里需要考虑的是权力制衡与效率之间的平衡关系，通过建立健全各项规章制度来作为投资机构健康运行的基础。而会计系统、计算机体系则是管理体系的外围部分，也是内部核心机制得以顺利运行的保证，在出现问题时也会造成或放大风险。

(三) 来源于外部的风险

另外还有来自于投资者和投资对象之外其他方面的风险，也就是说，当各种环境因素发生变化时，会给创业投资带来新的不确定性从而导致风险增加。具体包括：

1. 宏观环境

与创业投资联系最为紧密的宏观环境包括政策导向、法律框架、资本市场的发展状况以及社会文化环境等。从政府政策角度看，创业投资的高风险性及其对科技产业的重要意义使其产生伊始就是政策性很强的投融资体制。政府通过资金支持、税收优惠、信用担保、法律倾斜等方式可以有效地刺激这一行业的发展，而逆向的政府干预也会起到明显的抑制作用。税收、产业以及投资管理、宏观经

济调控方面的政策导向与创业投资直接相关，这些方面的变化会对创业资本来源、投向、收益和风险产生直接的影响。法律框架则可以保障创业投资机构筹资、项目选择、知识产权和所有者权益转让等方面的利益，因此其变动也会给创业投资带来风险。

2、资金出口问题

创业资本是有周期流动性的，其顺利流动的决定因素是退出渠道，即资金出口问题。所以资本市场的发展状况与创业投资能否成功有很大关系。资本市场的发育程度和景气状况对首次上市发行（IPO）的可行性和创业资本的回报率存在明显的正相关。一个牛气十足的资本市场对 IPO 的预期收益来讲无疑是乐观的。它能导致创业投资的高速增长，而股票市场和 IPO 市场的持续低迷则会挫伤投资者的兴趣，进而影响创业投资的市场运作。

第三节 创业投资中风险控制的重点

风险控制是投资成功所需的核心技能。投资机构只有通过区分定价适当的风险和定价不当的风险，利用信息和专业技术优势驾驭和控制风险，才能在其经营活动中求得发展，低估风险和高估风险都会使机构自身处于极为不利的地位。从这个意义上说，控制风险是真正取得收益的关键，二者具有同等重要的地位。前文已经分析，与一般投资相比，创业投资风险更大、不确定性因素更多、更加不易控制。因此，除了一般的风险识别、衡量、防范和化解的技能以外，在创业投资的风险控制中还应重点加强以下几方面：

一、以对人的制度约束为主，量化控制为辅

创业投资的对象一般处于相对较新的行业或领域中，可供对比参照的对象比较少，而且该行业发展前景的不确定性也大于普通行业，将来的赢利和现金流量几乎无法判断。同时这些企业的历史也较短，甚至就是刚刚成立的新企业，财务数据不齐全，无法通过分析历史来为未来的发展提供依据。既然无法有效地从数量上加以控制，那么对经理人员的制度约束就成了较为可行的方法。如果制度确实灵活有效，形成了适当的激励和约束，充分调动和利用积极性与专业特长，其效果就会大大优于单纯的量化管理，同时也意味着对风险的有效控制。当然，数量化的标准也可作为经理人员的参照，降低搜索和谈判成本。

二、以限制性合同约定为主，一般约束为辅

如前所述，创业投资是一个相对较新的领域，不仅被投资企业在发展过程中所遇到的许多问题没有先例，创业投资机构本身也有很多方面，包括注册登记、行业划分、组织结构、投资方式等尚无定论。因此，单靠一般的约束远远不够，必须按实际情况订立特别的合同条款以适应特殊的要求，以合同的特殊性来弥补一般性规定的不足，形成投资各方之间的利益制衡，充分保证整个投资过程的顺畅有效。需要注意的是，合同必须严密、紧凑，同时不与现行法律法规发生抵触，否则容易引起诉讼和纠纷，使创业投资机构陷入被动。

三、以风险授信为主，各层审批为辅

在当前的公司治理结构中，一般都把决策权下放给一线经理。在创业投资机构这样一个更需要强调灵活性和准确性的机构中就更应如此，实行风险和投资权限的授信制度，授予项目投资经理一定额度的最终投资决策权。同时制定更为严格的激励机制，既包括奖励措施，也包括惩罚制度，进行优胜劣汰、逐级累进，对成功者进一步扩大其投资权限。但值得注意的是失败之后也不能彻底否定，要视情况而定，如确为疏忽大意或无能所致，则加以替换并采取惩罚措施，如果是

意外事件或不可抗力所致，则留任以观后效，充分利用经验这一宝贵的财富资源。不过，在遇到额度特别大、对投资机构本身非常关键的投资项目时，还是应当由项目经理组成临时的决策机构集体协商决定，以防止出现风险和责任严重不对称从而急剧放大风险。

四、以分散风险为主，适当注意转嫁和规避

对风险进行分散、规避、转嫁这些策略在一般投资实践中得到了广泛应用，但是在创业投资中，规避和转嫁没有太大的现实意义。一方面创业投资本身就是追求高风险、高回报，通过主动承担并有效控制风险来获得几倍、甚至几十倍于一般投资的回报，如果采取稳健性经营策略，回避风险，创业投资机构就失去了其存在的意义。另一方面，一般投资者主要是通过购买种种衍生工具进行套期保值、锁定投资收益、减少头寸暴露，从而实现风险转嫁。在创业投资中，很难或者几乎不可能找到符合条件的衍生工具，因此也就无法转嫁风险。相反，分散投资策略在创业投资有很大的实用价值，可以在保持收益的同时有效地降低风险，并且增加了一定的灵活性。

五、将事前控制与事后控制结合起来

由于创业投资采取的是股权投资或是类似于股权投资的可转换证券形式，因此可以在被投资企业拥有一定的控制权。创业投资机构应当充分利用这一优势，不仅在投资前对企业进行详细地考察，确定价格，而且还要在投资后发挥自身在投资和管理方面的专长，积极介入被投资企业的管理。在重大投资项目中还可以考虑聘请会计人员，或者自己建立外派财务会计部门，派出专业人士对企业进行监督。通过重视事后的监督控制，可以大大减少管理风险和欺诈风险，既有利于被投资企业在管理体系上的标准化和制度化，也符合创业投资机构自身的利益。

第二章 创业投资的风险控制

正如前文所述，创业投资的风险来源于目标企业的不确定性、交易中的信息不对称及投资参与方以外的因素。相应地，风险控制也可分为针对信息不完全的目标控制、针对信息不对称的交易控制和针对外部风险因素的外部控制三个方面。

第一节 风险控制之一：目标控制

一、 投资对象的选择判断

创业投资机构必须对被投资企业的综合情况有深入了解，包括企业自身因素和环境因素，其中最为重要的是管理者，也就是人的因素。

（一） 出具信息的要求及具体的风险评价

在创业投资机构向外投资之前，需要了解企业的一些重要情况。一个必不可少的环节就是审阅商业计划，大量有关企业的信息都包含在这份计划书中。商业计划包含的范围非常广泛，其中的典型项目有：历史、产品、市场营销、市场状况、竞争、生产与经营、管理、财务分析、风险与回报、总体目标和阶段性目标、会计体系及处理方法、所需资金规模等。投资机构还可以在对商业计划的要求中加入自己特别关心的或是认为特别重要的内容。通过这些方面，投资机构可以清楚地了解到企业的发展现状和潜力，并为最终的判断提供决策依据。

必须注意的是，商业计划书中没有提及风险并不意味着不存在风险，客观存在的风险并不会因被忽略而消失。投资者可以从商业计划中看出企业是否重视风险，是否充分认识到风险，是否做好了应有的准备，这些本身也是影响风险的因素。如果在计划书中对风险有明确的描述和估计，会对风险的识别和控制大有好处，如果企业家刻意回避风险问题，或者对风险没有清醒认识，则会给防范和化解风险带来很大的困难，甚至危及企业未来的生存和发展。

（二） 创业投资对象的取舍

具体标准包括行业、规模、阶段、产品、企业家才能、熟悉程度等各个方面。其中比较有代表性的是：拥有很大市场竞争力的独创性专有技术、产品或劳务；拥有一支精干、富于创新精神且务实的管理队伍；拥有通畅的分销渠道及有序的销售网络；拥有针对特殊市场的产品和服务等。其中最受重视的是被投资企业的管理者，也就是人的因素。企业的管理者不仅要在技术上或观念上有独到的地方，而且还必须对创业投资中的责、权、利有明确清醒的认识，有着完整的市场操作意识，能够严格遵守合同、积极配合创业资本家开展工作。这些实际上就是企业赢利、成长、发展的决定因素，其重要性要比企业的净资产等有形要素大得多。除了被投资企业自身的素质之外，企业所处的环境因素也很值得考虑。主要是四个方面：生命周期的阶段、行业集中程度、进入壁垒、产品的差异程度。

（三） 定价方法

传统的公司财务理论在作投资决策时常用的方法是净现值法和内部收益率

法等。但在创业投资中，如前文分析的那样，这些传统方法的应用受到了很大的限制。近年来，期权理论在创业投资的项目定价中得到了越来越广泛的应用。创业投资具有多阶段的特点，这使得投资方拥有现在投资或稍后投资的选择权利。当第一次融资发生后，投资方没有义务作后续投资，但有权利在获取进一步的信息后决定是否进行后续再投资。由于后续投资是一种权利而非义务，实际上相当于投资方在企业未来的价值增值中拥有一个有价期权。另外，可转换证券本身就是一种带有期权性质的证券，因此也就可以用期权理论来对其价值进行计算。这种方法为创业投资项目的评价提供了一个极好的、更为有效的理论工具。

二、增值服务

增值服务是创业投资机构为提高被投资企业的价值和市场认同程度的一系列行为的统称。从总体上讲，投资者在投资后的行为可以分为参与(Hands-on)和不参与(Hands-off)两种。随着现代融资活动的发展，投资后的风险监控越来越重要，以参与方式进行的投资活动也越来越多，从早期简单股权或债权融资中的消极的“用脚投票”发展到从积极干预到资产运作等各个方面的手段。在创业投资中尤其如此。因为在创业投资这种信息严重不对称、投资方利益得不到切实保障的投资活动中，光取得必要的信息是不够的，还需要有相应的控制权和处置权，及随后的实际措施。

增值服务具体包括：参与被投资企业的管理；帮助被投资企业制定发展战略及市场定位；帮助建立市场营销网络并协助开拓市场；充任管理顾问，对被投资企业高级管理队伍进行培训；介绍战略合作伙伴，引进技术、市场和管理经验；提供产品的国内外技术、市场以及合作等方面的信息，对市场及技术发展趋势进行研究与预测；帮助企业明晰产权关系、改善资本结构，为企业提供完整、系统、长期的战略发展规划以及相应的财务顾问和财务分析服务，包括配股、增发股份、发行可转换债券、股份回购、收购兼并、资产重组、股权转让、后续融资、资产管理、跨国兼并和重组、设计创新金融工具以及重大合同的谈判及交易条件的评估等方面。

三、退出机制的安排

退出机制的设计和执行情况关系到整个投资活动的收益实现。投资伊始就应当对日后的变现渠道有清楚的认识和估计，根据当时的实际情况和投资双方的特点设计出退出机制的初步计划，然后再根据双方自身和周边环境的变化对方案作出修正，定出最适合的退出方法，其总体原则为充分发挥自身优势、最大限度地降低风险、实现利益的最大化。归纳起来，退出投资主要有三种方式，包括公开上市，协议转让和股权回购。不同的退出方式对投资方和被投资企业有不同的影响。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库