

股权与创业投资基金概论

讲课人简介：理学学士、法学硕士、经济学博士、管理学博士后；中国社科院研究生院教授。

先后供职原中国律师中心、原中国农村发展信托投资公司基金部，参与过最早设立创投基金—淄博基金管理工作。

曾任国家发改委财金司处长，证监会基金部、私募基金监管部副主任。

现任证监会市场二部正司级副主任，分管私募基金工作。

参与过基金法、合伙企业法起草和修订，是股权和创业投资政策主要起草人，国务院经济专题办创业板报告执笔人。

在《经济研究》、《金融研究》、《财贸经济》、《管理世界》等核心刊物发表论文近百篇。

股权和创业投资基金概论

| | |
|-----------------|--|
| 运作机制与 操作方式比较 | 第1晚 第01-02讲 借助语言分析哲学方法论, 从历史演变和 运作方式的本质差异, 对VC/PE概念正本清源 第2晚 第03讲 VC/PE的市场拓展路径分析 第04讲 VC/PE的组织化演进路径分析 |
| 政策扶持与 法律监管分析 | 第3晚 第05讲 扶持创业投资的必要性和主要政策措施 第06讲 监管私募基金的必要性与我国监管规则 第4晚 第07-08讲 股权和创业投资与多层次资本市场 |
| 基金组织形式 与税收政策 | 第5晚 第9-10讲 基金内部治理和不同组织形式优劣比较 第6晚 第11-12讲 基金税制建设的境外经验和我国策略 |
| 运作方略 | 第7晚 第13讲 基金募集与组织制度创新方略 考试 第14讲 项目筛选与尽职调查方略 (自学) 第15讲 投资安排与项目估值方略 (自学) 第16讲 项目监控与增值服务方略 (自学) 第17讲 投资退出与收益分配方略 (自学) |

参考教材和文献：

1. 刘健钧：《创业投资原理与方略》，
中国经济出版社，2004年第2次印刷。
2. 刘健钧：《创业投资制度创新论》，
经济科学出版社，2004年第1版。
3. 每堂课后助教发的与该堂课相关的本人论文和讲话

课外原著：

1. 库恩：《科学革命的结构》
2. 亚当·斯密：《道德情操论》
3. 马克斯·韦伯：《新教伦理与资本主义精神》

第01-02讲 借助语言分析哲学方法论, 从历史演变和运作方式的本质差异, 对VC/PE概念正本清源

课前小讨论, 引出本次课程的问题

1. 对创业投资、股权投资的四方面误解
2. 语言分析哲学: 破译概念歧义的方法论
3. 作为学术术语之“创业”概念的起源与内涵
4. 创业投资: 与创业相适应的资本经营
5. 创业、创业资本概念体系, 与风险、风险资本概念体系
6. 私人股权投资: 创业投资拓展到并购领域后的新发展
7. 从制度经济学看VC/PE“收获高收益、控制高风险”机制
8. 从比较制度分析看PE/VC运作机制异同
9. 借助语言分析哲学, 对VC/PE概念之争的超越, 以及四种不同语境下的不同理解

课前小讨论

一、如何理解股权投资？

国内将"Private Equity"译为"私募股权投资", 故出现了以下两种理解:

- 1、以私募方式募集资金, 并投资于未上市企业的投资活动。
- 2、对“私募股权”即非公开发行股权的投资活动。

二、如何区分股权投资、创业投资？

附1：欧洲VC、PE投资阶段

（以最具可比性的2000年情况为例）

| 创业阶段 | | 占 比 | |
|------|------|-------|------|
| 广义VC | 重建期 | 41.2% | 狭义PE |
| | 创业后期 | 2.7% | 狭义VC |
| | 扩张期 | 37.1% | |
| | 起步期 | 16.7% | |
| | 种子期 | 2.7% | |

附2：VC、PE投资阶段

（以2015年美国数据为例）

| 创业阶段 | | 占 比 | |
|------|------|-----|------|
| 广义VC | 重建期 | — | 狭义PE |
| | 创业后期 | 27% | 狭义VC |
| | 扩张期 | 37% | |
| | 起步期 | 34% | |
| | 种子期 | 2% | |

1. 对创业投资、股权投资的四方面误解

- 1.1 从英文“Venture Capital”和“Private Equity”字面，望文生义理解其本质内涵；
- 1.2 从望文生义中文翻译“风险投资”和“私募股权投资”，进一步望文生义理解其本质区别；
- 1.3 基于简单认识，脱离特有的运作机制，来理解创业投资、股权投资“获取高收益、控制高风险”的秘密；
- 1.4 以为“股权投资”是个框，什么都往里面装，或是将之混同于产业投资、战略投资。

1.1 从英文VC、PE的字面，望文生义地理解其内涵

1) 由于望文生义，导致对VC的两大误解

2) 由于望文生义，导致对PE的两大误解

1) 由于望文生义，导致对VC的两大误解

将VC翻译成“风险投资”进而将“风险”属性理解成本质

如1998年政协一号提案将“风险投资”界定为：系指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，旨在促进新技术成果尽快商业化，以取得高资本收益的一种投资行为。并将其第一位的特点强调为：“有风险的投資”。

但这如何与一般意义的“风险资本”(risk capital)区别？而后者其实与“安全资本”(security capital)相对应。

将VC翻译成“冒险资本”进而将“冒险”属性理解成本质

认为“venture capital”的“venture”不是一般意义上的“风险”(risk)，而是“冒险”。“风险”没有主动成分，是指人们在从事各项活动中所遇到的不可预测又不可避免的不确定性；“冒险”则有主动的意思，指主动地承担风险的行为。

但这如何与单纯意义的“冒险资本”(adventure capital)区别？后者又称entertainment capital、recreational capital。

2) 由于望文生义，导致对PE的两大误解

国内主流观点：将“股权投资”（全称“私人股权投资”）的英文“Private Equity”望文生义地翻译为“私募股权投资”，然后又望文生义地将中文“私募股权投资”界定为“以私募方式募集资金，投资未上市企业股权的特定投资活动”。

国际证监会组织：“私人股权”顾名思义是指非公开发行的股权；私人股权投资管理企业设立私人股权投资基金，使得多数投资者出资形成的资金池，得以能够购买典型私人公司（即未上市公司）的股权。

1.2 从望文生义中文翻译“风险投资”和“私募股权投资”，进一步望文生义理解其本质区别

1) PE是成熟产品投资，VC是新产品投资

然而，PE并不直接从事产品经营，VC亦不直接从事新产品研发

2) PE是成熟产业投资，VC是高新产业投资

然而，PE和VC均不投资于笼统的产业，更非以产业成熟度区分

3) PE是中后期投资，VC是早期投资

然而，这并不符合事实，且后期和早期都是相对的。

4) PE是对有盈利企业的投资，VC是对尚未盈利企业的投资

然而，某企业虽未盈利但前景已看好，PE就一定不投？

相反，某企业已经盈利但仍有成长性，VC就一定不投？

5) PE投资盈利模式已清晰企业，VC投资盈利模式尚不清晰企业

然而，盈利模式是否清晰，在不同水平的投资经理看来是不一样的。

1.3 基于简单认识，脱离特有的运作机制， 来理解VC、PE“获取高收益、控制高风险”的秘密

某教授：“风险投资”本质是“高风险、高收益、高科技”；其防控风险的奥秘是组合原则。如只投一个项目是赌博，投十个项目才是风险投资。如投了十个项目，往往能成三败七；故坚持长期运作，多半发达。于是，VC的投资理念为：“帮助创新者创业，创中华之业；帮助投资人投机，投高科技之机”。

某教授：“风险投资”的准确含义是“冒险投资”。所以，基本理念应是：“明知山有虎，偏向虎山行”。

更多人：VC和PE获得高收益的奥秘是“所投资股权公开上市后，能够获取流动性溢价”。

1.4 以为“股权投资”是个框，什么都往里面装，或是与产业投资、战略投资相混同

- 1. “股权投资”作为财务投资，与产业投资的区别**
- 2. “股权投资”作为财务投资，与战略投资的异同**

1. “股权投资”作为财务投资，与产业投资的区别

按经营对象和投资目的不同，所有投资可分为两大类别：

1) 产业投资：投资经营产品，获取产业利润。

从经营业态看，属产品经营；从资本属性看，属产业资本。

战略投资：不直接从事产品经营，而是为了配合母公司发展战略而投资于其他企业，本质上是服务于母公司的产品经营，故是特殊形态的产业投资。

2) 财务投资：投资经营资本，获取财务回报。

从经营业态看，属资本经营；从资本属性看，属金融资本。

2. “股权投资”作为财务投资，与战略投资的异同

相同点：均不直接从事产品经营，以区别于直接产业投资。

不同点：由于投资目的不同，故必然带来以下三方面不同：

1) 在风险特点上，战略投资可通过长期股权控制、产业链影响控制风险，道德风险较小；财务投资，为方便退出则不宜控股，加之还无法对被投资企业施加产业链影响，故道德风险较大。

2) 在运作成本上，战略投资通常由企业集团直接操作，成本也相对低；财务投资为有效控制高风险，需构建严密的风险防范体系，因而往往需要委托专业机构运作，运作成本自然较高。

3) 在项目选择上，战略投资主要考虑与母公司形成战略协同效应；财务投资必须选择具有高资本增值空间的项目进行投资。

2. 语言分析哲学：破译概念歧义的方法论

- 1) 望文生义：导致概念歧义的总根源
- 2) 结合语境分析实际意义：避免概念歧义的必由之路
- 3) 意译致胜：语言分析哲学对语言翻译的革命性启示

3. 作为学术术语之“创业”概念的起源与内涵

3.1 “创业”概念的两种不同起源

3.2 “企业制度三层次模型”与“创建企业”

3.3 “创业”与“创新”：亟待澄清的不同概念

3.4 “创业”的基本方式

3.1 作为学术术语之“创业”概念的两个起源

起源于名词 Entrepreneur :

entrepreneur: “创业家”（主体称谓名词）；

entrepreneurship: “创业活动”（活动称谓名词）；

entrepreneurial: “创业性”（形容词）。

起源于动词 venture

venture: 从动词“冒险”“冒险创建企业”到名词“企业”

venturing: 动名词“创业”表达“创业过程”。如:

Journal of Business Venturing

Corporate Venturing

venturer: 主体称谓名词“创业者”。

3.2 “企业制度三层次模型”与“创建企业”

1. 企业制度三层次模型

科斯:企业是一种区别于市场而言的制度

刘某:企业是包容诸多子系统的制度体系:

- 1) 能够满足市场有效需求的产品（服务）研发生产体系;
- 2) 适应产品营销需要的市场营销体系;
- 3) 确保研发生产体系、市场营销模式有效运行的组织体系。

2. 企业与创业的区别

“企业”：相对静态的企业制度体系之和;

“创业”：构建企业制度体系的动态过程。

附1：“一般企业经营活动”与“创业活动”的区别

附2：“职业经理”与“创业家”的区别

附1：“一般企业经营活动”与“创业活动”的区别

一般企业经营活动：在已有企业组织体系框架内进行的各类企业经营活动。仅围绕利润最大化而经营着企业，通常无须涉及到企业组织制度体系建设和创新。

创业活动：必须创建出新的企业组织制度体系。尽管创业活动并不排斥利润目的，但创业家们更深刻地知道：只有创建起具有持续竞争力的企业组织制度，才可能获得最久远的利润。正是由于自觉意识到企业组织制度的重要性，以至于在某种程度上“创建企业”本身成了创业活动的目的。

附2：职业经理与创业家的区别

职业经理：在已有企业组织框架内，以某种特定的市场营销模式组织生产经营与市场销售，从而为企业谋求利润最大化的阶层。

创业家：必须亲自构建企业的组织制度体系。或白手起家创建新企业，或将一个不适应市场需要的企业重新创建成为适应市场需要的新企业。

柳传志：创业家

阳元庆：？

3.3 创业与创新：亟待澄清的不同概念

熊彼特：所谓“创新”，是指“企业家对生产要素的新组合，即建立新的生产函数”：

- 1) 引入一种新产品或提供一种产品的新数量；
- 2) 采用一种新的生产方法；
- 3) 开辟一个新的市场；
- 4) 获得一种原料或半成品的新的供给来源；
- 5) 采用一种新的企业组织形式。

可见：

创新：通过生产要素的新组合，建立新生产函数；

创业：通过生产要素中的新企业组织形式，建立新生产函数。

3.4 创业的基本方式

1. 按创业主体的性质不同分为：

个人独立创业 (individual venturing)

公司附属创业 (corporate venturing)

2. 按创业的起点不同分为：

创建新企业 (creating new venture)

公司再创业 (re-venturing)

3. 按制度创新层次不同分为：

基于产品创新而创建企业：如娱乐型冰箱

基于市场营销模式创新而创建企业：如联邦快递

基于企业组织管理体系创新而创建企业：如索恩

4. 创业投资资本：与创业相适应的资本经营

4.1 创业投资资本的起源与演变

4.2 对“创业投资资本”概念的总结与提炼

4.1 创业投资资本的起源与演变

- 4.1.1 15世纪创业投资资本的最早起源
- 4.1.2 19世纪创业投资资本在美国的发展
- 4.1.3 1946年创业投资资本在美国的基金化
- 4.1.4 1950年代创业投资基金在美国的快速起步
- 4.1.5 1973年创业投资基金在美国发展成为专门行业

4.2 对“创业投资资本”概念的总结与提炼

从静态的资本形态看，“创业投资资本”是一种与创业相联系的资本经营。

从动态的投资活动看，“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，以期在所投资企业相对成熟后，通过股权转让实现资本增值收益的财务投资方式。

典型特征：

- 1) 以股权方式投资，以适应创业需要；
- 2) 通过提供管理服务参与创业过程；
- 3) 以创业企业的“资本”作为经营对象。

5. 创业、创业资本概念体系, 与风险、风险资本概念体系

创业企业: venture business

风险企业: risk business

风险性企业: risky business

创业管理: venture management

风险管理: risk management

创业经济学: venture economics

风险经济学: risk economics

创业金融: venture finance

风险金融: risk finance

创投资本: venture capital

风险资本: risk capital

冒险资本: adventure capital

创业基金: venture fund

风险基金: risk fund

6. 股权投资：创业投资拓展到并购领域后的新发展

在上世纪40—70年代，创投基金主要投成长性企业，即狭义创投基金。1973年，发展到足够规模，而成为独立行业。其标志是美国创投协会成立。

到80年代，创投基金的投资领域拓展到并购领域，开始支持企业重建（台湾称“再创业”）。在这种背景下，创投概念外延从狭义拓展到广义。

在创投概念从狭义拓展到广义之初，并购基金仍然是被纳入创投基金口径进行统计。事实上，当时所有的并购基金管理机构都是美国创投协会的会员。

后来，受以下两因素影响，并购投资基金取名为“私人股权投资基金”并从广义创投中分出来：

1、针对创投基金将大量资金从事大型企业并购投资的新状况，1992年，哈佛大学两位知名教授出版《处于十字路口的创投》著作。此后，关于创投基金“挂羊头卖狗肉”的批评日益激烈起来。在这种情况下，一些专门从事大型企业并购投资的创投基金只好直接将自己称为“并购投资基金”。

2、称为“并购基金”以后，又有两名知名记者出版了《门口的野蛮人》，对之作更加激烈的批评。此后，业界主要为避免“并购投资基金”被联想成为“门口的野蛮人”，而以其交易对象为非公开交易的“私人股权”，将之称为“私人股权投资基金”）。接下页

到2007年，在并购投资基金发展到相当规模后，为更好体现行业特点、反映行业诉求，并购投资基金管理机构会员纷纷从美国创投协会独立出来，另行成立了美国股权投资协会。标志着股权投资基金终于从创投基金行业中分化出来，成为一个独立的新行业。

再后来，并购投资基金管理机构也不断拓展其业务，从专营并购投资基金，到兼营创投基金。于是，股权投资概念也从狭义拓展到广义。

尽管后来还衍生出基础设施基金、不动产基金、上市公司定向增发股权基金。但这些均非主流。

7. 从制度经济学看VC/PE"收获高收益, 控制高风险"机制

1) 收获高收益机制（三大法宝）

- 一是独具慧眼发现企业的潜在价值；
- 二是通过管理服务为所投资企业创造价值；
- 三是适时退出实现价值。

2) 控制高风险机制（五道防线）

- 一是通过周密的尽职调查将不可控的风险排除掉；
- 二是通过严密的股权安排事先防范风险；
- 三是通过分阶段投资控制风险；
- 四是通过适当的组合投资分散风险；
- 五是通过全方位、全过程风险监控，控制住风险。

8. 从比较制度分析，看PE和VC运作机制异同

相同点：

从运作机制看，都需如前所述，借助三大法宝，方可收获高收益；构筑五道防线，方可防范高风险。

不同点：

1、投入方式：狭义VC：对创业各阶段的企业，进行参股性、增量性权益资本投入；狭义PE：对往往是陷入困境中的企业，进行通常是控股性、存量性权益资本收购。

2、操作方式：1) 经典VC选企业，需全面考察产品、营销模式与组织管理体系；经典PE主要考察管理增值空间。2) 经典VC需多方面提供增值服务；经典PE主要在组织管理体系和财务上提供增值服务。3) 经典VC多通过上市和转让退出；经典PE多通过二级财务并购和借助战略并购实现退出。

3、杠杆运用：VC不涉及杠杆；PE多涉及杠杆

9. 借助语言分析哲学，对VC/PE概念之争的超越，以及四种不同语境下的不同理解

1) 习惯性理解：不同机构可因习惯不同而不同

有些创投机构：仍倾向将发展了的VC(即并购投资)归为VC；

投行背景机构：则倾向将并购投资与VC区别开来，

有些机构：甚至还要将成长基金与VC区别开来

2) 学术概念：需讲究周延性

广义VC = 广义PE = 狭义VC + 狭义PE(并购基金)

至于基础设施基金、不动产基金、PIPE基金并非主流，且均是从VC基金中分化而来；夹层基金，更非同一维度上的概念。

3) 法律概念：关键看是否涉及杠杆进而导致风险外溢

4) 政策鼓励标准：视优惠环节，而在相应环节提出鼓励标准