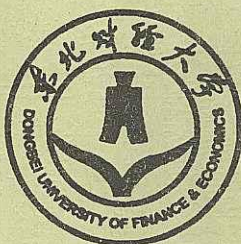


东北财经大学

博士学位论文



风险投资制度创新论
——我国风险投资市场体系的构建

论文题目: _____

学科、专业: _____ 金融学 _____

博士生: _____ 孙惠新 _____

指导教师: _____ 张贵乐 教授 _____

答辩日期: _____ 2003 年 6 月 日 _____

敬呈：

内 容 提 要

制约我国风险投资业发展的瓶颈，是风险投资市场体系不健全，表现为体制上的缺陷、制度落后、法律法规政策缺位等，如政府角色定位不当；风险投资行业没有相关的法律；没有明确的政策支持；缺乏有效的风险投资退出机制等。论文通过对风险投资的特点和运作原理的分析、对风险投资支持体系的国际比较，提出了建立健全风险投资市场体系，关键在于风险投资的制度创新。在此基础上，论文就如何构建我国风险投资市场体系进行了有益探讨并表述了一些具体观点，对发展我国风险投资业有一定的参考价值。

关键词： 风险投资 风险投资制度 制度创新 风险投资市场体系

ABSTRACT

ABSTRACT

The main factor of blocking the development of venture capital in China is short of the market system of VC, which gives expression to the weakness of structure, the shortcoming of system and the lack of laws and regulations policies, etc., including inappropriately locating the role of government, no relative laws and supporting policies for the industry of venture capital and lack of the effective exit mechanism. With the study for the features and operating theories of venture capital and the comparison of the supporting system of venture capital market in the world, the paper holds a standpoint that the key to set up the market system depends on the innovation of venture capital. Furtherly, the paper raises some views and suggestions how to build the market system of VC in China, which may be beneficial to the development of Chinese venture capital.

Key Words: Venture Capital the Market System of Venture Capital
System Innovation of Venture Capital

目 录

绪 论	1
第一章 风险投资概述	1
1.1 如何定义风险投资	1
1.2 风险投资的特点	7
1.3 风险投资的作用	9
1.4 风险投资的六要素	15
1.5 风险资本的四种形式	19
1.6 风险投资机构分类	21
1.7 风险投资与新经济	24
第二章 风险投资如何运作?	27
2.1 风险资本的三位一体	27
2.2 风险投资的内在机制	28
2.3 风险投资运作程序	31
2.4 项目尽职调查	35
2.5 项目企业的价值评估	43
2.6 VC 选美标准	58
2.7 创业者如何更好地利用风险投资	59
第三章 风险投资支持体系的国际比较	62
3.1 美国的风险投资业	62
3.2 日本的风险投资	70
3.3 韩国的风险投资	76
3.4 台湾的风险投资	79
3.5 英国的风险投资	82
3.6 以色列的风险投资	83
3.7 风险投资支持体系的借鉴	84

第四章 制度创新：我国风险投资市场体系的构建	90
4.1 风险投资制度的形成及其创新意义	90
4.2 风险投资有效运行的制度环境	95
4.3 我国风险投资发展面临的问题	101
4.4 我国风险投资市场体系的构建	107
第五章 制度创新研究之一：风险投资主体的确立	129
5.1 风险资本的来源	129
5.2 政府不宜作风险投资的主体	133
5.3 风险投资主体的构成	135
5.4 风险投资公司与投资基金	142
5.5 天使投资	155
5.6 企业孵化器	165
第六章 制度创新研究之二：政府角色的定位	171
6.1 风险投资离不开政府的作用	171
6.2 风险资本市场上，政府功能的错位	174
6.3 政府角色如何定位	175
6.4 可借鉴的政府资本投入方式	181
6.5 政府资金如何支持中小企业技术创新	184
6.6 政府角色的一次尝试：中关村设立跟投基金	186
6.7 政府国有风险投资机构必须甘当“守门员”	188
第七章 制度创新研究之三：风险资本的退出路径	190
7.1 风险资本的特征	190
7.2 风险资本实现有效退出的重要意义	192
7.3 风险资本退出路径研究	195
7.4 风险资本退出案例	208
参考文献	222
后 记	226

Contents

Preface	1
I. Background for Topic Selection	1
II. Research Reflection	2
III. Thesis Structure	3
IV. Research Achievements	3
V. Issues to be Studied	5
Chapter 1 Introduction on Venture Capital	1
1.1 Definition of Venture Capital	1
1.2 Characteristics of Venture Capital.....	7
1.3 Functions of Venture Capital.....	9
1.4 Elements of Venture Capital.....	15
1.5 Categories of Venture Capital	19
1.6 Classification of Venture Capital	21
1.7 Venture Capital and New Economy	24
Chapter 2 How Venture Capital Works	27
2.1 The Integration of Three Essential Factors of VC	27
2.2 Internal Mechanism of Venture Capital	28
2.3 Operational Procedures of Venture Capital	31
2.4 Due Diligence.....	35
2.5 Evaluation of Target Investing Project.....	43
2.6 Standards for Target Client Selection.....	58

2.7 Full Use of Venture Capital.....	59
--------------------------------------	----

Chapter 3 Global Comparison of Assisting System for Venture Capital	62
--	-----------

3.1 Venture Capital in U.S.A.....	62
3.2 Venture Capital in Japan.....	70
3.3 Venture Capital in South Korea.....	76
3.4 Venture Capital in Taiwan, China	79
3.5 Venture Capital in Britain.....	82
3.6 Venture Capital in Israel.....	83
3.7 The Assisting System for China's Reference	84

Chapter 4 Innovation on System:Building the Market System of Venture Capital in China	90
--	-----------

4.1 Formation of Venture Capital System and its Significance	90
4.2 Systematic Environment Securing Effective Operation of Venture Capital	95
4.3 Impending Problems in Development of Venture Capital in China	101
4.4 Building the Market System of Venture Capital in China.....	107

Chapter 5 Research on System Innovation of Venture Capital I :Establishment of Body Investor of Venture Capital.....	129
---	------------

5.1 Sources of Venture Capital.....	129
5.2 Government's Inadvidable to Be Body Investor of Venture Capital.....	133
5.3 Structure of Body Investors of Venture Capital	135
5.4 Venture Capital Firms and Management Funds.....	142
5.5 Angel Investment	155

5.6 Incubator for Enterprises	165
-------------------------------------	-----

Chapter 6 Research on System Innovation of Venture Capital II:

Location of Government Role in Venture Capital Market

6.1 Necessity of Government's Role in Venture Capital Market	171
6.2 Improper Location of Government's Function	174
6.3 How to Locate the Government's Role in Venture Capital	175
6.4 Referable Approachs for Governmental Capital Investing	181
6.5 How Government Financing Tech-Innovation of Growing Companies	184
6.6 Establishment of the Government Guiding Funds in Zhongguancun Zone	186
6.7 Goal-Keeper Role Played by State-owned Venture Capital Organizations	188

Chapter 7 Research on System Innovation of Venture Capital III:

Exits for Venture Capital

7.1 Features of Venture Capital	190
7.2 Significances of Efficiently Exiting of Venture Capital	192
7.3 Research on Exiting Channels for Venture Capital	195
7.4 Cases of Venture Capital Exiting	208

Bibliography

Postscript

绪 论

一、选题背景

Venture Capital(风险投资),是个引进概念,可直译为冒险创新资本,是指由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种股权资本。风险投资所指的不仅仅是投入的静态资本,它更是一个融投资的活动和过程,含有管理的内容。因此,风险投资实质上是冒险创新资本的营运过程,风险投资为融资企业同时注入新的资本和创新治理机制。

1946年,美国研究发展公司(ARD)开创了现代风险投资业的先河,但是,当时发展比较缓慢,真正兴起是在二十世纪七十年代,九十年代末期得到了蓬勃发展。风险投资被誉为新经济时代的“发动机”。

风险投资自1985年起引入中国,十多年的发展几乎是原地踏步,标志是以政府为主组建的中国第一家风险投资公司——“中创公司”被迫关闭。最近几年,伴随国际大环境、尤其是美国NASDAQ的高涨,我国风险投资的发展也有一个小小的高潮,在1999-2000年的两年间,以北京、上海、深圳等地方为主组建了近200家风险投资公司,资本额不到300亿元人民币。然而,由于缺乏有力的支持体系,加上不成熟的外部环境和制度上的缺陷,自2001年开始,才刚刚有一点热潮的风险投资业似已陷入举步维艰的困境。

笔者也正是在2000年初步入风险投资公司(清华紫光科技创新投资有限公司),并担任高层管理人员。在近三年的业务实践中,笔者也深切地体会到,我国落后的制度环境,已经严重制约了风险投资业的发展。要摆脱目前的困境,为我国风险投资业规划一个明晰的发展前景,必须以市场机制为导向,进行一系列的制度创新,由此构建一个高效的风险投资市场体系。

这就是本文的选题背景。本文主题:风险投资制度创新论;副题:我国风险投资市场体系的构建。

二、研究思路

1. 风险投资是一个年轻的新兴行业,它是我国资本市场的组成部分。风险

资本从投入到退出、再进入、退出的循环运动，形成风险投资市场体系，或者说，风险投资活动必须依赖于一个有效的风险投资市场体系才能顺畅完成。

2. 根据风险投资的特点，风险投资市场体系主要有以下几个方面组成：风险投资的主体、政府部门、风险资本退出机制、投资主体的组织形式、政策支持系统、法律环境及与之密切相关的创业文化和风险投资家队伍。比较国际上发达国家风险投资发展的成功经验，对上述风险投资市场体系起主要决定性作用的是一个国家的风险投资制度安排。

3. 制约我国风险投资业发展的瓶颈，正是由于风险投资市场体系不健全，表现为体制上的缺陷、制度落后、法律法规政策缺位等，如政府角色定位不当；风险投资行业没有相关的法律；没有明确的政策支持；风险资本投入后没有有效的退出路径（缺乏有效的风险投资退出机制）等。因此，为使我国风险投资健康发展，必须建立一个有效的风险投资市场体系，而要构建一个这样的市场体系，首先必须进行风险投资制度创新，做出一系列的制度上的安排。

4. 以上三点就是本论文的理论依据。根据以上理论框架，本文的写作思路分为三个方面：第一，是关于风险投资的理论，包括风险投资的特点、作用和风险投资的运作原理等。第二，对国际上有代表性的国家和地区，其风险投资发展中的市场支持体系进行纵向和横向比较，从中获得借鉴。第三，（本文的核心内容）如何构建我国风险投资市场体系，提出了重在制度创新的理论。第三部分分析了风险投资制度的形成及其内涵和阻碍我国风险投资发展的诸因素，并在此基础上重点研究了建立风险投资市场体系的几个重要方面。在后面的三个章节中就我国风险投资市场体系中的三个重要组成部分：风险投资主体、政府角色定位和风险资本退出路径，进行了专题论述。在第三部分，笔者表述了一些自己的观点。

三、论文结构

第一部分，绪论。关于本论文的选题背景、论文结构安排，主要的研究成果和有待进一步研究的问题。

第二部分，风险投资理论。包括第一、二章，第一章是关于风险投资的概念、特点、作用等，第二章是关于风险投资的运作原理，主要阐述风险投资运作程序、项目尽职调查方法、企业评价标准等。

第三部分，国外风险投资市场体系的比较。包括第三章，主要分析了美国、

日本、韩国、台湾等国家和地区风险投资支持体系方面的经验和教训以及借鉴之处。

第四部分，如何构建我国风险投资市场体系。包括第四、五、六、七章，这部分是论文的核心内容，其中，第四章从总体上构划建立风险投资市场体系的内容，提出了一些具体观点，第五、六、七章对市场体系的重要组成部分——风险投资主体、政府角色和风险资本退出三个问题作了进一步的专题论述。

四、研究成果

如上所述，本文提出的一个总的观点是：建立我国风险投资市场体系，关键是要进行风险投资制度创新，作出一系列的制度安排。在本文第四、五、六、七章中，笔者主要表述了如下几个观点：

1. 风险投资是对传统投资方式的创新，风险投资所支持的新经济也是对传统经济运作方式的创新，因此，发展风险投资必须进行制度上的创新。风险投资的运作需要一种制度性、系统性的支持，风险投资的发展，离不开一个有力的支持体系，这个支持体系就是我们作为研究目标的风险投资市场体系。

2. 在一个公司的发展过程中，企业文化建设具有战略意义。同样，发展风险投资，建立风险投资市场体系，首选必须培养一个民族的创业文化和风险意识。风险投资事业的成败，很大程度上取决于国家的创新资源、创新环境和创新能力。

创业文化和风险意识的核心是鼓励创新、容许失败、宽容背叛、专家至上以及敢于冒险。可以说，这种文化是新企业源源不断地诞生、高技术企业迅速繁衍的重要前提条件，是一种社会认同的理念和氛围。

3. 风险投资体系中的核心组成部分即是风险投资的主体。这里所谓的投资主体，是指筹集资本并直接进行投资决策的人或机构。风险投资主体的构成及其营运方式，直接决定了风险投资体系的效率。政府不宜作风险投资的主体，政府在风险投资中若扮演主体角色，就如同既当裁判员，又当运动员，必然引致道德风险的产生和短期行为的盛行，带来较高的监督成本，尤其政府收集市场信息、辨别投资时机的能力要弱于市场，结果往往导致“市场失灵”现象的产生。民间资本是风险投资的主体。必须充分调动民间风险资本的积极性，发挥市场竞争机制的作用。

4. 在风险投资体系建设中，政府是非常重要的一个环节，一个完整的风险

资本市场的形成，离不开政府的参与，而且，还要充分发挥政府在发展风险投资中的作用。但是，政府不能作为主角直接参与。政府的角色定位是：政府搭台、机构唱戏，政府不应是主角，而只能是裁判员，是游戏规则的制定者，通过规则的制定促进风险投资业的健康发展。

5. 风险投资退出机制不健全。这个市场体系是残缺不全的，我国风险投资市场体系中存在的最严重缺陷、也是风险投资者面临的最大的心理障碍是没有有效和顺畅的退出路径。IPO 首次公开上市是风险资本退出的首选渠道，发展我国自己的二板市场对于促使风险投资的有效退出将起到举足轻重的作用。我国的二板市场可以是一个独立的交易市场，也可以是包含于主板市场内的一个相对独立的科技板块或创业板块市场

6. 实行有限合伙制度，将是我国风险资本市场的重大制度创新。有限合伙制不仅能够吸引高素质的风险投资管理人，而且对投资人也有较好的保护。这一创新制度必将为我国风险投资市场体系的建设提供组织制度上的保障。

五、有待进一步研究的几个问题

如何建立风险投资市场体系涉及的内容很多，因论文篇幅和水平所限，笔者认为，还有以下几个重要问题有待进一步研究：

1. 关于风险投资的退出机制中，除了 IPO 上市途径外，如何建立更利于风险投资退出的三板市场（OTC 柜台交易市场），或者进一步完善北京、上海、深圳等地的产权交易市场，关键是要改变有行无市的局面，如是否可考虑项目股权拆分成标准股份上市交易？

2. 政府不宜充当风险投资的主角，但是，风险投资发展中，政府的作用又至关重要。因此，在高新技术风险投资中，如何更有效地发挥政府及其策略性基金的作用，是一个急需研究的问题，如科技部中小企业创新基金是否起到它应有的作用？如何完善？再如为鼓励民间资本参与风险投资，国家是否可以考虑设立“政府引导基金（或跟投基金）”？还可以考虑设立“政府补偿基金”，用于弥补风险投资参与新型科技项目（种子期）失败的部分损失。风险投资失败项目退出时的损失，也可采用所得税抵扣办法予以弥补。

3. 如何建立更为有效的风险投资信用担保机制？风险投资主要的对象是中小企业、新创企业，风险投资所支持的风险企业，一般都需要进一步的银行融资，但是，这类企业往往无法满足银行的融资要求。所以，政府应加大力度，

建立有效的信用担保机制。

4. 风险投资的公司制组织形式，弊端多多，需深入研究风险投资有限合伙制在中国的应用。

5. 中国现行的风险投资几乎是无法可依，应加快研究出台风险投资基金法。

6. 国家应尽快出台对于风险投资行业的鼓励优惠政策，重点是所得税优惠。

PREFACE

I. Background for Topic Selection

Generally speaking, taken as a foreign concept, venture capital (VC) can be directly translated into a term called “venture innovational capital”, which is referred to as an equity capital, by the professional financiers, channeled into the newly-established, rapidly-developing enterprises with powerful potentials in competence. On one hand people regard such a concept not only as motionless capital, but also that of an operation and process in financing activities; on the other it involves management. Therefore the substance of VC is the operational process of venture innovation capital. Simultaneously new capital and innovational management mechanism are brought into enterprises engaged in financing.

American Research Development Corporation (ARD) is the forerunner in venture capital in 1946. However its development was slow. 1970s witnessed its real growth and it flourishes at the end of 1990s. Now, venture capital is considered “the engine” for the new era of economy.

In 1985, venture capital was introduced into China, which had made no progress for more than 10 years. It was symbolized by the bankruptcy of “China New-tech Venture Capital Corporation”, the first China’s venture capital company established mainly by government. Recent years, with the international environment improved, especially with the encouragement from U.S NASDAQ stock market, China’s VC has made a little progress. During the 2 years between 1990 and 2000, 200 venture capital firms were set up in Beijing, Shanghai and Shenzhen, their capital totaled less than 30 billion yuan (RMB). However, due to the absence of effective assisting system, the immature external environment and due to the systematic flaws, venture capital industry in China, which has just advanced by a little step, seems in a dilemma.

The writer of this paper started to be engaged in the work of VC, at the

beginning of 2000, as a senior management in Qinghua Unisplendour Hi-tech Venture Capital Co., Ltd. From my almost 3 years' experience, I have profoundly realized that China's backward system severely hinders VC development. For the purpose of eradicating present awkwardness and of drawing up a clear future blueprint, an efficient VC market system must be established with a series of systematic innovations guided by market mechanism, which serve as the paper; background for topic selection. The thesis topic: Innovation on Venture Capital System; the subtopic, the Construction of China's Venture Capital Market System.

II. Research Reflection

Taken as an element of China's capital market, VC is a newly established business. The market system of venture capital is formed through VC's entrance and exit, and re-entrance and re- exit. Simply put, the activities of VC are contingent on an efficient market system of venture capital.

According to its characteristics, the market system of VC consists of following elements: body investor of VC, relevant government sectors, VC's exiting mechanism, the organizational structure of the body investors of VC, supporting system of government policies, legislation environment, VC innovational culture and the structure of VC investors. Compared with the successful experiences in the development of venture capital in industrial countries, one nation's systematic arrangement of venture capital plays a decisive role in the above-mentioned VC market system.

It is the incomplete of VC market system that hinders China's V.C development, which is expressed as the imperfection of system of organizations, backwardness of regulations and absence of laws, regulation and policies; such as improper location of government role, the absence of related laws to govern VC business, no definite support of policies from authorities and the absence of effective exiting channels for venture capital. Therefore for the purpose of smooth develop of China's V.C, and effective V.C market must be set up. The realization of such a market depends on the regulational innovation of V.C, and on a series of planning of V.C regulation.

The three points mentioned above serve as the theoretic foundation of this

paper. Based on these thinking, the thesis consists of three parts: part one, relating to the VC theory, including its characteristics, functions and principals of operation; part two, concerning the vertical and horizontal comparisons of VC's market assisting system in other typical nations and regions in the world; part 3 (the core part), dealing with the construction of China's VC market system with emphasis on the systematic innovation. The formation and contents of VC regulation, and the various elements of hindrance of VC growth in China are analyzed in part 3, with stress upon VC's establishment. In the following three chapters the writer delineates the three key parts in China's VC system: body investor of VC, the location of government role and VC exiting channels. The writer's personal views are involved in the third part.

III. Thesis Structure

Part 1: Preface. The background for topic selection, thesis structure, research achievements and problems to be discussed are involved in this part.

Part 2: Venture Capital Theory. It consists of chapter 1 and 2. The concept, characteristics and functions of V.C are dealt with in chapter 1. The operational principals, processes, methods of due diligence and standards of enterprise evaluation are delivered in chapter 2.

Part 3: VC comparison among external market systems. The experiences for our reference concerning VC assisting system in the United States, Japan, South Korea and Taiwan of China are described in chapter 3.

Part 4: How to set up China's VC market system. Chapter 4, 5, 6 and 7 deal with this topic, which is the core of this thesis. In chapter 4, concerning the overall structure of VC market system, the writer introduces his own detailed views. Body investor of VC, government role and VC exits are delivered in chapter 5, 6 and 7.

IV. Research Achievements

As stated above, the key viewpoint in this paper is the systematic innovation on governing V.C in the establishing China's VC market system, and measures to secure series of VC systematic arrangements. In chapter 4, 5, 6 and 7, the writer

delineates the following prospectives.

1. The operation of VC needs certain regulational and systematic assistance. VC's growth also needs assistance derived from a powerful backing system, which is the writer's research target—VC market system.

2. During an enterprise's development, the cultivation of a company's culture plays a strategic role. That is true for the development and establishment of VC market system. A national enterprise culture and sense of risks should be constructed. The success of VC industry depends chiefly upon a country's resources of environment and capability of innovation. The tenet of enterprise culture and sense of risks is encouragement of innovation, tolerance of failure and betrayal, expert monopoly and ventures. It may be said without fear of exaggeration that it is such a culture that serves as a pre-condition in stimulating the continual brooding of new enterprises and in high-tech enterprises flourishing. This is a socially accepted ideology.

3. The core part in venture capital system is the body investor of VC, which refers to the personnel or organizations that are engaged in financing and in VC decision-making. The structure of body investor and its approaches in operation decide the efficiency of the market system of venture capital. It is inappropriate for government to be the body investor. If government plays the body role; it surely brings about certain moral risk, overwhelming of near-sightedness and high cost of inspection since the government plays roles of both player and referee. Especially when government collects market information and identifies opportunities for investment, it functions less efficiency than the dynamic market itself, which may result in "market failure in operation". Private capital is the main stream of VC investment. Therefore authorities should encourage and stimulate private capital to function well and give full play to the market mechanism in competence.

4. In the construction of VC market system, government plays an important role. The formation of a complete VC market surely requires the participation of government. And also a full play should be given to government's role in VC development. Nevertheless government can not directly participate in VC activities,

and its role should be as follows: VC organizations operate while service work should be delivered to government which functions only as referee, and as a rule-maker for a game. With the drafting of rules and regulations, VC business can develop smoothly.

5. VC exiting mechanism appears imperfect, the absence of effective and smooth VC exiting channels appear to be the most serious flaws in China's VC market system, and also to be the psychological hindrance for VC investors. IPO serves as the firstly-chosen channel for VC exit. The development of China's OTC market will play a significant role. Chinese OTC can be either an independent stock exchange or a scientific-shares sector or entrepreneur's-shares sector which is included in the main stock exchange.

6. Limited partnership system should be carried out, which represents a significant systematic innovation in China's VC market. This new system not only attracts quality VC top-level executives, but also protects VC investors. These newly born system can be a shield for VC organizations in China's construction of VC market system.

V. Issues to be further studied:

How to establish the market system of VC in China involves variety of factors. Limited by writing space and writer's knowledge, there remains the following important problems to be further studied.

1. With regard to V.C exiting mechanism, besides IPO listing, how to establish OTC market for VC exit. Optionally Beijing, Shanghai and Shenzhen's equities trading markets should be improved. At present there exist much potential equity transfers, but there is no market for exchange. This abnormal phenomenon must be eradicated. Can equities be split into certain standardized shares for listing?

2. How to set up a credit guarantee mechanism for VC investment? The target clients of VC are usually small and medium-sized companies and newly established companies. Both VC investors and their target clients must deal with banks in financing, while as most of who can not meet with bank's requirements. Therefore an efficient credit guarantee mechanism should be set up with powerful assistance

from government.

3. There appear certain flaws in VC investment companies. The realization of China's limited partnership system should be studied profoundly.

4. At present there seems no law to govern VC investment business. Therefore, laws and regulations concerning VC funds should be made as soon as possible.

5. Government should soon draw up certain preferential policies and treatment for VC industry, with emphasis upon the deduction of income tax.

第一章 风险投资概述

1.1 如何定义风险投资

一、风险（Venture or Risk）

“风险”一词用来描述“其损益结局具有不确定性的冒险活动”。在英语中常见的用语是 Venture 或 Risk。但 Risk 常指一般的“危险”，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。这种不确定性就是风险。投资者并不喜欢这种不确定性，但却不得不面对它，接受它客观存在这一事实。Risk 与损失紧密相联，未必有什么利益可言。而 Venture 有更深的一层含义，不仅指人们从事其他活动时伴随的不可避免的风险，还指一种主动地承担风险的行为，似有“明知山有虎，偏向虎山行”的意思。

Venture 原意上有冒险创新的意思，美国西部拓荒时的那种拓荒行为就叫做 Venture。现在我们还常说，中外合资企业为 Joint-venture，所以 Venture 不一定指的是危险，它指在未来不确定的因素很多，冒可能的风险去追逐一件事情叫 Venture。美国开发西部的时候，谁也不知道西部是什么样子，有很多人都不愿去。当时还要经过印第安人区，这是很危险的。可是有些人说，我要去，等经过印第安人区，旗子一插，这块地就是我的，你看这不是很好吗？所以你看 venture 的结果很精彩，但是过程很危险。

Venture 常用来描述“商业冒险”或投机活动，包含不确定的损益结局，风险活动若成功则会获得高利益，若失败则会遭受大损失，可是，预先难于断定它会成功还是会失败。人们对风险的估计，通常包括：（1）风险发生的机率即风险活动失败的概率；（2）失败后所造成的损失；（3）成功后会获得的利益；（4）失败或成功的环境与条件。

由风险一词，引出了“风险投资”、“风险决策”、“风险技术”、“风险企业”、“风险资本”、“风险资本市场”及“风险投资支持体系”或“风险投资制度”等许多相关的概念。

二、风险投资 (Venture Capital)

风险投资 (Venture Capital) 既不是一般意义上的冒险 risk, 而是 venture; 也不是一般意义上的投资 investment, 而是 capital。风险投资属于融资范畴, 但不是借贷资金, 而是一种权益资本。它是一个融投资的过程, 含有经营管理的内容。因此, 严格地讲, Venture Capital 应可直译成“冒险创新资本营运”。然而, 一个概念的名称不过是其特定内涵的一种标志。既然风险投资这一名称已为人们普遍采用来特指 Venture Capital 这样一个内涵, 我们便无妨沿用这一名称。

风险投资既是投资也是融资。融资决策往往比投资决策更困难。从实践中看, 风险投资的融资方和投资方都是卖方市场。而这两个卖方市场对风险投资家却有着截然不同的意义。在融资卖方市场中, 风险投资家处于被动地位。在投资卖方市场中, 风险投资家却处于主动地位。风险投资的这种市场模式说明了一个问题: 资金的短缺仍然是风险投资业的普遍现象, 是其进一步发展的障碍。从这个意义上看, 融资的确是风险投资业的第一, 也是最困难的环节。因此, 风险投资是以融资为首的投资和融资的有机结合。融资中有投资, 投资中又有融资。没有一定的投资目标或投资方向很难融得资金。很多时候, 投资方向的选定是能否融到资金的关键。同样, 投资又有融资。投资的过程往往伴随着第二轮或第三轮的融资。融资和投资构成了不可分割的有机整体。

关于风险投资的定义, 国际学术界对此也没有标准的界定。但一般认为, 传统的风险投资时代始于 1946 年, 当时乔治·多瑞特 (George Doriot) 与他的伙伴组织成立了美国研究与发展公司 (American Research & Developpe, 简称 ARD)。在风险投资界传为佳话的美国数据设备公司 (Digital Equipment Corporation, 简称 DEC) 的巨大成功, 就是得益于 ARD 的帮助。

DEC 公司最初由 4 名麻省理工学院的大学生策划设立。与其它新兴的高科技企业一样, 数据设备公司面对的第一大难题就是资金的短缺。高度的不确定性和风险性使传统的融资机构望而却步, 此时, ARD, 美国第一家风险投资公司, 相中了 DEC 的发展潜力, 向 DEC 及时注入了启动资金。14 年后, 原先投入不到 7 万美元的资本金增值 5000 多倍, 其股票市场价值高达 3.55 亿美元。ARD 获得了丰厚的回报, DEC 也成为年销售额 130 亿美元, 利润 1.41 亿美元,

拥有 5.5 万名员工的大企业。出于强强联合的需要，康柏公司（Compaq）以 96 亿美元收购了 DEC。

因此，学术界认为 ARD 创始人乔治·多瑞特是战后传统风险投资界最有影响的人物，他界定的风险投资概念得到广泛的使用。他不但用其基本的原则指导 ARD 公司的业务，而且还通过他在哈佛商学院教的课程，引导一大批从现在来看很成功的风险投资家去经商。他向世界各国介绍 ARD 投资于数据设备公司给投资者带来数十亿元回报的经典案例，以展示传统风险投资策略的魅力。

由 ARD 乔治·多瑞特界定的风险投资要素包括以下几点：（1）新技术、新市场概念和新产品应用的可能性；（2）显著的但不是必须的控制，特别是投资者对公司管理的控制；（3）投资于有着杰出能力的多种人才组成的创业企业（即风险投资是以赛马的职业骑师、而不是以马作为打赌的对象）；（4）产品和工艺已度过早期的试验阶段，并获得专利、版权、商业秘密协议的充分保护；（5）投资于有希望在近几年内能够首次公开上市（initial public offering，简称 IPO）或整个公司出售；（6）有机会能使风险投资家创造超过投入资本的价值。

根据全美风险投资协会的定义，风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业（特别是中小型企业）中的一种股权资本。相比之下，经济合作和发展组织（OECD）对风险投资的定义则更为宽泛，即凡是以高科技与知识为基础，对生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资，都可视为风险投资。在以上论述中，笔者以为全美风险投资协会的定义比较简单明了，与国内及港台地区经常使用的创业投资的内涵也比较吻合。

在给风险投资定义后，还有一个观念上的认识需要讨论一下，Venture Capital 支持的是创新，而这里的创新不仅仅是指的在生产技术上的创新，还应该包含商业模式上的创新。实际上，对于一个企业，在它的商业模式上，在它的营销、成本控制、管理、内部的激励、体制的建立等方面，有与众不同的出色的思想，那么这也会使企业具有超越他人的竞争力，在市场上具有很大的成功的可能性。比如说特许连锁经营，这里面就是商业模式上的创新。

综上所述，风险投资的内涵，笔者以为，至少应该包括三个层次的含义：风险投资作为一种新的融资方式，大多投入于原创项目和新创企业，它所体现是一种股权资本；风险投资所指的不仅仅是投入的静态资本，它是一个融投资

的过程,含有管理的内容,风险投资的实质是冒险创新资本的营运过程;风险投资为融资企业同时注入新的资本和创新治理机制。

三、风险投资与创业投资

风险投资,又称创业投资,因为 Venture 也含有历险创业的内容,我国香港、台湾地区较多地使用“创业投资”。实际上,两者相比较,风险投资的内涵要比创业投资的内涵广:其一,风险投资的市场定位并不仅仅局限在高科技创新筹资方向,其重点依国情、时事不同而不同,如从广义上讲,风险大的电力投资、矿山投资也可称为风险投资;其二,风险投资投资于企业的整个周期,比高科技创业投资介入的程度更深;其三,风险投资的投资范围较广,包括企业的扩展期和部分衰退期。所以,我们通常所指的创业投资(在英文中也用 venture capital),是狭义上的风险投资,创业投资侧重于原创项目、种子期项目、新创企业和处于成长期的企业。现在,人们习惯于将创业投资称为风险投资,本论文中所述及的风险投资即是指创业投资。

同时,还需要说明的一点是,风险投资(创业投资)所投资的企业不一定是高科技项目,是指成长性企业、具有很大发展潜力的企业。在台湾,有一家店叫“天府茶庄”,它们已经有很多家分店,这家公司就值得投资,它具有高成长性,有潜力。星巴克咖啡厅在大陆也越来越多,这也值得做投资。所以,风险投资不一定只投资于高科技,关键是它的高成长性。但是,什么是具有高成长力的产业哪?比较起来还是高科技产业,新兴产业,它们有很高的爆发力,绝大多数的高成长产业还是高科技类型的。所以全世界都没有例外,70%以上的风险投资资金投资于高科技产业,这事实上是一种特殊的科技投资。

四、风险投资与传统投资的比较（表 1-1）

表 1-1

	风 险 投 资	传 统 投 资
投资对象	用于高技术创业及其新产品开发，主要以中小型项目为主	用于成熟项目扩展传统技术产品的开发，主要以大中型项目为主
投资审查	以技术实现的可能性为审查重点，技术创新与市场前景的研究是关键	以财务分析与物质保证为审查重点，有无偿还能力是关键
投资方式	通常采用股权式投资，着眼点是未来，关心企业发展的前景	采用贷款方式或股权方式，被投资企业的安全性是第一位的
投资管理	直接或间接参与企业经营决策，资本注入后，提供更多的后期增值服务	对项目经营管理有参与咨询作用，一般不介入项目决策系统
投资回收	风险共担，利润共享，项目若获得巨大发展，进入市场运作，可转让股权，收回投资，再投向新项目	按贷款或合同期限收回本息或红利
投资风险	风险大，失败率高，但一旦成功，其收益足以弥补全部损失	风险小，大部分投资可以成功
人员素质	需懂技术、经营管理、金融、市场，有预测风险、处理风险的能力，有较强的承受能力。	懂财务管理，不懂技术开发，可行性研究水平较低
市场重点	未来潜在市场，难以预测	现有市场，易于预测

五、风险投资与银行贷款的区别

风险投资是权益资本，不是借贷资金。风险投资和其他金融投资不同，它是一种权益资本（equity）而不是一种借贷资金（debt）。风险投资为风险企业投入的权益资本一般占该公司资本总额的三分之一以上，掌握其全部股份的30%以上。

风险投资的成本高。首先是投资风险高，尽管精心筛选，所投公司的失败率仍然是惊人的。其次，所投入的资金会在企业滞留相当长的一段时间，平均投资期为5至7年。风险投资的低流动性使得风险投资家以其“耐心”而著名。

风险资本也常常被叫做“勇敢和耐心的资本”。因此，风险投资的高收益是以上高风险，低流动性两方面成本的回报。尽管风险投资是一种很昂贵的资金来源，但对于新兴企业、尤其是高科技企业来说，它也许是一种唯一可行的资金来源。银行贷款相对要便宜的多，但却是可望而不可及的。

风险投资与银行贷款的差别在于：

第一，银行贷款讲求安全性，回避风险，而风险投资却偏爱高风险项目，追逐高风险后隐藏的高收益，志在管理风险，驾驭风险。

第二，银行贷款以流动性为本，而风险投资却以不流动性为特征，在相对不流动中寻求增长。

第三，银行贷款着眼于企业的现状，企业目前的资金周转和偿还能力。而风险投资放眼未来，企业未来的收益和高速度增长潜力。

第四，银行贷款考核的是实物指标，是以货币计量的。而风险投资考核的是被投资企业的管理队伍，是否具有管理水平和创业精神，是企业家的素质，考核的是高科技的未来市场。这些都很难以货币计量。

第五，银行贷款需要抵押，担保，一般进入成长和成熟阶段的企业。而风险投资不要担保，不要抵押，它投资到新兴的，有着巨大潜力的企业和项目。

第六，银行投入的是借贷资金，而风险投资投入的是一种权益资本，外加管理机制和增值服务。企业向银行求助，求的是资金，而向风险投资公司求助，求的是增长，是增值。他们申请风险投资是一箭双雕。一方面，他们需要资金，另一方面他们也需要风险投资家的管理经验。他们要的不仅是钱，也是人。或者说，更重要的是人。他们在选择风险投资家时，十分重视后者个人素质与背景，其管理风格与技巧。他们知道风险投资家会给他们带来价值，增大的价值。为了赢得风险投资家的参与，他们宁可“引狼入室”，放弃对企业的部分所有权。

风险投资公司不仅要控制所投企业，更重要的是参加企业管理。他们为企业提供一系列的咨询服务。企业实际上是把一批参谋和智囊请到管理层来。由他们来参加企业各级决策。风险投资家为企业带来了新的思路，新的见解，新的角度，新的发展空间。

六、风险资本市场、风险投资制度

Venture Capital 字面直译是风险资本，它是风险投资投入资金的一个静态

概念。风险资本市场是指由风险资本投入而进行的风险投资活动所形成的市场体系 (market system), 即风险投资市场体系 (或称为风险投资制度), 它是风险投资赖以生存、发展的环境。风险资本市场是我国资本市场、乃至整个金融市场的重要组成部分, 因此, 在风险资本市场体系中, 如何建立有效的风险投资制度是风险投资健康发展的根本所在。

1.2 风险投资的特点

根据上文对风险投资的定义和与传统投资的比较, 风险投资具有以下特点:

一、风险投资是一种无担保、高风险的投资活动, 以权益资本的形式为主

风险企业拥有的宝贵财产通常是智慧与技术, 往往没有足够可供担保的实物资产。由于借贷融资需要偿还本利, 上市筹资创业企业又过于年轻, 因此, 难以以传统方式进行融资, 而风险投资正好弥补了这一资金缺口。同时, 风险投资是一种权益资本, 其着眼点不在于投资对象当前的盈亏, 而在于投资项目的未来和资产的增值, 目标是通过上市或出售股权实现退出, 并取得高额回报的目的。

风险投资的高风险体现在, 它选择的主要投资对象是处于发展早期阶段的中小型科技企业 (包括企业的种子期、导入期、成长期), 这些企业存在较多风险因素。处于种子期的企业, 从技术酝酿到实验室样品, 再到粗糙的样品已经完成, 需要进一步的投资以形成产品。此时技术上还存在许多不确定因素, 产品还没有推向市场, 企业也刚刚创建, 因而投资的技术风险、市场风险、管理风险都很突出。处于导入期的企业, 一方面需要解决技术上的问题, 尤其是通过中试 (小批量试制) 排除技术风险, 另一方面还要制造一些产品进行市场试销, 投资的技术风险、市场风险、管理风险也同时存在。处于成长期的企业, 一方面需要扩大生产, 另一方面需要增加营销投入开拓产品市场。此时, 虽然技术风险已经解决, 但市场风险、管理风险加大。尽管此时企业已经有一定资金回笼, 但由于对资金需求很大, 加上公司原有资产规模有限, 因而投资风险仍然较大。

由于风险投资是一个高风险的行业, 其筹资成本非常高, 一般的预期收益率要达到每年 25%-35%, 但是能够实现这一目标的项目了了无几。根据美国学

者萨哈曼在 1990 年的研究, 34.5% 的风险投资以亏损而告终。而另一项研究则表明, 在美国风险企业中, 勉强维持的占 40%, 投资完全失败、血本无归的占 20%, 仅有 10% 到 20% 的投资可获 25-35% 的投资回报率。可见, 风险投资的收益与预期往往是极不相称的, 市场、技术等多种因素的变化都会引起相应的投资风险。

二、风险投资的单项成功率低, 单项回报率高

如上所述, 风险投资项目的成功率非常低, 一般来说, 每 10 项投资中有 2 项是彻底失败的, 投资全部损失; 有 3 项是部分损失, 有 3 项是不赢不亏的, 只有 2 项是能够成功的。不过一旦成功的话投资就会给风险资本家带来丰厚的回报。它不但足以弥补其他失败项目的亏损, 还能有丰厚的综合投资回报率。这也正好体现了风险投资最本质的特点: 高风险、高收益。

风险投资的单项投资回报率高, 这主要是因为: 风险投资选择的投资对象大都是一些潜在市场规模大、高风险、高成长、高收益的新技术领域, 如新材料、信息技术、生物工程等, 这些企业一旦成功, 就会为投资者带来少则几倍, 多则几百倍甚至上千倍的投资收益。

三、风险投资是一种流动性较小的中长线投资, 具有过渡性和定期性的特点

风险投资往往是在风险企业初创阶段就投入资金, 一般需经 3-8 年才可能退出取得收益, 而且在此期间还要不断地对有成功希望的企业进行增资。由于其流动性较小, 因此也有人称之为“呆滞资金”。

从国际上发达国家的经验来看, 风险投资将一项科学研究成果转化为新技术产品, 要经历研究开发、产品试制、正式生产、扩大生产到盈利规模、进一步扩大生产和销售等阶段, 到企业股票上市, 股价上升时投资者才能收回风险投资并获得投资利润。这一过程少则需要 3-5 年, 多则要 7-10 年。因此风险投资的中长线是相对而言的, 是指风险资本家并不要求风险企业在短期内 (如两三年内) 有任何的偿还或分红, 如此得以使风险企业采取长期行为, 这是风险投资与借贷等融资方式的重要区别。过渡性与定期性是指风险资本只是辅助风险企业成长的资本。通常来说, 在投资之初它就已计划好了撤出时间, 一般为 3 到 8 年。尽管企业成功上市或并购之后持有其有价证券的风险较小, 但风险

资本家一般并不眷留于此。在撤出资金后，他们将把套现获得的本金投入到新一轮的风险投资活动中去。

四、与传统投资显著不同的是，风险投资具有分阶段投资特性

风险投资家较多地采用分期进行多轮的投资形式，之所以如此是为了降低投资风险。当一期投资结束后，如果企业的经营没有达到投资公司的预期（须在投资协议中注明），风险投资公司可以拒绝进行下一期的投资。研究表明，对于成功的风险投资项目，平均获得 3-5 轮的风险资金投入，且行业的风险越高，投资的阶段性越强。在分阶段投资中，每一轮投资都要对公司当前价值进行重新评估，上一发展阶段目标的实现成为下一阶段资金投入的前提。如果创业者对企业的发展抱有充分信心的话，分阶段投资也是创业者可以接受的最佳投资形式，因为这样可以减少股权损失。例如，美国苹果电脑公司在发展过程中共得到过三轮风险资金。在三次投资中每股价格不断上升，说明了苹果公司经营业绩的进步，同时也避免了公司在初期投资中大规模丧失股权而造成的损失。

1.3 风险投资的作用

风险投资之所以在近半个多世纪以来发展迅速，风靡全球，是因为它具有以下几个方面的重要功能作用。

一、风险投资带动技术创新活力、增强国际竞争力

从西方发达国家和新兴工业化国家高新技术产业发展的经验来看，高新技术产业和风险投资如一对孪生兄弟，在风险投资贫瘠的土地上不可能出现高新技术产业的绿洲。风险资本对 20 世纪三个重要的科学发现：可编程序计算机、晶体管、DNA 的最终商业发展起了至关重要的作用。正是科学发现、企业家的才能与风险投资三个关键因素促进了新兴产业的出现，并导致社会变革。

以美国为例，美国在八十年代脱颖而出的高科技企业绝大多数是依托风险投资起家的，这些企业在创业之初就是依靠依靠风险投资的支持才获得了它们的“第一推动力”。在 IT 产业中，美国数据设备公司（DEC）是在波士顿的美国研究发展公司（ARD）的支持下成长起来的；著名的半导体公司英特尔（Intel）就是在风险资本家罗克的支持下发展成世界电子工业的巨人；此外，康柏（Compaq）、戴尔（Dell）、苹果（Apple）、微软（Microsoft）等公司，同样是在风险资本的支持下成长起来的；在生物技术领域，美国基因工程技术有限公

司 (Genentech, Inc) 在创业期也得到了风险资本家斯旺森的支持。得到风险资本支持的不只是技术公司, 像联邦捷运和家庭仓库等许多传统产业公司在起家时也都得到了风险资本的支持。联邦捷运总部所在地田纳西州在风险资本创造的就业岗位总数方面位居全美第四, 甚至排在号称技术中心的弗吉尼亚、纽约和马萨诸塞州之前。

风险资本支持创新活动。风险投资是技术进步过程中的重要角色, 美国在 1995-2000 年间, 有 1920 亿美元的风险资本投向高科技产业。在这个时期, 风险投资强有力地支持了通讯业、计算机软件及服务业和在线特定领域。风险资本支持的公司, 例如 Biose Cascade, Costco, Fischer Sientific 及 Mellon 财务公司在林业、零售业、交通业、生化领域及财务服务领域产生了相关的专利及发明。风险投资也通过投资于医药、健康领域为提高美国人的生活质量作出了贡献。生产体内起搏器的 Meditronic 公司就是一家受风险资本支持的公司。

美国的技术领先地位在一定程度上取决于美国公司创造突破性产品和服务并供应市场的能力。致力于研究和开发 (R&D), 受风险资本支持的公司稳固美国在国际上技术的领先地位上起了主要作用。调查中发现, 这些公司在前五年中投入新技术和产品开发的资金平均高达一千二百二十万美元, R&D 预算的增长率是《财富》五百家公司的三倍, 二者在 R&D 上的人均投入额之比为 3:1。象《财富》五百家这样的大公司经常需要这类新兴公司为其创造新产品, 因为他们既不可能在所有市场上角逐, 也不可能去开发每一项潜在的技术。那些风险资本所支持的公司, 一般都小而灵活, 随着技术的进步能够迅速便捷地改变开发方向。风险企业组织结构没有固定模式, 比较灵活, 使其适宜于培植创造性和创新性。当然, 许多新创风险企业也常求助于大公司以获取最初的市场或销售支持, 二者之间的联合通常采取合资、战略联手及并购等形式。

风险投资所带动的技术活力, 极大地影响一个国家的发展潜力和国际竞争力。早在在十年前或十五年前, 全世界谈的都是日本, 好像美国已经不行了。可是现在日本已经有近十年不行了, 整个世界科技发展重心在美国。日本所展现出来的是管理与制成能力的改善, 可是他原创性的科技研发比不过美国。硅谷这个名词很出名, 台湾曾经要发展为科技岛, 要把台湾变成一个“硅岛”, 我国也将中关村比喻为中国的硅谷。所以, 硅谷已经成为一个概念了。凡是重视风险投资带动科技研发, 鼓励科技产业发展, 就会在整个时代里面扮演一个非

常重要的角色。

二、风险投资催生新经济，有力地促进一国经济的快速增长

微软、英特尔、苹果、戴尔、雅虎、IBM、康柏等为核心的高技术产业对美国 20 世纪 90 年代经济的“低通货膨胀、高就业和高增长”作出了重要贡献。统计数据表明，风险投资在促进一国的经济快速增长、提高就业等方面起到了重要的作用。美国高新技术产业对美国经济增长的贡献率是 30%，而新兴产业的发展，风险投资又是第一功臣。可以说，风险投资对美国九十年代以来的经济持续高增长功不可没。接受调查的欧洲风险企业在从 1991 年到 1995 年期间，经济增长率明显高于同期欧洲 500 强公司，它们的销售收入年增长率达 35%，一般为欧洲 500 强的两倍。

全美风险投资协会 2000 年发表的一份研究报告指出，过去 30 年中，风险资本投资为美国创造了 760 万个就业岗位和每年 1.3 万亿美元的公司销售收入。风险资本投资创造的绝大部分就业岗位和收入都在加利福尼亚州。但在美国全部 50 个州和首都华盛顿中，只有怀俄明州没有从风险资本投资中获益。在包括弗吉尼亚和马里兰州部分地区在内的华盛顿地区，由风险资本支持的公司共创造了 27.2 万个就业岗位和每年超过 479 亿美元的销售收入。2001 年美国《总统经济报告》显示，美国的风险资本投资在八十年代年均增长 17%，进入九十年代后增长速度提高了一倍。

一份对五百家由风险资金支持而发展起来的企业的调查表明，1991 年至 1995 年间，这些企业提供的就业机会以每年 34% 的速度增长，与此同时，美国幸福 500 家（Fortune 500）公司每年以 4% 的速度在减少工作职位。而且，受风险资本支持的公司创造工作机会的速度高于一般同类企业（trendsetters），在另外一份调查中，受风险资本支持而发展起来的企业平均雇佣 114 名职工，而同类一般企业平均只有 60 名雇员。这些风险企业开始只雇佣少量的高级技术人员从事研究和开发工作，随着企业的成长，逐步录用制造、销售、营销和其他专业人员。

风险投资是推动一国经济成长的强劲动力。美国著名经济咨询机构 DRI-WEFA 对全球 16000 多家风险投资机构进行了调查分析，他们在以此调查数据为基础的研究报告中指出，逾千家接受过风险资本支持的公司的运作实践证明，风险资本是推动美国经济成长的最强劲动力之一。风险投资不仅是高新

技术发展的源泉，还是美国经济众多传统行业改革创新的动力，风险投资的贡献在对决定国家经济活力诸因素的影响上表现得尤为突出，如 R&D 支出、新行业的诞生、就业的增长等等。

三、风险投资是推进高新技术产业化进程的“发动机”

高新技术对社会经济的巨大推动作用是以其实现产业化为前提的。以美国为例，科学研究的早期成果由于有风险投资的参与，而使科研成果转化为商品的周期已由 20 年缩短到 10 年。从国际上看，日本在科学技术上至今不能与美国相比，但在经济竞争优势上却几乎与美国“平分秋色”。这里，日本得益于高新技术的产业化和产业的高技术化。俄罗斯在某些高技术领域并不亚于许多发达国家，但综合实力对比却存在明显差距，问题在于高技术优势未能及时转化为经济优势。因此，加速高技术产业发展，无疑成了增强综合国力和国际竞争力的决定性因素。

高新技术产业发展具有两个特点。特点之一是技术创新快，产品与工艺老化快，技术周期短，资本投入风险大，以及知识资产的无形性等。这就使得继续沿用传统的依靠创业家自有资本缓慢积累的模式来发展高技术产业不再具有现实性。在高技术企业发展初期，银行信贷资本也不敢轻易介入，公开证券市场的“门坎”设置又使新兴的高技术企业难以进入。因此，从常规的融资渠道看，高技术企业在创业发展初期必然存在着投资缺口问题。风险投资作为一种专门投资于高技术创业企业的投资方式，则能有效促进资本与技术的结合，并以此促使高技术转变为现实生产力。高新技术产业发展的另一个特点是高技术企业的创业过程是一项复杂的系统工程。风险投资在为创业型高技术企业提供股权资本支持的同时，还往往提供重要的创业管理服务，以培育创业型高技术企业快速发展。

风险资本还有助于催生新的“行业群”。美国风险投资领域的研究揭示了风险投资在新的“行业群”中的重要角色。通过资助一个新的“行业群”中的领先公司，风险投资家使专家和天才集中在这些领先公司里。当这些领先公司里的员工各自创建自己的公司时，拥有独特经验的行业群就形成了。这样的例子包括：

快递行业

联邦快递

零售超级市场

Home Depot and Staples

在线计算机销售	DELL 电脑
互联网服务	美国在线
计算机操作系统	微软
生物化学	基因技术

综上所述, 加快发展风险投资事业对高新技术产业的发展意义重大。风险投资实际上已经成为科技成果转化和高新技术产业化的“孵化器”, 风险投资业的发展程度决定着一个国家经济中的高新技术产业的发达程度。这些功能具体表现为:

1. 风险投资是促进高新技术企业成长的催化剂。
2. 风险投资为高新技术企业提供专业化管理和一系列后期增值服务。
3. 风险投资促进科技优势向竞争优势的转化。
4. 风险投资为高新技术转化及产业化融通资金。

四、风险投资与新创企业的结合, 带入了管理机制和激励机制的创新

风险资本介入创业企业, 一般是不希望控股, 因为一旦控股, 势必就要介入高层管理, 去掌管自己不一定熟悉的行业, 而一个风险投资基金又往往要投资多个或几十个项目, 且可能涉及多个领域, 很显然不可能都参与管理。那么, 如何才能降低投资风险、如何才能对创业管理者放心呢? 风险资本投资的首先是人, 是创业团队, 必须让创业者、企业经营管理者持有股份或期权, 只有这样, 他们才能全心全意来做好企业, 这是创业企业和投资者成功的关键所在。

在美国硅谷取得成功的创业企业, 其中有一个非常重要的启示, 就是对创业人的激励。创业人往往是有非常聪明的头脑, 而且有很强的能力, 但是他自己没有钱, 按照传统的资本主义的观念, 他可以让别人给他投资, 给他金钱, 给他资本, 来建立企业。企业发展起来以后, 按照传统资本主义观念, 只有出金钱的人是资本家, 是所有者, 你创业的人是付出的劳动, 最多只能是一个高级的打工仔。

硅谷的一大成就, 就是由于风险资本的介入, 让创业的劳动者成为所有者, 用股票、期权这种办法, 在开始的时候就在制度上定下来, 未来成功, 企业壮大以后, 创业者拥有权利, 拥有创业股或发明专利转化来的股权, 也可以用很低的价格(早期确定的)来购买股权。这种激励制度是对传统资本主义的否定, 是一种制度创新。美国是个移民国度, 历来富有创新精神, 对劳动资本化在制

度上的确立，是对创业者是极大的激励。因为一个人从二三十岁的时候创业，那么一生之中可能也就只有一次创业，再没有精力和时间去做别的。如果他做了这次创业之后，将还只是一个打工仔，那么他可能就不会去做了。

在中国，目前还缺少可操作性的法律制度化的激励机制，比较成功的一个示范试点是联想集团，以柳传志为代表的联想中高层经营管理人员、人员已经拥有真正意义上的公司股权。社会各界有识之士，包括政府有关部门也已经意识到这种激励机制的重大意义，某些地方性政策文件，如中关村条例规定：用知识产权入股，可以超过公司法中 20% 股份的比例规定。

五、风险投资弥补了金融体系的缺陷

从全球来看，金融体系的功能正在发生变化，明确的信号就是由以银行金融资本作为基础的传统金融体系，逐渐向以资本市场为核心的现代金融体系转变。形成这种趋势的原因除了金融体系本身的银行功能发生了变化外，一个重要因素是现代产业和金融资本的结合。正是有现代金融资本—风险投资的介入，才使得产业化过程大大缩短，风险投资体系弥补了原有金融体系的缺陷。

风险资本这种资金运动形式的历史作用，就是弥补传统金融体系固有的服务缺陷，就是要在传统的间接融资和直接融资渠道之外创造一个为新兴高成长且带有高风险型的企业提供融资服务的机制。风险资本以专家投资、参与管理、长期持股和整体变现的方式，弥补了传统投融资体系的空白，创造了一种极有生命力的金融服务方式。风险投资这一富有制度创新特点的新兴金融体系，对于健全我国资本市场体系、促进新兴产业的发展必将起到不可或缺的作用。

在传统体制下，银行资本是不大可能流到新兴产业中去的。我国之所以需要在传统的银行体系和传统的资本市场体系之外建立一个独立运作的服务于中小企业的投融资体系，根本的原因在于，高新技术产业和中小企业的发展，需要在金融上有一种不同于常规的制度安排。对于创新型高成长中小企业，由于存在着高风险，以谨慎为主要原则的商业银行不可能提供资金，因为这些企业不可能提供有效的抵押品和担保支持。其他面向大众的大规模直接融资渠道，例如公开发行股票和企业债券等等，也难以提供支持。因为此时的企业规模很小，市场前景极不确定，常常还没有产生利润，甚至没有稳定的现金流，因而难以为大众所接受。

如上所述，风险投资的积极作用是显而易见，但是，任何事物总是一分为

二的，风险投资在其发展过程中也有其负面的一方面：其一，在 Internet 早期，风险资本表现了空前的狂热，对于 Internet 的未来，风险投资给予了不切实际的判断和估价，认为：Internet 会在一个早上成长为参天大树，甚至一觉醒来，互联网已经取代传统产业，实现了全球 Internet 化。今天看来，这不是乐观的问题，而是幼稚的问题。正是这一幼稚的乐观，使风险资本在很短的时间内疯了一样涌入那些甚至连商务模式和收费方法都不清晰的项目。其二，在 Internet 泡沫破灭后，风险资本又产生了第二个失误。风险投资恨不得在一个早晨就要求那些网站像传统企业一样，产生大量的、稳定的收入。可是他们忘了，当初自己在海边沙滩上用潮湿的沙子匆匆堆起来的楼阁造型，本来就只有欣赏价值，现在却硬要立刻产生居住价值，试问，那些可怜的网站怎么可能在一个早晨就完成这样的转型？其三：与此同时，风险资本又产生了第三个失误。当然，这个失误也是由他们的本性所决定的。那就是，风险投资失去了耐心。于是几乎在一夜之间，要么撤资，要么停止新的投资，轰轰烈烈的 Internet 大革命就此垮台，跌入低谷。这就是互联网在过去几年中的离奇遭遇，其没落如此之快，正如兴起时的波澜壮阔一样，让人没有心理准备。值得庆幸的是，尽管 NASDAQ 高科市场的崩盘让所有风险资本无一例外遭受重创，尽管与这一波重创相伴的几乎是风险投资有史以来的最大失误，但仍可大胆预言：风险投资决不会因为这一滑铁卢样的遭遇而退出历史舞台。恰恰相反，他们会汲取经验和教训，擦干身上的血迹，继续前进。人类要进步，经济要发展，风险资本要追逐利润，这就是预言的全部原因。

1.4 风险投资的六要素

在风险投资活动中，风险投资主要有风险资本、风险投资人、投资对象、投资期限、投资目的和投资方式六个要素构成。

一、风险资本

风险资本通过购买股权、提供贷款或既购买股权又提供贷款的方式进入所要投资的项目企业。

二、风险投资人

风险投资人大体可以分为以下四类：

1. 风险投资家

风险投资家是向其他企业家投资的企业家，通过投资获得利润。风险投资家是一批经验丰富而训练有素的职业金融家。这些人既要具有一定的科技生产背景，又要有一定的管理知识，同时，还要有深厚的金融方面的训练，熟知金融规律，对现金流量、资本运营、金融市场等等了如指掌。风险投资家大都具有科技工程等本科学位，经过若干年的实际经验，又获得著名学校或著名学院的 MBA 学位。

风险投资家是风险投资业中最重要的运作主体，它是一个富有争议性的角色，仅从称谓来看，有人称其为“商业天使”，但同时也有人称其为“强盗资本家”，而大多数与风险投资业有着紧密联系的公司，则更愿意把风险投资家叫做“发展资本家”。也许正因为如此，“硅谷”里的风险投资界才把风险投资家形象地比做一只将“花粉”从一个公司传向另一个公司的“蜜蜂”。

风险投资家所追逐的目标是创造高额收益的机会，市场均衡理论证明了风险投资的这种高额收益 是一种名之无愧的正当报酬。在其他条件不变的情况下，风险投资失败概率越高，其预期收益与市场均衡收益之间的差异也就越大。更重要的是，风险投资家对风险企业提供了及时有益的管理帮助，这种管理服务极大地提升了风险投资的报酬水平，对收益率的实现的倍加作用。

风险投资家的作用体现在以下两个方面：（1）风险投资家的监督作用。由于风险资本没有任何担保，而风险企业的管理运作也并没有达到制度化，因此风险投资家必须积极介入风险企业的运作管理，对投资进行监督。一旦发现潜在的危险，迅速采取相应的补救措施，以防止损失的发生。（2）风险投资家的附加价值。风险投资家通过密切监督，对风险企业的各种情况都比较了解，加上自身的丰富经验，既可以较早地觉察到企业运行的潜在问题，降低企业的运行风险，又可以成为风险企业重要的咨询顾问，为企业的发展战略。重大经营决策提出重要意见。有关研究表明，由于风险资本家介入管理，使得风险企业的企业价值增大；得到风险资本支持的企业要比没有得到风险资本的相似企业表现得更为出色。风险企业公开上市以后，其股票也更加受人关注。由于风险投资家的努力增加了风险企业的价值，它被称之为风险资本家的附加价值。这些附加价值服务是风险企业获得成功的关键之一。

风险投资家通常是铤而走险还是谨慎从事？既然风险投资是一种高风险，

高收益的投资资本，从事风险投资的职业金融家们自然是一群铤而走险的人物了！差已。风险投资家勇于创新是真，铤而走险却不尽然。在作出投资决策时，风险投资家既大胆，又心细。如果对所投对象一知半解，风险投资家每走一步都是小心翼翼的，决不越雷池一步。一旦对所投对象的情况了如指掌，风险投资家就敢于冒这个风险，敢于承担这份责任。

风险投资家在投资项目选择上是极其谨慎，三思而行的。这种谨慎态度的原因有二：其一由筹资的特点所决定。风险投资家是以个人的业绩，个人的声誉，个人的魅力为担保融得资金的。一旦有误，就可能会损失个人在风险投资领域的信誉，甚至会葬送个人的前途。其二由投资的性质所决定。所投项目大都是新兴的，以高科技为主的小企业。这些企业既无厂房，又无设备，除了高新科技以外，可以说一无所有，对这类企业的投资自然风险很高。风险投资的第一步是从富有家庭和私人以及机构投资者手中融到资金。第二步便是筛选投资项目（Sorting）。由于上述种种原因，风险投资家在投资项目的筛选上十分慎重。在整个筛选过程中，尤其是在最后阶段，风险投资公司真正重视的，与其说是所投公司的质量，不如说是该公司主要经理人员的质量。有经验的风险投资家常常说，他们看的不是项目，不是公司，而是经营公司的人，是具有一定能力、素质和眼界的企业家。

风险投资家既是投资者、金融家，又是经营者。他们中的一大批人是精明强干，思路敏捷的金融家，但他们又不仅仅是金融家，而是金融家加企业家。他们既是投资者，又是经营者。风险投资家与银行家不同。银行家在向企业贷款后，便坐等企业偿还本金和利息。风险投资家在向企业投资后，还要参加企业的经营管理，卷入企业的整个运行，和企业一道增长。风险投资家给企业带来的比其投资的货币价值大得多的价值，即所谓增值的投资（Value Added Investment）。风险投资家为企业提供的不仅仅是资金，更重要的是专业特长和管理经验。

风险投资家在投资组合公司持有的股份有时占 30% 以上。他们的自身利益与投资组合公司的利益紧密相连。企业生产的好坏，成本的高低，市场的营销状况等等直接影响到风险投资的投资收益率。利益上的一致使得风险投资公司与投资组合公司的命运连在一起。风险投资家不仅参与企业的长期或短期的发展规划，企业生产目标的测定，企业营销方案的建立，还参与企业的资本运营

过程,甚至参与企业重要人员的雇佣,解聘。

风险投资家对风险企业的控制还表现在追加资本上。他们有能力为所投公司创造资金渠道,使追加资本在必要时源源不断的流入。即使由于种种原因这些风险投资公司本身不再提供资金,风险投资家往往可以通过他们的种种关系为企业疏通新的资金渠道。

2. 风险投资公司

风险投资公司的种类有很多种,但是,国际上大部分公司通过风险投资基金来进行投资,这些基金一般以有限合伙制为组织形式。

3. 产业附属风险投资

也称战略风险投资基金、策略投资基金。这类投资公司往往是一些非金融性大型跨国企业下属的一个部门或独立的风险投资机构,他们代表母公司的利益进行投资。这类投资人通常主要将资金投向一些与母体产业相关的特定行业。

4. 天使投资人(Angels)

这类投资人通常投资于非常年轻的公司以帮助这些公司迅速启动。在风险投资领域,“天使投资人”这个词指的是企业家的第一批投资人,这些投资人在公司产品和业务成型之前就把资金投入进来。

三、投资目的

风险投资虽然是一种股权投资,但投资的目的并不是为了获得企业的所有权,不是为了控股,更不是为了经营企业,而是通过投资和提供增值服务把投资企业做大,然后通过公开上市(IPO)、兼并收购或其它方式退出,在产权流动中实现投入资本的增值。

四、投资期限

风险投资人帮助企业成长,但他们最终寻求渠道将投资撤出,以实现增值。风险资本从投入被投资企业起到撤出投资为止所间隔的时间长短就称为风险投资的投资期限。作为股权投资的一种,风险投资的期限一般较长。其中,创业期风险投资通常在7—10年内进入成熟期,而后续投资大多只有几年的期限。

五、投资对象

风险投资的产业领域主要是高新技术产业。在具体投资产业的分布上,风

险资本投资主要集中在信息产业（包括软件、计算机和网络设备、通讯产品等等）、医药保健产业、生物技术产业等高科技领域。如美国 1978-1980 年 13.54 亿美元的投资中有 6% 投资在生物技术产业，4% 投资在商业通信产业，20% 投资在计算机硬件和系统产业，7% 投资在医药保健产业，3% 投资在软件和服务产业，5% 投资在电话和数据通信产业，等等；在 1987-1989 年在 108.55 亿美元的投资中有 8% 投资在生物技术产业，4% 投资在商业通信产业，12% 投资在计算机硬件和系统产业，12% 投资在医药保健产业，10% 投资在软件和服务产业，9% 投资在电话和数据通信产业，等等；1992 年的 25.42 亿美元的投资中有 2.61 亿美元投资在生物技术产业，0.53 亿美元投资在商业通信产业，1.38 亿美元投资在计算机硬件和系统产业，4.42 亿美元投资在医药保健产业，5.62 亿美元投资在软件和服务产业，3.66 亿美元投资在电话和数据通信产业，等等。

六、投资方式

从投资性质看，风险投资的方式有三种：一是直接投资。二是提供贷款或贷款担保。三是提供一部分贷款或担保资金同时投入一部分风险资本购买被投资企业的股权。但不管是那种投资方式，风险投资人一般都附带提供增值服务。风险投资还有两种不同的进入方式。第一种是将风险资本分期分批投入被投资企业，这种情况比较常见，既可以降低投资风险，又有利于加速资金周转；第二种是一次性投入。这种方式不常见，一般风险资本家和天使投资人可能采取这种方式，一次投入后，很难也不愿提供后续资金支持。

1.5 风险资本的四种形式

在风险投资活动中，投入的风险资本通常表现为四种形式，它也是风险投资的四个阶段：

一、种子资本（Seed capital）

那些规模很小，或者刚刚处于发展早期的企业，既不可能从传统的银行部门获取信贷（原因在于缺乏可资抵押的财产），也很难从商业性的风险投资公司获得风险资本。除了求助于专门的金融渠道（如政府的扶持性贷款）以外，这些企业更多的目光投向提供“种子资本”的风险投资基金。种子资本主要是为那些处于产品开发阶段的企业提供小笔融资。由于这类企业甚至在很长一段时

期内（一年以上）都难以提供具有商业前景的产品，所以投资风险极大。对“种子资本”具有强烈需求的往往是一些高科技公司，如生物技术公司。它们在产品明确成型和得到市场认可前的数年里，便需要定期注入资金，以支持其研究和开发（R & D）。尽管这类投资的回报可能很高，但绝大多数商业风险投资公司都避而远之。原因有三：对投资项目的评估需要相当的专业化知识；由于产品市场前景的不确定性，导致这类投资风险太大；风险投资公司进一步获得投资人的资本承诺困难较大。

二、导入资本（Start-up funds）

一旦当一个公司拥有了一定的产品，并具有了较明确的市场前景后，由于资金短缺，企业便可寻求“导入资本”，以支持企业的产品中试和市场试销。但是由于技术风险和市场风险的存在，企业要想激发风险投资家的投资热情，除了本身达到一定的规模外，对导入资本的需求也应该达到相应的额度。这是因为从交易成本（包括法律咨询成本、会计成本等）角度考虑，投资较大公司比投资较小公司更具有投资的规模效应。而且，小公司抵御市场风险的能力也相对较弱，即便经过几年的显著增长，也未必能达到股票市场上市的标准。这意味着风险投资家可能不得不为此承担一笔长期的、不流动性的资产，并由此受到投资人要求得到回报的压力。

三、发展资本（Development Capital）

就量而言，能够发挥更大作用的是用于企业扩张期的“发展资本”。这种形式的投资在欧洲已成为风险投资业的主要部分。以英国为例，目前“发展资本”已占到风险投资总额的30%。这类资本的一个重要作用就在于协助那些私人企业突破杠杆比率和再投资利润的限制，巩固这些企业在行业中的地位，为它们进一步在公开资本市场获得权益融资打下基础。尽管该阶段的风险投资的回报并不太高，但对于风险投资家而言，却具有很大的吸引力，原因就在于所投资的风险企业已经进入成熟期，包括市场风险、技术风险和管理风险在内的各种风险已经大大降低，企业能够提供一个相对稳定和可预见性的现金流，而且，企业管理层也具备良好的业绩记录，可以减少风险投资家对风险企业的介入所带来的成本。

四、风险并购资本 (Venture M & A Capital)

风险并购资本是一种特殊的风险投资工具。一般适用于较为成熟的、规模较大和具有巨大市场潜力的企业。与一般杠杆并购的区别在于, 风险并购的资金不是来源于银行贷款或发行垃圾债券, 而是来源于风险投资基金, 即收购方通过融入风险资本, 来购并目标公司的产权。以管理层购并 (MBO/MBI) 为例, 由于风险资本的介入, 购并所产生的营运协力效果 (指购并后反映在营运现金流量上的效果) 也就更加明显。目前, MBO 和 MBI 所涉及的风险资本数额越来越大, 在英国, 已占到风险投资总量的 2/3, 但交易数量却少得多, 原因就在于 MBO/MBI 的交易规模比其他类型的风险投资要大得多。

1.6 风险投资机构分类

风险投资机构有多种分类方式, 从投资的形式来分, 基本的类型有两种, 一种是“杠杆式”, 这类风险投资机构首先从政府或私人财源处借入大量的资金, 形成投资基金, 然后以贷款或可转换债券的形式把资金投入小企业, 他们必须从所投资的小企业处取得利息收入, 以偿还他们所借入资金的利息; 另一种是“权益式”风险投资, 他们不从外部借入资金, 而是利用其股金购买小企业的股权。在寻找风险投资时, 要确定他们属于哪类投资者。如果希望寻求“权益式”风险投资, 那么就不宜与“杠杆式”风险投资机构接触。一些小企业经常会问, 为什么“杠杆式”风险投资不愿意在投资最初购买小企业的产权权益? 原因不难解释, 没有人愿意将从银行借到的高息贷款用于购买小企业的权益, 这是因为, 一方面, 投资者必须自己支付银行利息; 另一方面, 由于小企业的投资回收期会很长, 可能超过银行贷款期限, 到时, 投资者将不得不自己归还银行贷款本金。基于上述两个因素, 使用贷款去投放“权益式”风险投资是十分不明智的举动。目前, 在国际上, 大部分风险投资机构属于“权益式”。

一、家族式和正规的“权益式”风险投资

“权益式”风险投资机构通常分为两种。一种是私人财团或家族式风险投资公司, 在这种机构中, 有些目前已具有相当大的规模; 有些是从大的行业家族中派生出来的, 其家族或独立的风险投资者还保留着风险投资行业最初的痕迹。绝大多数这种机构是由专业人士管理的。

现代正规的风险投资是由第二种“权益式”风险投资机构组成。20 世纪 50 年代末到 60 年代初, 风险投资逐步发展成为常规的投资方式, 到目前为止, 美国大约有 500 家正规的风险投资公司。这些股份制或合伙人制的风险投资公司与普通股份公司一样, 由专业人士负责经营和管理。许多家族式风险投资公司也在雇用没有家族背景的专业人士经营和管理他们的风险投资事业。站在企业家的角度, 如果允许您对投资者进行选择的话, 那么, 您应该优先选择正规的风险投资公司或采用专业管理的家族式风险投资公司, 而不要选择非专业管理的家族式风险投资公司。有时, 非专业管理的家族式风险投资公司会变得十分专权, 这样, 会限制小企业发挥其发展的潜能, 这些家族经常想占有和控制企业经营。

二、风险投资领域中的组织形式

风险投资公司可以根据所有权归属和隶属关系进行如下分类。

1. 上市公司

在各类股票市场上公开交易的上市风险投资公司的数量不多, 其风险基金的来源具有多样性, 有的是借贷资金, 有的是权益资金, 这类公司投资范围很广, 投资的资金数量高于平均水平。假如您需要的资金量很大, 就有必要与这类公司联系, 名声显赫的上市风险投资公司很容易查找。

2. 私有制公司

风险投资公司中绝大多数属于私有制公司, 其中有些公司的规模较大。大多数私有制风险投资公司是由少数几个投资者组建的有限合伙制公司, 这些投资者包括私人投资基金和保险公司。这类公司可以进行“杠杆式”风险投资, 如果其投资基金总量超过 1000 万美元, 则通常会进行“权益式”风险投资。在美国, 有些较小的私人基金逐步发展成为小企业投资公司 (SBICs), 其中多数偏向于借贷, 许多小企业投资公司只从事高息信贷业务。

获取私人风险投资公司资料的难度很大, 这些公司的管理者很少向外界透露公司的内部情况, 因此, 很难从公司内部获取其风险基金的规模和建立时间。大的私人风险投资公司和老牌的公司知名度高, 如果您的业务与这些公司所投资的行业相关, 您会很容易地找到他们的。

3. 银行附属公司

西方国家许多银行设立了风险投资公司, 以便可以获取小企业的权益, 使

用这种方式，他们可以避开银行法规的限制，保护其所拥有的小企业股权。较大的银行拥有较大的附属风险投资机构。银行信贷部门的工作与银行风险投资部门的工作紧密相关，在大多数银行里，这两项业务根本未设置单独的承办机构，只是同一部门的两种业务而已。如果一个企业家既需要银行贷款，又需要风险投资，那么不必单独找风险投资公司，直接找银行就行。当然，这两种业务不是所有的银行都结合在一起办理的。银行风险投资部门由于其具有金融机构的优势，可以进行组合式的风险投资，如将项目融资、贸易融资、银团贷款、长期商业信贷与风险投资组合在一起向投资目标进行投资，往往组合式风险投资的投资额都会超过风险投资领域的平均水平，可以高达数亿美元。银行组合式风险投资是近十年风险投资发展的主流之一，遗憾的是其未计入风险投资的投资额中，预计未来十年世界商业银行的发展的主要方向之一就是组合式风险投资。目前，国内商业银行根本没有风险投资业务，是否能在近两三年内开设该业务，必须视我国金融改制的步伐是否顺利，越早开设该业务越能早日赶上国际金融的发展步伐。

4. 风险投资股份公司

在美国，风险投资股份公司的规模都很大，一些主要的股份公司已经建立了自己的分支机构，或在一个或几个风险投资财团中投资。一般来说，独立投资的风险投资公司的数量正在逐年减少，大型股份制风险投资公司通过投资于有限合伙制风险投资公司，股份公司与其他管理风险基金的专业人士一样属于有限合伙人，再由有限合伙制公司进行风险投资，股份公司分享其投资报酬的现象越来越普遍。大型风险投资公司投资于小企业，会使一些企业家激动不已；而有些成功的企业家可能会认为，大公司希望对他投资时，不是出售企业权益的最佳时机。

企业家需要花一定的时间与风险投资公司讨论投资形式，风险投资公司对外投资形式的选择非常慎重，就像他们选择所投资的公司一样。

5. 辛迪加组织 (Syndication's 联合投资)

经常会出现这样的情况：风险投资家通知您，他有意投资您的公司，但只能满足您的部分要求，同时希望形成一个辛迪加组织。他的意思是说，他将与其他风险投资机构联合向您公司投资。在这种情况下，企业家应该提出的第一个问题是：“您是投资牵头人吗？”其涵义是说，该公司在投资集团中居领袖地

位，并负责说服其他公司参与对您公司的投资。辛迪加组织在风险投资领域中是相当普遍的，许多风险投资公司都在按常规的辛迪加方式与其他风险投资公司联合。在投资之初，确定由谁来说服其他风险投资公司加入辛迪加组织，对企业家来说是十分重要的。在某些情况下，牵头的风险投资公司将主动为企业家和其它风险投资公司牵线搭桥，以“推销”企业家的项目。在另一些情况下，牵头的风险投资公司可能是共同基金的第一个投资者，其余投资者会陆续分别投资，这意味着，企业家自己不得不做辛迪加组织的领袖，而且必须找到其它风险投资公司加入，当然，有些风险投资公司会向企业家提供一个可能参与本项投资的风险投资公司名单，以方便寻求投资。

通常，风险投资辛迪加组织的牵头者要收取一些费用，投资银行作为辛迪加的牵头者会向小企业收取相当于总投资额 5-10% 的费用；另一方面，如果由风险投资公司担任辛迪加的牵头者，费用会少收一些，大约是向小企业总投资额的 2-3%，有时，牵头者还会将这一费用的一部分给其他投资伙伴。

综上所述，辛迪加组织在风险投资领域十分普遍，但也确实存在很多问题。其原因是每一风险投资公司都有自己的分析和评估计划和投资的方式，都有自己的律师和自己的投资业务规范。因此，企业家只有采用一些巧妙的方法，才能将辛迪加组织起来，共同向公司投资。虽然辛迪加组织可以组成，并且可以非常广泛地组成，但是，其涉及的问题毕竟太复杂，只能随着时间的推移，逐步完善。

1.7 风险投资与新经济

现代意义上的风险投资尽管最早出现于本世纪四十年代，但直到九十年代，尤其是 1997 年以后风险投资才真正热起来。与此同时，另一个概念也悄然形成，那就是“新经济”。

“新经济”建立在以互联网为代表的信息技术的普遍应用基础之上，通过信息的有效流动来直接迅速满足消费者的个性化需求的经济形态。新经济是对传统的农业经济和工业经济的一场经济革命，新经济必然要求按照信息流程对经济运作过程进行重组。这场经济革命的生产力基础，正是以网络化的计算机和通讯技术代表的信息基础设施。新经济通过消除生产-消费路径上的各环节之间的信息不对称来有效平衡供求关系，从而有效地提高了经济的运作效率。九

十年代以来,美国经济的持续高速增长证明了这一点。新经济具有消除中介的特征因而也是一种直接经济。

通过上文关于风险投资对一国经济发展所起的作用的分析,我们可以得出:风险投资与新经济之间是一种新型的互动关系:风险投资是新经济的催化剂;新经济为风险投资创造了巨大的市场。新经济的各类典型代表是在风险投资的支持下发展起来的。从新经济的信息基础设施供应商: Cisco、Dell、Apple、Compaq、Intel、Microsoft, 到网络内容提供商: American On line、Yahoo、Hotmail, 再到各类电子商务模式典型运用者: eBay、Amazon 等无一不是在风险投资的支持下发展起来的。风险投资意味着高风险与高回报。对于新技术产业来说,没有风险资金的支持,科技成果可能会永远停留在设想阶段或“老死”于实验室里。

新经济通过消除信息不对称而使生产-消费路径上的各环节趋向供求平衡,进而提高经济的整体运行效率。新经济要求按照信息流对经济运行过程进行重组。在这一重组过程所产生的大量机会,往往与资本相分离,以及市场机会本身的不确定性,呼唤着新型资本的介入,而风险投资的特点正好满足了这一需求。美国风险投资发展的历史说明了这一点。

如上所述,风险投资是对传统投资方式的创新,同样新经济是对传统经济运作方式的创新。风险投资与传统投资方式的最大区别在于风险投资的投资对象是市场机会以及有可能把握住这种市场机会的人,在某些场合风险投资的投资对象甚至就只是有可能产生新想法的人。而新经济则是对工业经济社会经济运作过程的彻底变革。

信息从来没有像今天这样成为一种生产要素,甚至被认为是最重要的生产要素,整个社会的经济体系正在按照有效的信息流进行重组。人类的需求从来没有像今天这样被迅速地发现和得到满足。以互联网为代表的信息技术的普遍应用极大地唤起了人们对创新的需求,并且信息技术本身构成了进行创新的重要手段。新经济在人力资本与物质资本的结合方面与传统经济具有本质的区别,物质资本仍然还是关键资源,但却属于飞逝中的一个。资本越来越蜕变为知识的一种功能。美国商务部在其公布的商务报告《浮现中的数字经济》已经不再着眼于“货币”这个工业时代核心资源对经济的决定作用。转而关注“信息”这一核心资源对经济的决定作用。与此相适应的是这两类要素所有者相对地位

发生了变化。“信息”（知识）的所有者取代“货币”（资本）的所有者已经和正在企业经营过程中取得支配地位，企业的组织结构日趋扁平化。大多数企业都已经或开始在企业的经营管理活动中坚持“以人为本”的原则：注重以各种方式调动人的积极性和提高组织的学习能力。

风险投资主要投向的是人，因此风险投资家与创业者之间的相互信任对于成功地推动创业进程是至关重要的。而在新经济当中，由于大多数交易将采取在线交易的方式，信息和资金在网上流动，能否赢得顾客的关注与信任将构成企业竞争力的重要组成部分，而通过建立品牌来树立形象将成为未来企业赢得消费者的“注意力”与信任的最好方式。所以，在风险投资与新经济的互动发展中，都需要新型的创新文化和理念。

第二章 风险投资如何运作？

2.1 风险资本的三位一体

风险投资的资本运作是风险投资公司不断地融集资金，投资于风险企业，通过资本的退出，在资本的回流中实现资本增值的过程。周而复始的循环，形成风险资本的周转。这一特殊的资本运作过程，决定了风险投资公司的资本运作不同于一般的资本运作。无论是那个阶段的风险投资，一般都包含着三方当事人，分别是投资者、风险投资公司（基金管理公司）、风险企业。

一、投资者 — 资本的供给者

在美国风险投资发展的早期，资金主要来源于富有的家庭和个人。除了满足消费外，他们还有大量的资金放在手上急需寻找一种渠道使资金增值。他们或购买上市发行的股票、债券，或自己直接办企业。由于风险投资的发展，政府给予了种种政策的支持，因此吸引了许多机构投资者，包括企业、保险公司、外国资本等等。这些投资者之所以把资金交给风险投资公司去运作（类似的形式是募集形成基金，交由基金管理公司运作，后面章节有论述），而不是自己去运作，主要原因：（1）知识的限制：每个人能把自己当前的事做好就已很不容易。而风险企业则可能是个陌生领域，没有专业的知识就难以成功。（2）精力的限制和闲暇的需求：一个人即使能做好许多事，但精力、时间毕竟有限。与其将精力放在几件事上却每件都做不好，不如集中精力于一两件事上更好。（3）资本规模投资是为了更高的收益，但也必将承担极大的风险。另一个原因是避税的考虑：人们持有风险投资公司的股票（或债券），而不是直接持有风险企业的股票（或债券），等于收入多了一个环节，投资人有了更多的调节收入实现时间、实现方式的空间。

二、风险投资公司 — 资本的运作者

风险投资流程的中心环节，其工作职能是：辨认、发现机会；筛选投资项目；决定投资；退出。资金经由风险投资公司的筛选，流向风险企业，取得收

益后，再经风险投资公司回流至投资者。一家风险投资公司每天都会接到许多商业计划书，这其中有像英特尔、康柏这样的黄金项目，也有大量的糟糕项目和陷阱。风险投资公司的任务就是区分这些项目，根据目前自己的现状和投资重点，决定向哪些企业投资。然而，这只是第一步，接下来的便是谈判。谈判的主要条款一般是投资金额、期限、权益安排，以及退出机制等，这个过程并不轻松。如果双方意见最终达成一致，签订协议。风险投资公司向风险企业投入资金，并且通过派人参加风险企业董事会，进行战略规划，提供管理咨询，必要时接管风险企业经营权利等方式保证其利益的实现。当然，由于风险企业一般是新兴企业，他们普遍缺乏管理经验和营销知识，风险投资家的帮助对风险企业的管理是有很大帮助的。许多情况下，投资者与风险投资机构合二为一，也即投资者不经中间环节，直接将资金投放于风险企业。这是直接性风险投资，但这并不影响我们以上的分析，只是整个过程更为简单而已。

三、风险企业 — 资本的使用者

风险企业家不仅是在“出售股份 (Sell Shares)”，而且是在“买入资本 (Buy Captial)”。风险资本进入企业那一天起，就算是风险投资与项目企业正式结婚了，要在一起过日子了。风险投资者的知识水平、资金状况、经营风格、人格、做事风格直接决定着双方以后如何合作，决定着在困难情况下，风险投资者是雪中送炭，还是落井下石。因此，实业家也需对风险投资者进行考察，不仅看其资金状况，也要看其人格状况，看彼此的知识结构、性格特点是相克还是互补。投资者是在投资你的企业，而不是投资你的产品；顾客购买产品是在满足他人需要，而不是满足你的需要。许多新企业，尤其是高科技企业的企业家都是工程师或科学家出身。由于其专业背景和工作经历，他们往往对技术的高、精、尖十分感兴趣，而对是否适用，是否有市场需求关注不够，知之甚少。然而，企业家必须懂得对风险投资家不断地讲你的技术如何先进，竞争对手如何无法赶上，是远远不够的。风险投资家关注的是你的技术的盈利能力、所投资项目的市场前景。

2.2 风险投资的内在机制

由于风险投资是一个高风险的行业，风险投资过程充满了许多不确定因素，因此，建立风险投资的内在机制十分重要。

一、项目遴选机制

根据风险投资的特点，从技术特性、企业能力和宏观环境等方面建立起成熟、系统的项目评价指标体系和基本的评估、遴选模型，以作为国内风险投资机构项目投资决策的依据。同时，还应严格制定并实践从初审、约见、审慎调查到确定投资意向的完整程序，实现项目评估、遴选的规范运作。这其中有一个相关的问题，即项目市场的建设。完善的项目遴选机制是以成熟的项目市场为依托的。在国内，应注重培育项目市场的中介机构。中介机构一方面为资金所有者寻找合适的项目，另一方面为项目引入资金。中介机构能够为项目提供制定战略、产品定位、市场研究、财务分析、资金筹措、经营管理等一系列服务，并为项目直接引入资金。相关中介机构的活跃能有效地沟通资金所有者和项目所有者，促进项目市场的培育。

二、风险资本微观监控机制

微观监控机制，指风险投资机构对项目企业引入合适的激励、约束机制。

第一，风险企业产权制度的建设。只有在风险企业产权明晰的基础上，风险投资机构才能明确其对企业经营管理的监控权利，实现产权约束。风险企业在产权结构上具有一定的特殊性，要考虑创业股、技术股、管理股等产权安排，因此更需要明确风险资本所有者在产权结构中的地位，明确不同产权成分的责任范围，一般而言，接受外部风险资本投入的风险企业应该加强现代企业制度的改造，建立有限责任公司或股份有限公司的组织形式。

第二，风险投资方式的选择和金融工具结构的设计。首要的是确定股权投资作为基本的投资方式，以在风险投资起步阶段凸显其与贷款、担保等形式不同。普通股和优先股的形式都可以考虑。可以发展可转换优先股，增加风险投资机构获取收益和参与监督的灵活性；通过对现行的相关法律规定做出调整，可以允许风险投资机构在一定情况下要求风险企业赎回其持有的优先股或普通股股份，以强化对风险企业经理层经营努力的约束。此外，在一些发展前景良好的风险企业，可以进行发行可转换债券融资的试点。

第三，通过建立有效的风险企业法人治理结构，强化对风险企业经理层的激励与约束。在激励机制方面，完善对企业经理层的报酬设计，引入股权及期权安排等制度创新，通过给予企业经理层一定份额的企业股权和允许其在实现

某一特定经营目标时享有股份期权,将企业中的关键人物与企业的发展前景紧紧绑在一起。在约束机制方面,风险投资机构应通过协议确保其代表进入风险企业董、监事会,并在其中占据重要地位。由此,风险投资机构有权参与制定企业战略及重大决策,并在筹集新的资金和联系上下游厂商、客户等方面发挥积极作用。尤为重要的是,风险投资机构应能够通过更换、解雇高层管理人员来强化监督控制,甚至直接介入日常管理。

第四,完善风险投资协议,充实一些保证和限制条款,引入分期投资机制。风险投资机构应高度重视协议机制,在制定协议时,对风险企业经理层的若干特定行为作出详细要求。例如,要求风险企业定期提供财务资料和经营管理记录,要求风险企业将流动比率、负债比率及资产净值等指标维持在一定水平,以及禁止风险企业在未经风险投资机构允许的情况下进行并购活动或改变其核心业务,等等。此外,应推广周期性评估、进行分阶段投资的做法。风险投资机构分阶段向风险企业注入资金,在每两轮融资之间,充分利用各方面的信息资源重新“考察”风险企业,发现风险企业经营状况不佳或企业经理层有“滥用资金”的行为,就可以拒绝继续投资或采取其它的惩罚性行为。

三、投资决策机制

风险投资公司作为一个资本密集型、技术密集型、知识密集型、风险高、经营难度大的企业,决定了其内在运行机制必须突出和保证决策程序的科学性、管理的高效性和规避风险的严密性。一个现代化的风险投资公司其内在机制应具备以下系统。(1)信息咨询、收集和共享网络系统。该系统的功能主要是收集业务信息、技术信息、产业信息;分析归纳整理所收集信息;建立高新技术产品和项目储备库;建立内部网,实现内部信息资源和知识资源的共享;建立与公司业务有联系的各种科研机构的档案;建立同一行业其他风险投资机构的档案;为以后的合作或竞争做准备。通过建立信息网络系统将整个公司的管理纳入信息管理的现代管理体系之中。(2)专家咨询系统。根据公司业务需要由相关方面专家构成专家委员会或专家咨询组,它是风险投资公司决策程序中的主要环节之一。专家应对公司所选项目的可行性报告进行技术、市场、财务等方面的科学论证、评估,为公司决策提供参考意见和建议;对公司的发展战略和管理提供咨询服务;对公司员工开展培训等。(3)科学决策系统。公司的投资项目都要经过决策程序的过滤,以保证决策的科学性。项目的决策程序为:

项目收集和储存-项目的初步筛选-项目的技术、市场、经济的可行性调研论证-专家咨询决策-公司投资委员会最终决策。(4) 规避风险系统。风险投资不等于冒险投资,在本质上是一个规避风险,将风险降低到最低限度投资。对风险的规避要贯穿于项目选择、项目决策、融资管理、投资管理、项目退出的全过程。特别是在项目管理和资金运作的全过程中要建立严密的对投资风险的衡量标准、对风险来源测定、对风险防范措施的管理系统。(5) 资本市场运作系统。风险投资公司的投资资金是通过多渠道融资获得,风险资本还要通过资本市场退出,风险资本的高度流动性特征,决定了风险投资公司必须有一个高效安全的资金募集、资金管理、资本市场的进入和退出的资本运作系统。风险投资公司对风险企业经营一段时间后,如果显示出高增长的业绩,风险投资公司就开始考虑收回投资,在资本退出项目时,获得高额回报。所以,对资本在项目上的进出时间、方式、额度等形成完善的规则,实行系统化管理。

2.3 风险投资运作程序

按照风险资本的流程,风险投资的投资过程大致可分成五个阶段:接触阶段、审查阶段、评估阶段、协议阶段、后投资活动阶段,其中后投资活动又包括投资后的监督辅助活动和退出。在这一过程中,风险投资机构一般需要创业者提供商业计划书,然后进行审查、评估并最终做出投资决策。

在实务操作中,各家风险投资公司(VC)的运作程序有所差异,这里重点介绍国内知名VC-清华紫光科技创新投资有限公司(THUVC)的风险投资操作流程。

一、项目接收

通常项目(商业计划书)接收有两种主要途径:第一,通过良好的个人渠道取得项目源;第二,通过传真、邮寄、网络等方式,公开收集。一般而言,第一种渠道取得的项目要优于第二种渠道取得的项目。

1. 第一种渠道,主要指创业者主动提出申请,提交商业计划书。
2. 第二种渠道,又有如下的细分渠道:

(1) 风险投资家选择专长的产业,组成团队,自行寻找。风险投资家先研究好某个前景的产业。并随着科技的进步是日新月异而随时更新;再有从媒体、或朋友那里寻找到,比如,每天公司同仁共同浏览所有的报纸。

(2) 与策略投资伙伴共创投资机会。通过业内风险投资家之间交流,建立长期稳定并且有潜力的投资项目源。

(3) 经由第三方(如创业投资公会、投资银行、金融机构、律师以及会计师等)介绍,共同探寻投资的项目源。

二、项目预评

项目(商业计划书)收集到之后,项目经理对项目的技术、市场、团队、竞争、财务、退出等方面作出预评,一般在几天内将给予项目方接收与否的回复。一般而言,所接收的企业应当是有前景的行业,比如行业的平均利润率比GDP的增长率要高于1倍等基本判定标准;该公司不能太大或太小,太大没有影响力,太小没有价值;投资金额所占股权不要占太大;投资回收的时间等基本判定标准。

一般而言,风险投资家在拿到商业计划书和摘要后,往往只用很短的时间走马观花地浏览一遍,以决定在这件事情上花时间是否值得。必须有吸引他的东西才能使之花时间仔细研究。因此,这第一感觉特别重要。

为保证风险投资的高回报,首要的条件是严格把好项目选择关。所以,在项目预评中,有几条基本的标准:(1)产品的技术具有较高的技术屏蔽。一般讲技术创新性和稀有性越大,越不容易模仿的技术,越能形成技术市场的垄断性。技术的垄断性是风险投资获得高额利润回报的前提。(2)选择的项目具有较大的市场空间和高成长性,一般年增长高于15%。(3)优秀的管理团队和激励机制。(4)较高的融资能力和良好的风险资本退出机制。

三、项目立项

公司项目部高级经理会议对项目经理提交项目进行综合预评,认为可以接受,则由具体负责该领域的项目经理撰写出项目的立项报告,报告批准后,可正式立项进行该项目的尽职调查。

四、尽职调查

尽职调查是一项非常繁琐、细致的工作。通常包括管理团队的尽职调查(外部人员和内部员工的双重反馈);项目方的产品技术情况(主要是产品的技术含量,在国内外技术方面的地位);产品的知识产权及专利和专有技术情况;产品

的市场情况（主要是产品的市场占有率的现状和预期，竞争对手的情况，上下游产品的替代可能性）；公司的财务状况（历年来的经营业绩及变化原因，各项财务指标的变化情况，预期的获取现金的能力等方面）；项目方的融资需求安排；未来退出渠道的选择与安排，外部专家以及其他风险投资家的意见等等。关于项目的“尽职调查”下面有更详尽的论述。

五、谈判

在尽职调查后，风险投资家通常要对拟投资项目未来3至5年的投资价值进行分析，首先计算其现金流或收入预测，而后根据对技术、管理层、技能、经验、经营计划、知识产权及工作进展的评估，决定风险大小，选取适当的折现率，计算出其所认为的风险企业的净现值。在此基础上，与目标企业进行多轮谈判和讨价还价，投资双方通过谈判达成最终成交价值。

影响最终成交价值的因素包括：（1）风险资金的市场规模。风险资本市场上的资金越多，对风险企业的需求越迫切，会导致风险企业价值攀升越高。在这种情况下，风险企业家能以较小的代价换取风险企业家的资本。（2）退出战略。市场对上市、并购的反应直接影响风险企业的价值，研究表明，上市与并购均为可能的撤出方式比单纯的以并购撤出方式更有利于提高风险企业的价值。（3）风险大小。通过减少在技术、市场、战略和财务上的风险与不确定性，可以提高风险企业的价值。（4）资本市场时机。一般情况下，股市走势看好时，风险企业的价值也看好。通过讨价还价后，进入签订协议的阶段，在此期间，作为投资公司的项目经理，需要在公司内部进行拟投资项目的尽职答辩。

六、尽职答辩

项目经理在做完尽职调查及相关的谈判工作后，应当按照本公司规范撰写出项目尽职调查报告（或称项目投资建议书）。项目尽职调查报告首先在项目部内部进行初评，项目经理就所调查的项目进行内部公开答辩，其余项目经理可以针对项目提出各种问题，如果重大问题出现分歧，项目即被否决。

七、项目投资决策

经过项目部尽职答辩后，项目投资建议书最终提交公司投资决策委员会进行审核并决策。投资决策委员会是公司进行项目投资决策的执行机构，由公司

总经理（委员会主任）、副总经理、项目部负责人、外部专家委员会共同组成。专家委员为公司外聘的具有独立身份的有关专家（视项目专业领域需要，外聘专家会员可适当增加）。

投资决策委员会会议由项目部经理提议，主任负责召集和主持。投资决策委员会需有至少三分之二名委员表决方可形成决议。负责该项目的业务人员可以列席会议，表述意见但不参加表决。

参加表决的委员可以针对每个项目投资提案投赞成、反对或弃权票，也可以针对项目投资计划提出修改提议，每个委员享有 1 票表决权。当赞成票数超过总票数的 $1/2$ ，并且反对票数少于总票数的 $1/3$ 时，该项目投资提案即为通过。当投资提案无法通过并且支持针对该提案的同一修改提议的委员达出席会议委员人数的 $1/3$ 时，应修改提案并对新提案投票表决。

八、项目投资

项目投资决策完成后，进入项目投资的实质性阶段，包括签署投资协议，起草章程，拟订否定条款，注册公司等一系列过程。风险投资公司和风险企业各自追求自身利益的最大化，因此必须有一套能够协调平衡双方利益的机制。风险投资公司关心的是在一定风险情况下合理的投资回报，并能直接参与和影响企业的经营管理，在企业经营不良时对管理层进行干预和控制，同时还要确保资金的流动性即退出投资的变现方法。风险企业所关心的是有足够的资金满足企业运转，确保一定的利润，创业家可以领导企业的经营。因此必须通过一种融资模式上的创新，使双方互惠互利，风险共担，收益共享。

可转换优先股是风险投资主要的融资证券工具，可以减少风险，确保收益，并分享企业的成长。双方通过对风险企业未来盈利的预测，来决定风险投资所占股份和风险企业及创业家个人所占的股份，最后形成一份全面细致的投资合同，这份合同的条款包括投资数量、时间、资金投入方式、证券工具的选择和组合、红利和利息政策、企业经营范围、经营计划、资产评估、兼并收购和实现投资回报的渠道等，并允许管理层在达到或超越经营目标后增加持有的股份，以激励管理层。投资协议也制定条款来惩罚业绩较差的管理层，以抵消管理层偏好风险的倾向。

九、项目管理

项目投资后，投资方一般会间接参与被投资方的项目管理，包括项目进度的控制，财务控制，管理人员的控制乃至到项目的最终退出等。多数风险投资公司在项目公司董事会中扮演着咨询者的角色。他们通常同时介入好几个企业，所以没有时间扮演其他角色。作为咨询者，他们主要就改善经营状况以获取更多利润提出建议，帮助物色新的管理人员（经理），定期与企业家接触以跟踪了解经营的进展情况，定期审查会计师事务所提交的财务分析报告。由于风险投资家对其所投资的业务领域了如指掌，所以其建议会很有参考价值。为了加强对企业的控制，常在合同中加有可以更换管理人员和接受合并、并购的条款。

与银行贷款通常只有在贷后企业经营不良时才去干预企业财务状况的做法不同，风险投资公司和风险企业在签订投资协议以后一直保持紧密的联系，积极参与风险企业的经营决策，一般通过审核财务报表和经营报告，定期访问企业，担任企业董事会成员，对企业进行监控，以便及时发现问题解决问题。风险企业一般熟悉产品和服务的技术性，但缺少技术商品化以及管理运作的经验。风险投资公司利用自己在管理、财务方面的专长，给风险企业提供咨询。企业的财务计划、发展目标、市场营销通常是在风险投资公司的帮助下制定并实施的。

风险投资家是风险企业最有影响力的董事，他们拥有的专长和经验以及在挑选风险企业过程中所获得的信息使他们有能力监控企业，他们也有一定的费用来支持这种管理监控。风险投资中的表决权与其投资的股权类型无关，通过表决权协议，持有可转换优先股的风险投资家也可以拥有普通股表决权，相当于优先股已转化为普通股，有时连长期债权人也可以拥有表决（投票）权。风险投资家以分段投资的技巧作为控制风险企业的筹码，他们还储备高级经理人才，随时准备撤换业绩不良的企业家的原初创业家或者管理层，以便更好地推动风险企业的健康成长。

2.4 项目尽职调查

一、什么是尽职调查？

Due Diligence（尽职调查）的英文原意是对事情作出应有的（due）努力（diligence），然而它在投资术语中却有另一番意义。企业在筹资行动中会首先

交给投资者一份商业计划书，在作出投资决定前，投资者会对计划书中的可行性数字和报告内容作出详尽的评鉴，这个过程就叫做 Due Diligence 过程，有人更把它简称为“DD”（港台术语又将之称为“项目评鉴”）。尽职调查是由 VC（Venture Capital）引入的一个新鲜名词，它是风险投资领域里的一个必不可少的步骤。

二、尽职调查的意义

在现实社会中，我们常常会听到一些获得资金后的项目非但没有使企业盈利，反而企业的状况一天不如一天，最终导致投资者亏本蚀利，如何规避风险？这就需要在投资前有一个深思熟虑的过程，必须花费大量的时间来研究市场、评估产品以及审核企业管理者的素质，这些构成了尽职调查的基本内容。投资项目的尽职调查，一方面是通过仔细审阅项目企业的商业计划书来了解企业的经营情况，另一方面就是进行实地考察或请教咨询专家来协助指导。

投资人在与项目企业的接触中首先得到的是商业计划书（business plan），投资人从计划书中了解企业的经营模式（business model）、经营状况、管理团队、产品、技术以及市场的情况，尽职调查全过程从接到商业计划书的那一刻开始了。尽职调查过程是一个管理和控制风险的过程，投资人要在这个过程中融合从各种渠道得来的信息，并在深入研究商业计划书的基础上，判断投资项目是否符合投资人的利益要求，风险是否可以减少到最低，投资的可行性程度有多大，然后再决定是否投资。所以一份好的商业计划书能为风险投资者省却不少的尽职调查时间，它带给投资者好的印象，增加企业获得资金的可能性，因此商业计划书中一定要包括所有尽职调查过程所关心的问题，因为这些问题也常常是风险投资人最关心和感兴趣的问题。

三、尽职调查的主要内容

1. 管理团队的尽职调查

在风险投资界业内有这样一句话：风险投资第一投是人，第二投是人，第三投还是人。因而，在做 Due Diligence 时，首要的任务就是对人进行考察，尤其是对被投资对象的管理团队进行尽职调查。

（1）对公司的管理层逐个进行了会谈，并且针对每个人都设计了一套问卷，尤其是对公司的忠诚度方面设计的问题更多。这些包括管理层的学历、阅历、

相互之间的配合能力与协调能力;

(2) 从公司管理层的朋友中了解管理层的情况;

(3) 从公司以往的合作伙伴中了解到其对公司尤其是对公司管理层的整体评价;

(4) 从被调查公司竞争者那里得到其对被调查公司管理层的评价;

(5) 从中介机构如会计师事务所、银行等处了解被调查公司管理层的整体情况;

(6) 被调查公司员工调查表中的反馈得到员工对管理层效率和领导艺术的评价;

(7) 最重要的一点就是必须了解到管理层的矛盾。在任何一个企业中都或多或少地存在这样或那样的矛盾。在调查中,你必须了解到这样的矛盾,如果这种矛盾是致命的,那么就应该放弃该项目,或在投资之前就优先解决此次矛盾,比如更换管理层。如果在投资之后,才能发现这样的问题,由于VC所拥有相对较少的股份限制,那么更换管理层的可能性很小,就会给VC带来相当的不便和尴尬处境。

对管理团队的考察是VC和被投资方双方进行较量和斗智的时候,投资方想进尽可能地揭示被投资方的真实情况,而被投资方则想方设法进行掩饰,使自己最华丽的一面留给投资方。因而,投资方必须具有很强的洞察力,必须能通过现象看到本质。

2. 整体行业趋势的尽职调查

整体行业发展及市场的趋势是什么?行业体系内部的竞争对手是谁?产品价格是什么?盈利是多少?竞争优势是什么?投资者为了获取这些资料,常常会依赖一些行业内部的专业机构、信息调查机构、证券分析机构或者是第一线的经营者来获取第一手资料,直接体会行业发展的趋势与进程,必要时投资者还会依赖咨询专家征询对投资的意见。

3. 经营状况的尽职调查

获取企业内部的经营情况一方面可从企业所提供的各种报告中得到,另一方面就是通过与企业的顾客、供应商、银行信贷人以及雇员等的接触中了解企业的实际运作情况。有些企业会主动提供渠道让投资者了解情况,有时投资者为了从另一个角度来了解企业,会接近企业的竞争对手或商场敌人,从负面来

寻找答案。

4. 产品技术上的尽职调查

科技和市场处在迅速转变中，风险投资者不可能凡事都精通，当遇有技术和市场走势问题时，投资者会求助于这方面专家的帮助。投资人很重视企业是否拥有技术专利，如果产品仍处于研发阶段，投资人要确信此类技术在未来将能够获得专利，另外投资人要调查清楚市场上存在的竞争对手的数量。总之产品是否有其独特性而且是否受到专利保护是技术尽职调查的两大重点。

5. 管理战略的尽职调查

管理战略制定得是否合理？管理人员的合作态度以及管理者素质是否让你满意？这个尽职调查过程其实还包括产品用户的满意程度、质量检验程序、产品成本及技术监控、生产制造程序和安排以及管理层的经验及业绩等方面的考察。

6. 企业财务的尽职调查

要仔细审阅所有的财务报告、税务报告，检验企业现有的资产是否与经营计划书所描述的资产情况相一致，是否有任何没有申明的抵押资产？或有负债是否都公布出来？早期的科技公司一般只拥有知识产权和一些简单的设备资产，在财务评估方面，风险投资者会比较注重该公司到达最终目的所需要的资金数量。经验显示，计划书所显示的财务预算，一般都不一定能准确地反映出实际的需要。

7. 法律问题的尽职调查

企业是否有任何的法律纠纷？公司的注册合法性？专利是否还有效？未来有没有可能在法律上遇有麻烦？这些都是投资者关注的问题。另外贷款文件也可能涉及法律问题，对此文件投资者也需要过目。

四、风险投资决策尽职调查（DD）内容清单（参考示例）

（一）业务考察

1. 公司发展历史调查：

- （1）部门、子公司及公司组织结构演变过程；
- （2）公司过去的产品、服务及市场情况。

2. 公司经营范围调查：

- （1）产品/服务类别清单：

(2) 请列出公司 10 家最大的客户名单及对这些客户的销售明细 (包括数量与金额) 并说明产品服务对 10 大客户的渗透程度;

(3) 主要产品销售明细;

(4) 请列出占公司总业务 80% 的子公司或部门名单。

3. 公司收入构成调查:

(1) 公司收入来源构成明细;

(2) 经常性收入占总收入的比重及来源明细;

(3) 构成经常性收入来源的主要产品和服务说明;

(4) 产品定价;

(5) 提供维修服务的期限;

(6) 与客户发生磨擦的记录;

(7) 长期性主营业务与过渡性业务描述;

(8) 季节性变化;

(9) 周期性。

4. 竞争对手占有市场份额调查:

(1) 产品市场规模、增长潜力及市场份额分布;

(2) 公司产品的主要竞争对手名单及公司对竞争者市场份额的估计;

(3) 在产品、价格、分销渠道及促销手段等方面与竞争对手的比较。

5. 公司经营策略调查:

(1) 产品销路与服务需求;

(2) 竞争对手的规模及占有的市场份额;

(3) 公司产品的需求弹性;

(4) 短期及长期的风险/机会;

(5) 现行策略的脆弱性。

6. 产品研究开发策略调查:

(1) 公司主要产品技术发展方向, 研究重点及正在开发的产品和新产品清单;

(2) 收购新产品的机会判断;

(3) 从事开发的人力资源情况;

(4) 开发项目的组织、规划管理及控制描述;

- (5) 新产品开发生产的质量保证及测试情况;
- (6) 产品技术服务与支持;
- (7) 产品更新换代周期;
- (8) 去几年的研究与开发活动描述;
- (9) 研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;

- (10) 公司研究开发与竞争对手的比较;
- (11) 公司拥有或已申请的专利与商标。

7. 产品或服务的销售与促销调查:

- (1) 销售机构、销售队伍与销售半径;
- (2) 销售人员的地域分布及人数, 销售队伍的素质、培训、市场及客户;
- (3) 销售能力统计和推销员人均销售收入、报酬结构、账户范围等。
- (4) 销售程序说明;
- (5) 分销渠道、配套市场, 直销、分销商与代理商数量与分布;
- (6) 代理销售协议范本(代销条件);
- (7) 广告与促销手段;
- (8) 存在的主要问题说明。

(二) 生产过程与生产设施

1. 生产设施调查:

- (1) 设施与用地说明;
- (2) 设施布局与环境状况;
- (3) 重要设备新旧程度, 维修维护情况, 建造成本及可变现净值说明;
- (4) 设施所有权: 拥有还是租赁? 租赁条件是什么?
- (5) 受区域划分法之建筑规约的限制;
- (6) 设施维修保养的资本化与折旧政策。

2. 生产过程调查:

- (1) 生产原料及辅助材料说明;
- (2) 生产流程介绍;
- (3) 独有的生产工艺设施及工艺技术说明。

3. 质量保证情况调查:

- (1) 产品或服务质量保证计划；
- (2) 历史退货率记录；
- (3) 产品质量测试程序、测试设备及测试人员素质。

4. 生产过程中的环保问题调查：

- (1) 目前与潜在的环保问题评估；
- (2) 目前已完成的测试及相应的改进措施，改制效果；
- (3) 面临经费问题估计；
- (4) 保险情况。

(三) 公司财务

1. 历史财务报表分析与考查：

(1) 损益表

- A. 营业收入确认政策，收入分部门、分地区分布情况；
- B. 利润构成考查；
- C. 公司产品销售成本构成：直接材料、直接人工与制造费用明细；
- D. 公司管理费用、财务费用和销售费用明细及间接费用分配政策。
- E. 公司利润分配政策及历年利润分配情况说明；
- F. 税率和面临的赋税负担。

(2) 现金流量表与融资

- A. 现金收入与构成；
- B. 现金支出与构成；
- C. 折旧与摊销政策及折旧与摊销金额；
- D. 资本支出与营运资金支出；
- E. 自由现金流量、融资需求与融资额。

(3) 资产负债表

- A. 考查核实现金及现金等价物余额及本期变动情况；
- B. 存货明细（原料、在制品、成品等）及存货可变现净值考查，存货管理办法及管理效果，存货账面值与盘点记录比较；
- C. 应收款明细及相关管理措施：账目集中、欠款追讨、质量、准备金、疑问账目、注销记录、追索、过期账目、账龄分析、应收款政策等；
- D. 固定资产明细，历史成本与可变现价值，折旧政策等；

- E. 长期投资明细及长期投资管理办法;
- F. 银行长短期借款明细;
- G. 应付债券明细;
- H. 其它负债及备付科目考查: 递延负债、预付及应收账款、现有合同中的保证及责任、准备金及客户赔偿金;
- I. 资产负债表外的资产(合资、少数投资、风险投资)与负债情况说明;
- J. 或有负债说明。

(4) 合并财务报表考查

(5) 积压未交订货摘要(拨款与未拨款)

(6) 主要合同摘要

2. 未来5年财务预测:

(1) 公司业务计划、主要客户摘要及主要业务部门资料(未来5年);

(2) 损益表预测: 从销售出发, 考查预测数据并评价预测假设。合并财务报表(未来5年);

(3) 现金流量表预测: 主要考查投资需求、资本支出维持水平, 计划资本支出、计划折旧和摊销时间表、账面和课税折旧及摊销预测、账面和课税资产寿命、融资需求、产生净现金的能力;

(4) 资产负债表预测: 主要考查各主要账户的估计变动、固定资产变动、负债、流动负债变动情况及变动的合理性, 与销售和损益的对照。

3. 财务会计组织、管理与控制考察:

(1) 数据处理设施;

(2) 财务申报结构(资料的收集与传播);

(3) 政府规定的会计程序;

(4) 审计人员(内部与外部);

(5) 会计控制;

(6) 现金管理制度。

(四) 公司组织与管理

1. 组织

(1) 公司与业务部门组织结构图;

(2) 公司上下级关系描述;

(3) 子公司所有权、少数投资及合资企业；

2. 管理层

(1) 主要管理与技术人员简历；

(2) 管理人员薪金与雇佣合约；

3. 员工

(1) 部门、地域、设施人员分布状况；

(2) 工人技术状况；

(3) 劳动力统计（年龄、教育程度、工资水平）；

(4) 人事政策及程序手册，劳资关系；

(5) 人员流动统计；

(6) 罢工记录；

(7) 对具体关键人员的依赖程度描述。

4. 报酬结构

(1) 薪金制与计时工；

(2) 奖励计划（资金、股权与期权安排、储蓄计划等）；

(3) 退休与养老金计划（描述及资金提供状况）；

(五) 其他相关情况调查

1. 专利/许可证/商标；

2. 诉讼：可能影响公司业务的法规方面的未决变化；

3. 与政府监管部门的情况及所需的批准概况；

4. 保险单、承保水平及未清索赔摘要；

5. 税务审计情况；

6. 最新股东名单及股数；

7. 期权持有人名单及股权控制变化情况；

2.5 项目企业的价值评估

一、价值评估的意义

处于早期发展的科技公司要完成它的事业大计就必须集集资，而集集资就自然会牵扯到对企业进行价值评估的问题。价值评估是尽职调查过程的一部分，它具有十分重要的意义。

1. 对于风险投资者：对科技公司的价值评估低，投资成本就低，这就能够提高投资回报率。

2. 对于科技公司：产品的开发和推广急需资金的支持，他们希望在每一回合的集资中，每股的股价都能超出上一回的。如果超不出，上一回合的投资者就会因股份摊薄而对公司产生负面印象，未来企业需再次集资的时候，这些投资者就不会伸出援手。所以科技公司是希望每一回合的集资都能使本身的股价上升。

3. 对于企业原有的股东：他们希望公司在这一回合的价值评估中每股的股价能够远远超出他们的每股成本，这样即使新一轮的集资行动造成现有股东的每股盈利摊薄，但由于公司的股价在新一回集资行动中有所上升，原有股东的利益仍然是有所保障的。

二、回报率是风险投资者的第一考虑

价值评估的中心概念就是投资回报的预测，追求回报是每一家风险投资者贯彻始终的原则。好的科技产品是投资者寻求高回报的基础而价值评估就是寻求这种回报的开始。由于高科技投资行业的高风险性，风险投资者必须要追求高回报来弥补所要经历风险的损失。一般来说，不管长远回报率是多少，风险投资者会把 25% 作为年回报率的最低下限，起码要高过风险较低的股票长远回报率 14% 的水平。

需要强调的一点是这里所指的 25% 的回报率是风险投资基金的整体平均最低净回报，即从投资总回报中扣除了风险投资公司每年大约 2% 的管理费以及扣除成本后所得盈利的 20% 的分红 (carry interest) 之后所得出的剩余净值 (2% 的管理费和 20% 的分红比率是美国硅谷风险投资行业中普遍使用的标准)。如此推来，如果科技公司所管理的基金要达到每年平均 25% 的 IRR (internal rate of return) 净回报率，那它必须使投资的整体基金达到每年平均 32% 的水平，而这 32% 的比率也就等于 5 年内把股票价值提高了 5 倍。

风险投资公司所要求的 32% IRR 的水平是整体投资基金经过分散投资后得出的平均回报。所谓的平均是指把基金的所有投资回报率都加起来，再除以投资的项目数量。现实中，风险投资者都会要求回报率远远高出这个水平，特别是 20 世纪 90 年代后期科技股带来的奇迹性回报率更使风险投资者充满更高的期望，追求在几年内达到几十倍的回报已不奇怪。还有如果风险投资者认为投

资的风险高，他们要求的回报就愈高，而企业的估值反而就愈低。

三、价值评估的方法

在风险投资过程中，无论是投资进入还是投资退出，都需要对被投资企业进行价值评估。风险投资人可以用许多模型来对被投资企业进行估值（在通过兼并收购退出时，收购方也需对被投资企业进行估值），这些模型大致可以分为两类：第一类是收益和资产估值模型，以市盈率（P/E）模型为代表；第二类是现金流折现模型，以实体现金流量折现模型和经济附加值模型（EVA）为代表。本章我们分别就上述三种模型作一简要介绍。

1. 市盈率模型

简单地说，市盈率（P/E）就是股票价格对会计收益的倍数。在使用市盈率投资的时候一般采用两种定义，即历史的市场市盈率和未来的市盈率。历史的市盈率是现时每股价格与最近年度每股收益之比，而未来的市盈率则是现时股价与未来会计收益的比值。运用市盈率模型对被投资企业进行估值，则是要在预测被投资企业未来收益的基础上，根据一定的市盈率来确定被投资企业的市值，从而确定风险投资人的投资额（投资进入时）或收购方的收购价格（投资退出时）。

用市盈率模型对被投资企业进行估值通常应该包括以下步骤：

（1）核查被投资企业最近几年的利润业绩，并在现有管理层存续及一定经营假设的基础上预测其未来业绩（通常情况下，可由被投资企业管理层预测，风险投资人或收购方验证其预测假设的合理性）；

（2）确定在风险投资人或收购方管理被投资企业的情况下，影响收益和成本增加或减少的因素；

（3）在上述两步的基础上，按照一定假设再次预测被投资企业未来收益；

（4）选择一个标准市盈率并根据被投资企业存在的风险因素在标准市盈率基础上确定投资或收购所能接受的市盈率。

（5）在盈利预测和确定市盈率基础上确定被投资企业价值进而确定风险投资额（还考虑股权比例）或收购底价（在收购估值时）。

下面我们就投资退出时收购方（现金收购）对被投资企业进行价值评估为例来对上述各主要步骤的操作要点作一概要说明：

A. 被投资企业历史业绩核查

在核查被投资企业历史业绩时,收购方一般会首先查看公司财务账目所遵循的会计政策。主要包括应收款坏账准备的计提、折旧与摊销政策、长期投资减值准备、存货与短期投资跌价损失准备的计提、利息资本化、外汇业务核算、合并报表等主要会计政策。此外,收购方还会对被投资企业对特殊项目和经常项目的区分处理情况,报表日后事项处理等予以关注。在核实会计政策基础上,如有必要,收购方通常会对被投资企业的原报表利润予以调整,以便使这些会计政策能够与收购方的政策相一致。总之,核查被投资企业历史业绩主要是为了了解报表利润的真实性,查实有无利润虚报,同时查实有无资产虚列,有无负债虚减并相应加以调整。收购方同时也希望从历史业绩中找出被投资企业的发展轨迹,探寻影响利润的关键因素,为审核利润预测作准备。

B. 被投资企业利润预测

对被投资企业利润的初步预测通常是由管理层来做,但管理层对利润的预测只是建立在公司的业务计划的基础上,并列有一系列预测假设。因此,收购方首先要对被投资企业管理层所作的利润预测进行审核,审核的重点是两个:一是业务计划是否切合实际。这可以从以往业务计划的实际执行情况来判断;二是预测假设是否合理。在审核基础上,收购方还要将收购因素考虑进去,即在考虑收购后对被投资企业经营改进所作的计划基础上对未来利润情况重新作出预测。这些预期改进因素可能包括收购后由于协同效应使得销售成本和管理费用下降或者价格提高等等。但是收购方同时也要对这些预期改进因素进行认真细致的复核,使其反映企业的真正能力而不是凭空臆想。还有一点要注意的是,应用市盈率模型需要的是对未来一个持续收益的估计,因此在预测中要将一些暂时性因素分开确认和估值(包括资产处置等),并将其价值考虑在购买价格之内。

C. 确定市盈率

第一步是要选择合适的标准市盈率。一般可以有三种选择:在收购时点被投资企业未来的市盈率、与被投资企业有可比性的企业的市盈率和被投资企业所在行业的平均市盈率。具体选择哪种取决于收购方的偏好和得到相关数据资料的难易程度。值得注意的是,当选择与被投资企业有可比性的企业的(以下简称标准企业)市盈率时,务必确定两家企业在风险和成长性方面是不是真正

可比，当判定被投资企业的预期的风险成长性结构和标准企业的风险成长性结构并不完全吻合时，通常要对标准市盈率进行调整，这就是确定市盈率所要做的第二步工作。

D. 决定收购价格

确定收购价格首先要确定被投资企业的价值。而被投资企业价值可以用预期利润乘以未来的市盈率来表示。进展到这一步，收购方就可以根据其收购股权比例和对被投资企业的估值来决定收购价格。

2. 实体现金流量折现模型

实体现金流量折现模型是美国麦肯锡公司发展的一种价值评估方法。按照该方法，公司权益价值（这是风险投资人所关心的）等于实体价值与债务价值的差。有关计算如下：

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；

自由现金流量 = 毛现金流量 - 总投资；

毛现金流量 = 税前利润 × (1 - 所得税率) + 折旧；

总投资 = 流动资金增长额（营运资金）+ 资本开支（长期资产）。

运用实体现金流量折现模型进行价值评估分为四个基本步骤：

(1) 历史绩效与自由现金流预测。包括：计算扣除调整税的净营业利润与投资资本；计算价值驱动因素；形成综合历史视角；分析财务状况；了解战略地位；制订绩效情景；预测个别详列科目；检验总体预测的合理性。

(2) 折现因子（折现率）估测。包括：确定目标市场价值权数；非股本筹资成本估算；股本筹资成本估算。

(3) 连续价值估测。包括：选择预测期限；估计参数；连续价值现值折现价值评估结果计算及解释。包括：计算并检验结果；在决策范围内解释结果选择适当的方法。

3. 经济附加值模型（EVA）

(1) 经济附加值（economic value added）的定义：

按 STERN STEWART 咨询公司的定义和高盛公司的修正：

经济附加值 (EVA) = 税后营业净利润 (Net operating Profit after taxes) - 加权平均综合资金成本率 (Cost Of capital) $\times$ 投入资本 (Capital employed);

权益价值 = 公司价值 (Corporate value) - 债务价值;

公司价值 = 初始投资资本 (Beginning capital) + 预期 EVA 现值 (PV Of future EVA);

预期 EVA 现值 = 明确的预测期期间的 EVA 现值 (PV of cumulated EVA) + 明确的预测期之后的 EVA 现值 (PV of terminal value Of EVA);

明确的预测期之后的 EVA 现值 = 连续价值 (Terminal value) $\div$ (1 + 加权平均资金成本)

连续价值 = 明确的预测期之后的第一年的 EVA (Terminal year EVA) $\div$ 加权平均资本成本 (WACC)

其中，税后营业净利润应在会计数据基础上作出调整，使之大体接近于用于再投资或分配给资本提供者的税后现金；投入资本必须反映资本实际投入量，包括投入到经营单位的营运资金 (Working Capital) 和固定资产；加权平均资金成本是权益资金成本和债务资金成本的加权平均。

应用中经济附加值模型要注意的问题：

- * 明确增加公司价值的情况和因素；
- * 理解如何有效地执行 EVA；
- * 在需要时合理修正 EVA；
- * 尽管理解 EVA 很重要，但 EVA 的变动及未来业绩改善的前景更为重要；

EVA 必须根据实际情况进行修正，这些修正包括：存货成本和估价，季节性，折旧，收入确认，坏账核销，研究开发费用的资本化和摊销，市场开发费用、重组费用、并购溢价和按递延法摊销的其它战略性投资支出，按环保和安全协议所进行的指令性投资，养老金和退休后医疗费用，或有负债，转移支付和间接费用分配，通货膨胀和货币折算等。

四、评估标准参考

1. 主观标准。评估投资项目的主观标准可以包含以下五个方面：

第一，创新企业的评判。风险投资家所青睐的创新企业应具备以下几个特质：优秀的管理团队、独特的商务模式、巨大的市场潜力、周密的财务计划、

具有竞争优势的技术/产品/服务、公司及管理者的可信度等等。投资人在评价一个企业时一般会从这几个方面分析,但大多数投资人更看重是企业团队问题,是否拥有一个优秀的管理团队,这是最重要的一点。

第二,成功创业者必备素质。(1)积极进取、乐观热情。成功的创业人和企业家中没有一个是消极悲观的性格的,一个人如果总是对周围的事物持很悲观的态度就不可能有充足的动力去克服困难创造条件,走到最后成功的那一天。

(2)持之以恒和有使命感。因为任何事情的发展都不可能一帆风顺通向成功的过程需要强有力的精神支持所以创业人必须具备使命感和责任感。创业人要对自己负责也要对他人(包括投资人)负责,这是做人和做事的原则。创业人如果让这一点扎根在心里,风险投资人和创业者之间就有继续谈判与合作的基础与可能。(3)团队精神、乐于合作。一个人如果没有团队精神,容纳不下别人,不肯跟别人合作是不可能成功的,投资人也是不可能去投资这类项目。

第三,创业者应具备的心理准备。创业者应具备的心理准备也是投资人很关心的问题。因为涉及到公司的发展和前途创业者应对吸引风险投资所产生的结果以及伴随而来的影响有充分的认识和心理准备,如:公司结构的变化、个人位置的变更、战略思想的调整等。任何投资人都没有足够的时间和耐心等待或者说服教育创业人。所以,如果投资人感到创业人的心理准备不够往往会采取放弃的态度。此外,创业人应该真诚地对待投资人。鉴于风险投资人从事的是高风险的行业,他们希望依靠可信的事实做出判断。对风险投资人做出任何形式的隐瞒和欺骗都是创业人的致命错误因为投资人会利用多种渠道去判断创业者是否对投资人真诚相待的。通常投资人会与创业人进行坦诚地交谈在一开始的时候不厌其烦地进行多次会谈在谈话过程中将其所关心的问题以不同的方式从不同的角度提出来。这样做,第一是看创业人是不是诚恳地对待问题;第二是看创业人对其自身所创事业的了解程度,以及创业人对今后的发展计划是否经过深思熟虑。只有当创业人确实对自身和自身企业的问题进行过仔细思考其回答才不会出现自我矛盾的现象此时风险投资人对创业人的感觉就不一样了。创业人也不要回避自身公司的问题,因为即使创业人回避问题,精明的风险投资人仍旧可以察觉出来。

第四,新创企业应充分重视的几个方面。新创企业应高度重视:商业计划的制定、实施与调整;财务资金的安排,包括现有资金的消耗与控制 and 未来的

融资计划；公司的成长性即未来发展前景和实现目标的能力等。很多企业失败的原因并不是因为技术和产品本身不好，而是由于对自己公司的财务、现金流方面的控制能力太差，很多企业由于缺乏资金的持续支持而不得不终止研究与经营，所以创业人从一开始就要对资金问题给予高度重视。投资人会关注创业人是如何具体安排使用通过融资获得的资金，以及创业人对下一轮融资的打算，并会就这些问题与创业人进行详细的商谈。投资人希望了解企业在面临资金短缺的困境时，有没有能力化解这个危机。初创企业对资金总是必须事先有一个妥善详尽的计划，否则后期运作会面临很多复杂而棘手的问题，比如：为了尽快得到新的资金而急急忙忙展开下一轮融资，企业会在价位乃至业务发展战略等很多方面受到不利影响，以及会对创业团队内关键技术人员对公司的信心造成打击。关于公司成长潜力的问题，投资人不是仅关注公司的前景会如何，更关注是创业人到底有没有能力实现他的计划。

第五，其它因素。对于公司的管理层，投资人一般首先看创业者对公司献身精神如何，比如创业者本人是否投入部分资金，即使投入的资金很少，也显示创业人对项目全身心投入的程度。第二，投资人要看创业人是不是把精力100%的放在业务上。因为如果创业人自己都没有把整个精力放在创业上，不拿自己的前程去掉一把；又怎么能期望投资人拿自己的钱去冒连创业人本身都不想冒的风险呢？同时，投资人比较关注创业者的经历和素质，以及管理团队完整性的问题。

投资者也十分关注有关知识产权的问题。假如有一个项目很吸引人，具有一项非常好的知识产权，知识产权转让方和受让方之间签定的技术转让和使用合同也很完备，可是问题还是可能出现。投资者还是要“追根寻源”对待知识产权问题。如果该知识产权的技术转让方在国外，投资人应该尽力对国外做一系列相关的调查，查出其中可能隐藏的问题。

2. 客观标准。评价项目的客观标准重点考察以下三方面：

(1) 量化标准。在项目评估的实践中，我们一般都会考虑到一些量化标准，不同估值方法适应于不同类型的项目，彼此都有各自不同的优缺点。以下列举了四种常用方法进行比较，分别是折现现金流法、类似交易的比较、类似公司的比较、帐面价值调整和清算的分析。

估值方法	优 点	缺 点
折现现金流	可对预期业绩表现建立模型，同时便于了解敏感参数的变化，帮助理解业绩表现、现金流和资产负债表三者之间的关系	可能难以反映出市场价格变化的真实趋势。这种方法的实际操作比较困难，需要引入与持续增长值有关的软性数据
类似交易的比较	提供了一种与其它真实交易进行比较的方法。借鉴他人的估值结果作为参照，通过提示其他收购交易的买家，可以发现潜在的竞争对手。	可供比较的交易资料可能非常不完善；最相似案例数据可能未被公布；可获得的资讯与正操作的例子大相径庭；各个案例都有其自身的独特性。
类似公司的比较	可获悉公众和市场对某一特定行业的判断基准	可能会忽略了未来发展所引起的变化
帐面价值调整/ 清算分析	如果估值是以资产的实际帐面价值，而不是该业务的持续经营价值为依据，这种方法将提供最具切实意义的帮助	难以反映出一项业务的商业价值，特别是当该项业务具备很强的盈利前景时

(2) 评估竞争能力。竞争能力也是投资人考虑较多的问题，因为市场是在变化的，市场的变化主要反映在行业本身的变化，同时还反映竞争方面的变化，所以投资人一般从替代产品、供应商、客户及市场进入屏障等四个大的方面来评价某个项目的竞争能力。当投资人评价项目的市场竞争力时，要考虑到该公司在今后为提高市场竞争力应怎样做，应做的事情能否做到，如果能抓住这两点就会对该公司有比较好的把握。以下从四个方面来分析：

A 替代产品： 问 题：◆ 产品是否存在替代产品？

◆ 替代产品的价格性能如何？

潜在举措：◆ 提供风险资本以购买向新领域拓展的关键技术

◆ 用收购方法在新领域取得一席之地

B 供 应 商： 问 题：◆ 该行业的供应商是否垄断集中？

◆ 供应商是否会提高或影响最终产品的价格？

潜在举措：◆ 收购供应两厂家或与之结成联盟？

C 客 户： 问 题：◆ 该行业的客户源是否集中？

◆ 是否会提高或影响最终产品的价值？

潜在举措：◆ 针对客户需求，创新多种产品

◆ 与客户结成股权或非股权联盟

D 市场进入屏障： 问题：◆ 进入该行业市场是否有屏障？

◆ 屏障的阻力程度有多大？

潜在举措：◆ 靠收购行为实现最终产品或关键部件的规模化生产

◆ 锁定关键行业供货源

(3) 知识产权的估值。众所周知，投资人青睐高科技企业，是因为先进的技术可以给其他竞争者进入市场制造屏障，从而大大增强了公司的竞争优势地位。如果没有知识产权这个根基，那么业务优势和开发前景就会有问题。尤其是在目前国内市场循序较混乱的阶段，竞争者彼此打乱仗。本来是循规蹈矩地经营业务，但如果你没有很好地保护自身知识产权，别人很可能剽窃抄袭你的技术成果。通过对你的成果做小小的改动，就可以同样申请知识产权，在医药方面这种事情特别多。但是，创业人如果把无形资产估计过高的话，会对将来的发展造成非常大的影响。因为无形资产要摊销，而摊销会使公司本身的帐面利润减少，尤其在企业准备上市或者准备进行其它方式的资本运作的时候，摊销的结果通常是很影响定价的。比如说，一个公司评估了 4 千万，但其中 3 千万是无形资产，对这种情况投资人一般比较小心。

五、赢时通的价值评估案例

联想通过 2.7 亿港币的有形资产注资赢时通，使得赢时通的有形价值在不到一年的时间内到达 7.5 亿人民币。这对新经济情况下新价值的增长产生了很大影响。赢时通是不是值这么多钱，抑或更多的争论已经不再重要，重要的是在新经济条件下，什么才是网络企业价值的核心所在。因为赢时通在不到一年的时间内，企业价值的增长是非常规的，甚至只能用神话才能描述。由于此次购并行动是目前国内网络界金额最大的一次购并行动，涉及的金额高达 3500 多万美元，折合人民币约 3 亿元，这无疑会对日后的网站购并及网站价值评估产生深远的影响。

A. 华尔街价值评价模型

如何才能确定网络企业的价值呢？目前华尔街已经有很多种评估方法。其

中, 具有代表性的模型是: 市盈率模型 (Price/Earnings, 又称 Campbell-Shiller 模型)、价格销售比模型 (Price/Sales)、理论盈利倍数分析模型 (Theoretical Earnings Multiple Analysis Model, 简称 TEMA 模型)、市值比访问量模型 (Market Capitalization/Visitors)、营销回报模型 (Marketing Return Model)、市值销售比模型 (Market Value/Sales)、联邦模型 (Fed Model)、康奈尔模型 (Cornell Model)、格拉斯门-哈斯特模型 (Glassman-Hassett Model) 以及经济附加值模型 (EVA Model) 等等。

B. MPS 价值评估模型

在评估企业价值时, 为保持与传统的一致性, 选用了美国麦肯锡投资咨询公司提出的 DCF 价值评估模型 (现金流量贴现 Discount cash flow), 作为价值评估的基本工具。另外, 透过对目前国际网络行业、投资领域常采用的评估模型的分析, 可以发现, 对网络企业的价值评估, 主要是根据网络企业的主要特征, 来进行类比推断。根据这种情况, 结合国内的具体情况, 提出了一个类推模型, 一个基于市场份额的网站” MPS 价值评估模型”, 来评估网络企业的价值。模型是基于下列结论为基础的:

- ◇ 美国波士顿咨询顾问公司研究表明, 市场份额与平均现金流关联很强。在行业平均利润水平下, 市场份额可以等价于实际的现金流量。
- ◇ 根据市场竞争的战略定律, 在一个完全竞争的市场中, 单寡头、双寡头或多寡头及均衡竞争中少数企业 (1-10 个) 的市场份额可达到 74%。
- ◇ 根据竞争排序, 我们通过模型博弈法可以排出前几位企业的相对比数。
- ◇ 战略集团的分布与市场细分关联度大, 依照市场细分格局可以描述出战略集团分布情况。

网络企业的 “MPS 价值评估模型”, 可以用以下数学公式进行简单描述:

$$V=M \times P \times S \times k$$

其中: V 代表网络企业的评估价值; M 代表网站所处行业的市场总值; P 代表网站所处行业的平均市盈率; S 代表被评估的网络企业所占的市场份额; k 代表权数, 可通过不同的矫正模型来确定。

如果网络企业的经营范围跨越了多个赢利项目, 则企业的相对市场价值总额, 等于其各个赢利项目的价值总和:

$$V=V_1 + V_2 + \dots V_n$$

由于价值评估涉及的要素繁多,我们需透过战略分析结合价值链与供需链进行评价,对企业的总体生态环境、行业发展趋势、竞争力度、行业壁垒、战略集团分布、迁移成本、技术发展、企业资本、企业目标、管理团队、商业模式进行定性与定量相结合的方式进行分析、筛选,通过引入修正模式模型、博弈模拟等步骤,从而推断出赢时通公司的市场份额。然后,我们再对赢时通公司采用“MPS 价值评估模型”进行价值评估。

C. 市场现状

中国证券市场经历着飞越式的发展,开户数平均每年递增 94.8%,当时已有 4500 万个账户。深沪两市的总市值在过去 10 年里,年平均增长率超过 100%,1999 年中国深沪股市股票交易总量已达 3.13 万亿元。我国证券业现有专营证券公司 96 家,兼营证券机构 330 家,有营业部 2600 家。全国有 71 家受证监会授权的证券咨询机构。

到 1999 年底,我国共有 890 万注册网民,固定电话用户达到 1.1 亿户,移动通信用户达到 4324 万户。全国电话普及率达 13%,其中城市电话普及率高达 28.4%。同时,我国有线电视网络已覆盖了全国 50% 的国土、70% 的城市,用户已达 8000 万,并以每年 500 万户的速度增长。(数据来源:信息产业部公布 1999 年的数据)。

我国的网上证券交易始于 1997 年,目前国内已有 200 多家证券经营机构通过各种形式开展了网上交易业务,交易量约占整个市场的 1% 左右(中国证监会公布)。由于我国的证券行业一直是政府重点监控发展的行业,进入壁垒较高,一些有实力的 IT 公司无法直接涉足网上证券交易业务。与此同时,国内一些券商由于存在自身技术实力不足的问题,无法独立开展网上交易业务。这样,网上证券交易就催生出两种主要模式:一是证券公司使用 IT 公司平台,即 IT 公司负责开设电子商务平台,为客户提供投资资讯,证券公司以营业部的身份在后台为客户提供网上交易的通道;另一种是国内一些券商开设自己的电子商务网站,并开通自己的网上证券交易接入平台,客户可直接通过接入平台到营业部的交易系统进行交易。

据中国证监会统计,全国网上交易用户总量大约在 25 万户左右(证监会 2000 年 3 月公布)。根据《证券时报》2000 年 3 月在深圳进行的调查显示,有 32.5% (即 42 家) 未开展网上交易的营业部表示,年内会开通网上交易。步预

计,2000年底深圳将有78家营业部开通网上交易,约占深圳营业部总数的39%。

另据CNNIC的调查显示,截止1999年底我国上网的890万网民中,有34%的网民需要从网上获取金融证券信息,15%的网民上网主要目的是从事电子商务。因此有人预计全国从事网上交易的潜在客户最少有5%。照此估算,目前全国就有潜在网上交易投资者44.5万,而以2000年网民数量2000万预测,全国就有潜在网上交易投资者100万。这是一个十分可观的数字,而且关键还在于它以几何级的速度在增长,任何券商对此熟视无睹都将会犯历史性的错误。

网上证券交易经过试点和推广后,预计到2003年,中国将有80%的大中城市推出网上证券交易系统,按美国约25%的散户经纪量通过互联网完成交易来计算,中国将会有近1000万人使用在线证券服务,其中在线交易的开户数将达到120万户,交易额占整个市场交易额的5%,平均年增长将超过230%。

D. 竞争格局

目前,国际上的证券电子商务网站基本可分为以下四类:

- * A类:大券商经营的证券电子商务网站,如美林、摩根。
- * B类:小券商经营的证券电子商务网站,如嘉信。
- * C类:IT企业经营的证券电子商务网站,如ETrade。
- * D类:财经媒体经营的财经资讯网站,如“华尔街在线”。

国内由于相关法规限制,只有传统券商才能开展在线证券交易业务,网络企业没有经营权。因此,在具体分类时,与国际上常用的划分标准有较大的差异。

根据各证券电子商务网站的机构背景和经营特点,为便于比较评价,可分为以下四个类别:

- * 一类:在线证券交易网站,主要由传统券商经营。
- * 二类:证券类ICP网站,主要由传统财经媒体、主管机构经营。
- * 三类:证券类ISP网站(接入服务商),主要由传统电信营运机构经营。
- * 四类:证券类ASP网站(平台服务商),主要由传统证券系统集成商经营。

网络经济时代是一个赢家统吃的时代,业内前五名将占到市场的绝大多数份额。在我国由于网络服务商不能直接进行交易服务,这就面临一个券商与网络服务商的合作问题,同时产生证券业的重新洗牌过程与正确定位问题。只有

那些有创新、有实力、能适应快节奏变化的企业，才能够领先。但不同的组合会有不同的结果，这就加剧了整个市场的不确定性。

E. 价值评估

赢时通公司在证券商务集团中，属于“非券商证券类网站”，归为第二类。在“非券商证券类网站”中，赢时通服务项目全，赢利模式设计好，赢利项目多。在技术平台业务中，传统业务占到业务总量的20%强。根据市场及政策情况，赢时通提出了整合资源、价值链后推、与中小券商结盟等多种形式，成为券商外包服务商，通过服务获得稳定收入。

通过分析，根据战略集团分布情况（基本根据用户使用习惯和2/8定理，并考虑竞争强度与政策因素），在“非券商证券类网站”中，赢时通占有的网上交易市场份额最小可以达6%（目前的投入发展力度），最大可以到21%（假设在非证券类中处于绝对垄断地位）。

证券行业的一般税后利润率为15%，平均市盈率系数为40。

根据证监会的报告，1999年沪深两地A股交易总量3.13万亿元。按买卖双方计算，实际市场总额为：3.13万亿元 $\times$ 2=6.26万亿元。

若以1999年沪深两地A股市场总额6.26万亿元为基数，未来5年网上交易占10%（大平均数），交易手续费按现行规定千分之三点五计算，网上交易的佣金收入可以达21.91亿元。

$$V = M \times P \times S \times k$$

（在不考虑矫正模型的情况下，可假设权数 $k=1$ ）

其中：

平均市盈率系数 $P=40$

证券行业的市场总值 M

=21.91亿元（在线佣金收入） $\times$ 15%（行业平均利润率）=3.29亿元市场份额 S ，可以分为以下四种情况考虑：

- * A：按行业内最小份额计算，赢时通公司所占的市场份额为6%；
- * B：按行业内最大份额计算，赢时通公司所占的市场份额为21%；
- * C：按行业内最大份额的黄金分割点计算，赢时通公司所占的市场份额为15.27%；
- * D：按行业内最小份额的黄金分割点计算，赢时通公司所占的市场

份额为 10.73%；

根据以上四种情况，赢时通公司在网上交易项目方面的市场价值分别：

* A: $G=3.29 \text{ 亿元} \times 40 \times 6\%=7.9 \text{ 亿元}$

* B: $G=3.29 \text{ 亿元} \times 40 \times 21\%=27.64 \text{ 亿元}$

* C: $G=3.29 \text{ 亿元} \times 40 \times 15.27\%=20.01 \text{ 亿元}$

* D: $G=3.29 \text{ 亿元} \times 40 \times 10.73\%=14.76 \text{ 亿元}$

根据目前的实际分析情况来看，情况 A（最小市场份额）和情况 B（处于行业垄断地位）两种可能性都比较小。在情况 C 和情况 D 两种评估结果当中，情况 C 代表单寡头竞争局面中强势企业的市场份额，情况 D 代表多寡头竞争局面中强势企业的市场份额。

对照具体情况和对未来数年中国证券电子商务市场的分析，最终竞争局面应该是维持多寡头竞争局面。按目前的市场开展进度和整体情况分析，赢时通按照目前的商业模式运作和资本投入，可以维持在多寡头竞争局面中的强势企业的地位，因此赢时通公司在证券在线交易项目的市场价值可以按情况 D 计算，为 14.76 亿元。

根据对赢时通公司的赢利模式分析，未来 5 年间，证券在线交易收入约占公司整体收益的 70% 强。假设按 70% 计算，则赢时通公司的整体市场价值应该为： $14.76 \text{ 亿元} / 70\% = 21.1 \text{ 亿元}$ 。

F. 结 论

由上述评估模型推断，赢时通的市场价值在 7.9 亿到 27.6 亿之间。综合有关权数，其总体市场价值约为 21.1 亿元。联想此次对于赢时通的投资，资产总估价为 7.5 亿，加上品牌资产、潜在的客户资源的投入，联想对赢时通的实际资产评估约在 15 亿-20 亿之间。这个价格与我们的评估结果基本吻合。

据有关方面透露，在联想决定投资的同时，有多家海外投资公司和跨国企业都对赢时通表示了强烈的投资意愿，其投资金额和市场估值都比联想的要高。那么，赢时通为什么会选择出价并非最高的联想公司作为合作伙伴呢？透过综合分析，可能是因为以下四个方面的原因：

1. 赢时通由于第一股东出现变动，迫切需要与一家有影响的企业结成合作伙伴。同时，证券电子商务市场主要集中在国内，而联想正好是国内最具影响力和竞争力的 IT 企业。

2. 证券电子商务牵涉到政策因素较多, 联想作为民族企业, 在政策方面无疑容易获得政府支持。

3. 联想作为目前国内最大的 PC 厂商以及居于领先地位的 PDA 厂家, 与赢时通合作, 可以在较短时间内为赢时通增加大量的实际客户, 大大缩短风险资本的回报周期。

4. 联想作为知名的 IT 企业, 会给重组后的赢时通带来巨大的品牌价值。按照国际购并惯例, 赢时通需对自身的无形资产进行一定的折让。

(引自《信息产业报》, 2000)

2.6 VC 选美标准

一、美国 IDG 国际数据集团

国际著名投资机构美国 IDG 国际数据集团总裁麦戈文在谈到其在中国风险投资的“选美”标准时指出:

首先, 要求这个公司成长非常快速, 在很短的时间内能达到较大的规模, 反映在数字上就是平均每年的增长率达到 40% 左右。

第二, 这个公司必须在行业中处于领先地位, 第一或者第二, 并且能够保持持续的增长。更具体地说, IDG 会考察公司是否拥有好的销售渠道, 并且不希望它与竞争对手陷入自杀性的价格竞争之中, IDG 会考察公司长远发展的可能性, 这是非常重要的。

第三, 这个公司必须有强的管理能力和一支优秀的团队。一个公司的业绩很重要, 但更重要的是它能吸引人才, 能听取不同的意见, 把好的创意变为行动, 并贯彻下去。

第四, 投资回报率。对于种子期的公司, 因为它们的投资风险更大, 所以希望每年的回报率要在 50% 以上, 对于成长期的公司来说, 希望每年的回报率在 30-40%, 在投资后的 5-7 年内能实现上市, 上市后, 不低于 25%。

二、清华紫光科技创新投资有限公司 (THUVC)

活跃在中国大陆的另一家 VC-清华紫光科技创新投资有限公司 (简称“紫光创投”), 公司总经理刘宏飞先生曾在一次清华紫光风险投资俱乐部的活动中, 谈到了紫光创投的“选美标准”:

1. 市场。支持企业发展的一个很重要的因素就是市场。项目方所在行业细分的市场是否足够大，并能够支撑企业的发展？项目方以何种方法来占有市场，是创造出一个新的市场还是分割旧有的市场？项目方在什么阶段，采用什么样的策略和步骤，必须十分清楚。选项目，市场总是第一位的，一流的技术，如果没有卖点，项目就没有生命力。

2. 技术。项目方的技术是否有足够高的技术门槛，是否容易模仿；后续的研发能力如何，能否保证既有产品的不断升级换代以及开发新产品的能力，都在紫光创投项目尽职调查中占有重要位置。

3. 管理团队。管理团队是否能够带动企业生存和发展，是否已经磨合相互适应，是否互补彼此的缺陷，团队的效率应当是一流的。因为 VC 投入风险资本后，不大可能向每个项目公司派出管理人员，所以，一个项目是否该投，很大程度上建立在对项目团队，尤其是 CEO 或总经理的信赖基础之上。此外，作为 VC，十分关注企业团队是否拥有股份。

4. 退出途径。实际上投资的本质无非就是在衡量回报率的问题。投资人获取应得的回报率，才可能进行投资活动，因而，在投资之初，投资人要明确一个清晰的退出渠道，这也是项目投资决策的重要前提。

2.7 创业者如何更好地利用风险投资

一、学习管理和资本运作方面的经验

利用风险投资不仅仅意味着在资金上得到风险投资公司的支持。绝大多数高科技企业的创业者都有良好的技术背景，但在对企业的经营管理上则有所不足。而风险投资家一般具有经营管理和资本运作方面的高超能力，他们不仅给风险企业注入资金，还经常参与企业的监督和经营管理活动，对企业进行管理辅导，提供财务顾问服务并最终对企业进行包装上市，尤其是在其投资额较大、所占股份较高的情况下更是如此。所以创业者要主动配合风险投资公司对公司经营管理和资本运作方面的帮助和指导，不断吸取风险投资家所带来的现金的投资理念和经营理念，以便使对风险投资的利用达到“效益最大化”。

风险投资家对企业经营管理的参与最主要有三类活动：一是作为管理层的顾问，即作为专家指导企业的经营活动，使企业走上规范化制度化的道路，用现代的管理手段促进企业的发展，包括制定规划、制定营销战略、人事安排、

发展与供应商的关系等；二是进行后续融资，包括争取其它的股权性投资、取得债权性融资、与其它投资者协商洽谈、监督企业的财务状况等活动；三是监督企业的日常经营活动。

二、保留对企业的控制

保留对企业的控制对于创业者来说是非常重要的。风险投资可以支持企业的发展，但被投资企业将不可避免的要出让一部分股权，有时甚至被风险投资公司控股。从以上的分析我们已经明白，风险投资公司不是战略投资者，它们不可能长期持有企业的股份，在投资基金协议期满之前必须退出投资。如果是通过上市来退出，尽管创业者持有少数股权，但因为社会公众股东比较分散，创业者仍旧能够保留对企业的控制。但是如果上市有难度，风险投资公司将有可能通过协议把所持有的股权转让给战略投资者，在这种情况下，如果风险投资公司持有被投资公司多数股权时，创业者将最终失去对公司的控制。

为了避免后一种情况出现，创业者可以在融资协议中加上一些约束性内容，保证风险投资最终选择通过上市的方式退出投资。如果有难度，可以签定股份回购协议，或者在规定协议转让风险投资公司所持有的股份时，相同条件下创业者有优先购买权。

三、尊重风险投资公司的权利和利益

风险投资公司的本质是投资而非投机，所以风险投资公司往往要求创业者对其所从事的事业充满信心，有必然成功的信念。如果创业者表现出了过多的投机意识，期望将来象风险投资公司一样通过各种途径使自己的股份“变现”，那么他们将不可能获得风险投资家的青睐。

在风险投资关系中，风险投资家和创业者双方追求的目标是不一样的。风险投资家追求的是最大限度的资本利得，而创业者追求的不仅是利润的获得，而且也寻求个人职业生涯的发展及事业上的成功等因素，他们可能在决策和经营中偏好于个人职业生涯的发展、个人的荣誉及创业自豪感等，而没有使股东收益最大化。其次，由于创业者投入的主要是无形资产，因而会趋向于追逐高风险的项目。若项目成功，他可以按协议中的比例取得利益分配；若项目失败，资金的损失主要来自风险投资方。更有甚者，创业者可能明知企业的前途不妙，但为了能使自己的创业继续下去，以及得到管理自己的企业的荣誉感，

他会故意向投资方隐瞒事实，损害风险投资方的利益。所有这些情况将使创业者在资本市场名誉扫地，最终将失去风险投资公司的支持。

第三章 风险投资支持体系的国际比较

3.1 美国的风险投资业

一、风险投资的发展历程

风险投资的起源可以追溯到 19 世纪末期,当时美国一些私人银行通过对钢铁、石油和铁路等新兴行业进行投资,从而获得了高回报。1946 年,美国哈佛大学教授乔治·多威特和一批新英格兰地区的企业家成立了第一家具有现代意义的风险投资公司——美国研究发展公司(ARD),开创了现代风险投资业的先河。斯坦福大学等机构借鉴这一成功方式,造就了闻名于世的“硅谷”,硅谷现在聚集了大约 7000 家电子和软件公司,每星期诞生 10 家新公司,硅谷完善的投资环境和风险机制使这里成了思想和技术冒险者的天堂。

风险投资在本世纪 50 年代以前的发展比较缓慢,真正兴起是从 70 年代后半期开始的。1973 年随着大量小型合伙制风险投资公司的出现,全美风险投资协会宣告成立,为美国风险投资业的蓬勃发展注入了新的活力。目前,美国的风险投资机构已接近 2000 家,投资规模高达 600 多亿美元,每年约有 10000 个高科技项目得到风险资本的支持。

风险投资在美国兴起之后,很快在世界范围内产生了巨大影响。1945 年,英国诞生了全欧洲第一家风险投资公司-工商金融公司。但英国风险投资业起步虽早,发展却很缓慢,直至 80 年代英国政府采取了一系列鼓励风险投资业发展的政策和措施后,风险投资业在英国才得以迅速发展。其他一些国家如加拿大、法国、德国的风险投资业随着新技术的发展和政府管制的放松,也在 80 年代有了相当程度的发展。日本作为亚洲的经济领头羊,其风险投资业也开展的如火如荼。到 1996 年,日本的风险投资机构就有 100 多家,投资额高达 150 亿日元以上。但与美国不同的是,日本的风险投资机构中有相当一部分是由政府成立的,这些投资机构也大多不是从事股权投资,而是向高技术产业或中小企业提供无息贷款或担保。

从组织形式上看,五十年代美国的风险投资是分散的,没有一定的组织形式,从事风险投资的基本上是富有家庭或一些投资机构,风险投资还没有形成一个工业。1957年苏联卫星上天对美国是一个很大的刺激,国会于次年通过了小企业投资法案,并在此基础上建立小企业公司(Small Business Investment Companies, SBIC)。SBIC直接受美国小企业管理局管辖,并可从后者得到低息贷款。此外,SBIC还享受一些税收上的优惠。从1958年到1963年,美国约有692家公司注册为SBIC,共筹集私有权益资本4.64亿美元。可见,政府的直接参与大推动了风险投资业的发展。SBIC是政府资金或国有资本与私人资本相结合的一种尝试。

SBIC项目见效快,但弊病也不少。弊病之一是很多SBIC公司从政府得到低息贷款后,并不是向高科技新兴企业投资,而是大量投入成熟的、相对风险较小的企业。原因很简单,风险投资风险大、成功率低。而SBIC从政府得低息的贷款,他们没有投入高风险企业以获取高盈利的压力。SBIC的演变违背了美国政府扶植它以推动风险促进高科技产业发展的初衷。

SBIC的教训以及外部经济条件的变化孕育了一种新的投资方式:小型的有限合伙制的风险投资公司。这些公司规模相对较小,融资额从250万元到1000万元不等,这些合伙人公司的规模虽小,但全力以赴为新兴高科技企业提供起步资金。1973年,全美国风险投资协会成立,为风险投资业的发展奠定了基础。

在短短几十年的历史中,美国风险投资经历了五十年代、六十年代的兴起,七十年代的衰退,八十年代复兴,八十年代末、九十年代初的高潮和九十年代末蓬勃发展这样一些阶段。过去的十年,美国风险投资业本身已经形成一个新兴的金融工业。风险投资公司如雨后春笋,成批涌现。拥有一亿美元,甚至十亿美元资产的风险投资基金比比皆是。当然激烈的市场竞争使得风险投资公司走出狭义的风险投资模式,转向更广泛的资金需求市场。除了传统业务,风险投资家开拓了广义上的风险投资业务,如风险租赁、麦则恩投资、风险购并、风险联合投资等等,传统的风险投资开始融合其他投资模式,向过去所谓的“非风险投资”领域扩张。风险投资与非风险投资的区别已经成为越来越模糊的概念。风险投资业不断地从经验教训中汲取养分逐渐走向完善与成熟。

二、美国政府在促进风险投资发展中所起的作用

研究美国风险投资的发展过程,虽然经过了较长一段时间的摸索,美国政

府在风险投资发展中的作用还是比较显著的。政府并不直接参与进去，而是提供扶持和保障措施，正确地引导私人投资介入风险投资业，取得了非常大的成功。

1. 政府参与、积极引导。美国早期的风险投资其实也是没有什么充足的资金，他们是以大学或研究机构的实验室或房子作为风险资本投入的。美国政府为了促进小企业的发展于1958年推出了一个“小型企业投资公司计划”，允许一些私营投资公司可以向美国政府的“小企业管理署”贷款到相当于自身资产3倍的款项，并享受低息及课税的优惠，进行风险投资。美国还从税收上对国内的风险投资进行大力支持，并且在其中还有一个逐步认识过程。1969年美国国会把资本收益率从28%增加到49%，使得风险投资大幅下降。从而使得美国的科技发展速度放慢了，而同一时期日本却快速地赶上来。因此1978年美国又将税率从49%调到28%，1981年进一步下调到20%，造成风险投资资本净值大增，由于美国这一时期的经济开始走出低谷，证券市场也开始繁荣起来，因而促成了风险投资迅猛地发展起来。80年代以后，美国政府为促进高技术风险投资，降低了风险投资税率，风险投资额的60%免除征税，其余40%减半征税。美国还通过立法来加强对高科技小企业的风险投资管理和监督，从而为高科技小企业的成长创造一个良好的宽松的法律环境。比如：美国的《小企业发展法》；美国的《银行法》允许信贷机构将自有资金的5%用于风险投资业务。美国政府的主要官员也积极地利用演讲和撰文来倡导风险投资，发展国家经济战略。

2. 提供信贷担保和财政资助。1953年，美国政府成立了中小企业管理局，小企业管理局同时承担对高科技小企业的银行贷款担保，按贷款额的高低进行不同级别地担保，最高达到90%的担保，如果破产美国政府承担90%，其余的拍卖。美国通过财政担保鼓励银行向风险企业提供贷款，对风险企业提供无抵押式债务保证。贷款在15.5万美元以下的提供90%的担保，贷款在15.5万美元-25万美元的提供85%的担保。

3. 建立二板市场。开辟了纳斯达克市场，企业上市的条件相对较为宽松，为风险投资的适时退出建立了通道。

4. 制定发展规划及给予直接支持。1958年，美国政府推出了“小型企业投资公司计划”，一些小型投资公司可以向美国小企业管理署借到3倍于自身资产的款项，并享受低息及税收上的优惠。

5. 培养了一大批风险投资家。美国的风险投资家许多不仅是技术方面的专家而且通晓金融知识。因此他们对某一项发明或科技成果是否具有广阔的市场前景能在较短的时间内作出判断,节省了从研究到成品堆放市场的时间,有利于比别人更早地取得专利和占领市场。美国的风险投资家具有创新精神,他们不是人云亦云,也不一哄而上,虽然信息业的风险投资还在增加,但是生物科学和海洋科学的投资增幅更大。在美国甚至有的风险投资家拿着支票到不知名的小镇或者大学去和那些有突出发明和特长的人和学生谈判,给他们提供资金,帮助他们创业。他们不以貌取人,也不论资排辈。他们的社会背景也不同,有的是企业家,有的是富翁,有的是政府部门主管,有的是基金经理人,有的是发明家等等。但是他们有一个共同的特点,那就是对事务有着敏锐的洞察力,极具战略眼光。反映在风险投资上就是抢占知识经济制高点,努力培养国家支柱产业,从而走在时代前列,领导世界潮流。

在美国风险投资的发展过程中,还有以下两个因素不容忽视:首先,美国之所以取得如此广泛的成就,得益于长期以来政府建立机制、重视发挥个人作用、富于开拓精神、注重实效、鼓励创新的传统。风险投资往往追求利润的最大化,他们更多地把资金投入可能取得最高收益的公司和极有才能的个人;把风险投资基金更多地投向年轻一代开办的高新技术公司,因为年轻一代具有吸收新知识、最富有创造力、最有活力和极想创业成功的优点;投资是为了未来而不是过去,是为新生公司而不是老公司。其次,美国还有一个良好的社会风气那就是鼓励冒险和容忍失败。风险是永远存在的,没有“保准成功”的事,应当做的是如何在控制风险的前提下尽可能地取得最大收益。这就是一个社会、一个民族的创业文化、投资理念。

三、美国风险资本的筹措与回收

1. 风险资本的筹措

风险投资的早期阶段,资金主要来源于富裕的个人投资者,如1978年,美国风险投资的资金构成为:个人投资家32%,外国资金18%,保险公司16%,养老基金15%,大企业10%。90年代以来,美国风险投资的资金来源发生了明显的变化,养老基金等机构投资者成为主要的投资来源,发生了风险投资基金出资的机构化现象。风险投资资金来源变化还带来了投资理念的变化。早期的或者说传统的风险投资理念是把资金运用于提高企业价值的企业活动,共同承

担创新企业的活动成果。而机构投资者的投资理念，却是在保证基金安全的前提下，强调资产运用受托者的责任，要求所投资的资金要有确实的“出口”（即变现），对风险投资作为一种“商品”要求其标准化的意愿十分强烈。

美国大量的风险资本源自民间。由于政府的大力倡导，配合出台了一系列财政、税收、立法上的优惠政策，再加上早期风险投资的成功实践所带来的巨大社会效应，促使越来越多的民间资本开始进入风险投资。美国的各种基金会管理的资产大约有 5 万亿美元，仅美国加利福尼亚州的职工退休基金会管理的资金数额就达 3300 亿美元，其中大部份基金涉足风险投资。这些基金包括共同投资基金、互助基金、套期保值基金、高收益基金、过渡基金、私募基金、退休基金、风险资本基金等等。又由于取消了金融市场管制条例和进行金融产品地革新，因而使得可发售的基金种类、IPO 股票种类和数额都大大地增加了。应该特别指出的是，美国证券市场的完善和发展提供了风险资本增值后的一个安全出口，而且为小企业进一步融资发展壮大奠定基础。

2. 风险资本的回收

（1）投资回收方式。美国风险投资的投资回收手段、或者说投资股权的现金化，有这样几种方式：通过股票公开上市卖掉股权；通过企业并购转让股权；向其他股东转让股权；向被投资企业卖出股权；破产清算。通过股票公开上市卖掉股权，来回收投资和实现投资收益是风险投资活动取得成功的标志，既是风险投资公司投资策划的首选目标，也是投资回收中采用最多的方式；通过企业并购转让股权也是风险投资公司在回收投资时经常选择的方式。据 Venture Capital at the Crossroads 所载，美国 26 个风险投资基金在 1970 年-1982 年间的投资回收中，通过股票公开上市卖掉股权的为 30%，通过企业并购转让股权的为 23%，向其他股东转让股权的为 9%，向被投资企业卖出股权的为 6%，破产清算的为 32%。

（2）投资成果分配。创新企业公开上市之后，风险基金的普通合伙人可根据股票市场的情况卖出持有的股票而回收现金，按照约定进行分配，或者把股票进行分配。当通过企业并购转让股权等 IPO 以外方式回收时，则分配现金。

（3）风险投资基金的收益率。一般来说，各基金都使用卖掉股票收到的现金、基金持有的股票等资产的市场价值、以及未投资的现金等，进行内部收益率计算来核算收益率。由于股票市场价格变化较为激烈，总体来看，风险投资

基金的收益率变化也很激烈。由于美国的风险投资基金主要是有限合伙制,没有向合伙人以外展示经营信息的义务,有关收益率方面的信息难以收集。据一些调查,在七十年代末到八十年代的第二次风险投资高潮时期,风险投资基金的收益率约在 30%。综合多种资料来看,整体上的风险投资收益率约在 20-30%。

四、美国风险投资发展的三个阶段

第一阶段:政府主导型发展阶段。它始于 20 世纪 50 年代中期,美国国会通过了小企业投资法案 (Small Business Investment Act), 该法案授权联邦政府设立小企业管理局 (SBA), 经小企业管理局审查和核发小企业投资公司 (SBLCS) 的经营许可证, 获得特许的投资公司可以从联邦政府获得非常优惠的信贷支持。从 1958 年到 1963 年, 小企业管理局就核发出 692 个小企业投资公司许可证, 共募集私人权益资本 4.64 亿美元。这一阶段的明显特征是, 风险投资基金受政府的影响比较大, 法律规定获得许可证的小企业投资公司, 可以得到小企业管理局高达基金自有资本 400% 但总额不超过 9000 万美元的融资支持。这些资金支持的具体形式有低息贷款, 或者由管理局购买或担保基金发行的公司债券等。小企业投资公司同时也有义务遵守许可证要求, 即公司只能投资合格的小企业 (即净资产不超过 1800 万美元, 过去两年平均税后利润不超过 600 万美元的企业)。此外, 小企业投资公司还不得直接或间接地长期控制所投资的企业, 也不能投资于地产、信贷、外资及其他作为同业的小企业投资公司。通过政府的支持, 小企业投资公司造就出美国在线、苹果电脑、联邦快递和英特尔等一批赫赫有名的大公司。但是, 政府的支持, 同时也滋长小企业投资公司的道德风险, 具体表现为: (1) 许多投资公司取得低息贷款后, 并不投向高风险的新企业, 而是投向成熟的风险较低的企业, 或者以高利率转贷给工商企业赚取利率差。(2) 政府的大力支持造成了投资公司预算约束软化, 真正敢于冒险的能干的风险投资者无法脱颖而出, 这实际上就是风险投资者市场的逆向选择问题, 结果许多投资公司效率低下。尽管当时美国政府试图通过加强监管来解决投资公司的效率问题, 但无法从根本上阻止其绩效滑坡, 到 1977 年, 美国小企业投资公司的数目锐减到 276 家, 1978 年小企业投资公司的风险投资只占全美风险投资资金的 21 到 1989 年只占 1%。

第二阶段: 有限合伙制占主导的发展阶段。由于小企业投资公司的道德风

险问题使其走向衰落,新企业融资就逐步由有限合伙制的风险投资公司主导,尽管这种有限合伙制基金很早就出现。私人合伙公司的资金来源于个人投资者,其中除了发起人的自有资金外,主要的资金来源是外部资金,一般有养老基金(1996年占45%)、保险公司和银行(6%)、基金会和大学(20%)、富裕的家庭和个人(7%)、公司(18%)、外国投资者等。由于没有政府的直接支持,这种私人基金的投资目的就是追求新企业未来的高回报。只要新企业的成长率被社会普遍看好,那么投资和风险就可以匹配,或者说,即使新企业的失败率很高,如果其中一家成功带来的回报足以弥补其他投资的损失,就值得冒险。

但是,有限合伙制基金同样存在着问题。面对投资回报率的压力,基金管理者必须选择恰当的投资组合,力求风险和收益的对称。因此,有限合伙制基金的兴起必须依赖投资对象的高成长率。从风险投资的阶段分布来看,美国风险投资主要集中在风险企业的成长阶段和扩展阶段,据美国风险投资协会(National Venture Capital Association, NVCA)的统计表明,约有80%的风险投资资金投在这两个阶段,仅有4%左右投在创建阶段,另有14%投资于成熟阶段。对处于成长阶段的企业来说,未来的投资回报是不确定的,不过信息技术等的发展造成了社会一个普遍的预期,就是这些技术的应用前景十分广阔,这种预期反映到投资者的投资项目评估上,就可能导致一个比较高的内部报酬率。正是社会的利好预期引导了大量的私人资本进入风险投资市场。可以推测,一旦经过若干时间的发展,市场可以给新企业的价值予以一个真正的定位,那么社会的评价也会相应调整。

美国风险资金的投向正在发生变化,选择比较稳定的成长企业,因为风险投资基金必须给投资者一个相对稳定的回报。如果原来的投资战略达不到要求,那么投资者必然要求风险投资者调整投资组合。从美国的风险投资市场的变化看,早期由于人们对信息技术的发展前景普遍看好,而对于开发和应用信息技术的企业的盈利能力并不是很清楚,或者说,社会对信息技术的评价影响到投资者对信息技术企业的投资价值的评价。当所有的人都面临同样的技术市场的不确定性时,对技术应用价值的判断就成为投资者一个最重要的投资依据。因此,当互联网刚刚显承其魅力,风险投资者青睐有加。然而,任何投资者都无法忍受长期的低盈利状态(甚至是亏损),所以一旦投资者失去耐心,那么风险投资者就要考虑投资战略的调整。伴随基金投资的调整,风险资本市场本身也

在转变。首先，从风险投资的资金来源看，大型企业的资金逐步增多，形成了最热门的趋势。例如著名的微软公司在 1998 年上半年就投资了网络风险投资基金。其次，风险投资的资金运用则从新产品开发领域转移到并购领域，这是因为新企业的上市容易被动地受金融场景气左右，所以通过协助新企业进行并购活动，可以相应地为自己创造出一个新的退出机制。最后，新企业在利用风险资本时，从单纯的依赖资金供给向管理和战略咨询转移。

第三阶段：美国风险资本市场上的种种变化已经说明，风险投资基金的发展正在进入第三个阶段：大企业的影响力将逐步增强，并且单纯的资金供给已经不再适应新企业的需要，风险投资基金不仅要为新企业融资，更重要的是要凭借专业知识，深入到新企业的治理结构，给新企业的发展提供市场、管理以及战略等方面的服务与咨询。

五、美国风险投资的发展模式

风险投资事业给美国高新技术产业带来巨大的繁荣和发展，并从中获得巨大经济和社会效益，基本解决了高新技术产业发展过程中高投入、高风险的难题，同时又鼓舞社会各界踊跃向高新技术产业投资，以求获得高效益回报。美国风险投资模式主要有以下几个特点：

- (1) 合伙制的私营公司；
- (2) 各类金融机构（银行、保险公司、养老基金等）；
- (3) 小型投资公司（由小企业管理委员会审核控制）。

美国大多数风险投资公司是合伙制的私营公司。总的来说，该种投资模式提供风险资本的比重为 60%，其它两种模式各为 20%。美国风险投资的功能不仅包括筹集资金、鉴定选择项目等，而且还给风险企业提供各种咨询服务和管理上的支持，并帮助风险企业制定发展战略、寻找新的资金来源、选择技术干部和管理人才等。风险资金主要投入到那些使用先进技术或专门用高新技术而创办的企业中。加州硅谷是美国风险投资的“大本营”，另一个高新技术产业风险投资区在波士顿，这里有 2000 多家高新技术企业，分布在麻省理工学院及 128 号公路附近。此外，还有一些被称作小硅谷的风险投资区，如北卡罗莱纳州的“三角研究园”和得克萨斯州的奥斯汀市。风险投资受到美国政府的大力支持，美国国会制定和通过了 200 多项有关发展风险投资的法令，州和市政府议会也通过各种立法，大力支持风险投资公司的创立与发展。

风险投资基金通常采用有限合伙制，由至少一个以上的普通合伙人和相当多的有限合伙人组成。普通合伙人通常是风险投资方面的专家，或者是风险投资公司的资深经理人。普通合伙人负责管理风险投资基金的投资事务，并对合伙的风险投资基金的债务及有关法律事项承担作为普通合伙人连带责任。有限合伙人通常是机构投资者，或富裕的个人。有限合伙人对风险投资基金只承担出资范围的有限责任，无权直接参与风险投资基金的经营管理。风险投资公司的高级管理人员一般都会成为风险投资基金的普通合伙人。

风险投资公司和风险投资基金除了上述法律上的特点外，还有这样一些约定俗成的惯例：① 在组织风险投资基金的时候普通合伙人通常出资 1%，其余的 99% 由风险投资公司以外的投资家——有限合伙人来出资（出资可在 2—3 年内分次完成），组成有限合伙制的投资基金。一般来说，有限合伙人的出资部分不低于 50 万美元。② 作为负连带责任的普通合伙人每年可得到相当于风险投资基金总额 2-3% 的管理费、基金运营产生的资本利得分红的 15-25% 的报酬。只负有限责任的有限合伙人每年需要向普通合伙人支付上述所言的管理费，可得到基金运营产生的资本利得分红的 75-85%。③ 普通合伙人在有限合伙人收回其投资之前不能获得其分红。

3.2 日本的风险投资

一、日本风险投资的发展

由于历史的原因，再加上金融业在经济中的中流砥柱作用，日本的许多行业都有政府和大财团的身影，风险投资业也是如此。1963 年，日本政府模仿美国的中小企业投资法，制定了《日本小型企业投资法》。之后，日本政府和金融界提供了很多扶持措施和资金支持，并且参与其中。

（一）政府的扶持措施

1. 政府在东京、大阪和名古屋三个主要工业区各设置了一家资助性的投资公司“财团法人中小企业投资会社”，其主要任务是购买新创立的风险企业的股票和可兑换债券，并为新创立的风险企业提供 28 种经济难题的咨询服务，建立“中小企业金融公库”、“国民金融公库”、“工商会金融公库”等，为一般中小企业提供优惠贷款。

2. 建立日本式的认股选择权制度。

3. 鼓励银行开展以“智慧财产权”为担保的融资业务。

4. 协助大学与风险投资企业共同举办技术交流会；协助资讯、通讯业的技术开发和风险投资；促进生物技术、新材料的研究开发和新产业的培育。

5. 积极改革股票场外交易市场，建立日本的 NASDAQ 系统，扩大有潜力的中小型科技公司向大众募集资金的能力。

（二）政府的资金和担保支持

1. 1975 年，通产省设“研究开发型企业培育中心”，为风险企业向金融机构的贷款提供债务担保，担保比例为 80%。

2. 国家出资 400-500 亿日元设立中小企业事业团，对都、道、府、县政府提供 10 年期无息融资，支援设立风险投资企业财团，由此提供低息贷款，以供股份认购或债务保证。

3. 都、道、府、县设立风险投资支援财团。

4. 设立风险投资支援人才确保助成基金，资助风险投资企业录用必要专业人才的薪资。

（三）银行的资金支持

1. 设立无担保特别融资制度，如三和银行计划 5 年提供 150 亿日圆的无担保融资，富士银行计划对于风险投资企业提供 50 亿日圆。

2. 扩大对于风险投资企业的直接投资，三和银行计划 5 年内在 500 家风险投资企业投资 50 亿日圆，富士银行计划 3 年内对 200 家风险投资企业提供 100 亿日圆的融资与投资。

3. 银行成立企业经营支援室，发掘风险投资企业并提供经营支援。

4. 银行与附属的风险投资公司设立投资事业组合。

5. 开办“风险投资企业应收帐款信托”，协助风险投资企业解决短期资金周转问题。

6. 地方银行、信用合作社等等也积极发展支援风险投资的业务。

（四）评价：短期有效，长期不利

日本政府和银行的以上的做法无疑对于日本风险投资事业的发展起到了不小的推动作用，但长远来看，政府和银行的大力介入又会造成弊端。除了国家命脉产业，政府是不适宜参加实业经营的，更何况是风险较大的风险投资业，而且从美国的风险投资业发展历程中可以证明，政府设立风险投资担保基金是

短视的，其后的资金纠纷和项目亏损给政府找了不少麻烦。同时，银行过多地参与，不但使得日本金融界介入实业的状况加剧，从而加深了金融风险，而且由于银行的谨慎惯例，初创期企业很难得到投资，降低了日本风险投资业的创新能力，再加上政府对科技研究倾斜力度不够，日本的风险投资业及其产品一直处于模仿阶段。

二、日本风险投资业发展的方向

日本的风险投资事业虽然起步较早并有所发展，但同其经济的高速度发展相比，已明显落后。特别是进入 90 年代以来，持续萧条的经济形势使得银行坏账充斥、企业倒闭，风险投资业发展形势不容乐观。到 90 年代中期，日本约有风险投资公司 120 家，近 80% 的公司资本总额在 5 亿日元以下，1995 年投资总额为 190.68 亿美元。而同期美国的风险投资公司数量却达到了 600 余家，1995 年投资总额达 400 亿美元。在此情形之下，日本政府开始积极筹划，加大了支援力度，努力改善风险投资发展的外部环境，以期推动风险投资的良性发展。同时风险投资企业也开始审时度势，进行战略调整。

第一方面，在继续强化资金支援措施的同时，努力开展全方位的培育和扶植工作。(1) 强化资金支援措施。由国家出资 400-500 亿日元成立中小企业事业团，对都、道、府、县政府提供 10 年期的无息融资，支援其设立风险投资企业财团。(2) 改进担保融资制度。将知识视为土地、房屋、有价证券等作为担保品，鼓励银行进行以知识产权为担保品的融资。(3) 改革认股选择权制度。拟修改企业法，以便让企业员工在发行新股时以优惠条件认股，从而吸引优秀人才。(4) 培养人才。由劳动省设立资助创业人才基金，向风险企业资助雇用专业人才的部分薪金（薪金的 1/3，为期一年）。(5) 完善市场。1995 年 7 月 19 日具有更低上柜标准的第二柜台市场开始设立，方便中小风险企业募集资金。(6) 缓和规制。1994 年影响风险投资企业参股的“禁止垄断法”开始解禁。(7) 健全法制。“中小企业创造性活动促进法”（简称“中创法”）于 1995 年 4 月开始生效，根据这一法律规定，那些达到预定标准的企业可以享受到许多政府的优惠扶植政策。例如提高对技术开发改造费用的补助金额，增加对中小企业的低息贷款，对其设备投资给与减税优惠等等。截至 1997 年 4 月末，已有 2151 家企业被认定享受以上援助。

第二方面，进行投资战略的调整，追赶风险投资发展的世界潮流。(1) 对

风险资本的投向进行调整。随着传统产业不断走向成熟,风险企业纷纷把信息通讯等高新技术产业作为投资的重点目标加以选择,同时,开始注重具有发展潜力的新生企业。据调查,截至1996年,半数以上的日本风险投资公司还集中在20年以上经营年限的老企业上,而到1997年这一比例达到了37%,而对成立不满5年的新生企业的投资,1997年达16%,比1996年增长了6个百分点。

(2) 对风险投资的组织形式进行调整。随着店头市场上柜基准的降低,风险企业上市难度下降,周期缩短,投资兑现变得较为容易,一些过去不愿投向风险投资领域的资金开始涉足其中,使得日本风险投资也出现了一些积极变化,特别是过去发展缓慢的、以募集基金方式为特征的创业投资组合发展迅速,出现了股权投资发展快于债权融资的局面。

三、日本风险投资发展的特点

尽管日本风险投资的发展受到美国模式的重要影响,但由于日本社会独特的金融体制、社会文化背景以及政策导向,又使得日本风险投资的发展在组织模式、资金来源、投资方向、功能发挥等方面表现出区别于欧美的一些特点。

1. 在组织模式上,是以大金融机构、大企业集团附属的风险投资公司为主体,独立的私人风险投资公司发展相对滞后。一般来讲,风险投资有四种组织形式:一是以有限合伙制形式成立的私人风险投资公司;二是由美国首创的由政府出资、私人经营的小企业投资公司;三是附属于各类机构的风险投资公司;四是政府开办的国家风险投资公司。由于世界各个国家的国情、政策取向不尽相同,各种组织形式的投资公司在不同国家的发展也不平衡,这样也就形成了三种不同的国家发展模式,即以私人风险投资公司为主体的美国模式、以国家风险投资公司为主体的西欧模式和以附属于金融机构、企业集团的风险投资机构为主体的日本模式。在日本,风险投资主要采取两种组织形式:一种是类似于美国小企业风险投资公司的半官方或准国家投资公司,另一种是各类风险投资公司。前者主要包括通产省下设的风险投资公司、科技厅下属的“新技术事业开发团”以及“财团法人中小企业培育会社”等官方、半官方机构,它们通过低息贷款、提供担保、购买企业的股票和可转让债券的形式进行债权、股权融资;而后者则主要是附属形式的风险投资机构,它们占据了日本风险投资的主体地位,其中银行业、证券业开办的风险投资部门又处于主导地位。六家最早的日本风险投资公司就出自三菱银行、野村证券、第一劝业银行等大财团,

到 80 年代中期,前 7 家最大的风险投资公司仍为金融机构控制,其中 4 家由证券公司创办,3 家由银行创办;全部 60 家风险投资公司中,27 家是由四大证券公司等机构创建,18 家为长期信用银行和地区银行创建。目前银行所属风险投资公司额占了整个行业的 75%。

2. 在资金来源方面,主要以金融机构和大公司出资为主。在西方,风险投资来源主要包括四条途径:独立民间基金、大公司的风险资金、各类金融机构风险资金及政府出资。但不同国家的具体来源却不尽相同。由于日本的风险投资公司多为机构创办,并且所投资金中约有 3/4 属于自有资金,因此以基金方式募集的仅占 1/4。同时,由于日本法律规定养老金不能用作风险投资,又由于追求投资安全性的国民心理,基金投入和个人出资也极为有限。这样,创办风险投资机构的母公司特别是金融机构必然成为风险资金的主要提供者,以至于各风险投资公司的费用中约有 64%要用于支付利息。1988 年的有关数据表明,金融机构资金占了整个风险投资基金的 46%,大公司则达 37%。这与美国的情况有很大不同。

3. 在资金的投向上,表现出投资分散、对高科技企业和创业初期的企业投资相对不足的特点。首先,日本风险投资企业多具有金融机构的背景,因此多数从业人员来自其创办机构——银行或证券公司,这一人员结构缺陷制约了风险投资企业对受援企业的技术评价能力,使得资金投向领域过于分散。许多风险较低的项目如服务业投资比例过高,与传统领域相比,高科技企业并没有得到应有的青睐。截至 1996 年 12 月末,日本柜台交易公开企业数有 779 家,其中批发行业数量最多,达 129 个,占 16.6%;零售业位居第二,占 12.3%;而电子、通讯等高科技产业只有 61 家,仅占 7.8%。其次,以主银行制为特征的落后金融结构,使得日本的直接融资市场发展严重滞后。1983 年以前,日本的证券交易所及柜台交易都执行着较高的注册基准,许多企业至少要发展 15-20 年才能达到这一标准,风险投资资金上市(IOP)兑现的期限较美国的平均 6 年时间长的多,致使风险资本投入后难以及时实现增值并退出。这就大大降低了风险投资公司投资于新创企业的热情,出现了风险投资公司更愿意投资于创业企业后期成长阶段和股票上市过渡期的现象。另外,投资动机也约束着资金的投向。日本的风险投资公司投资的目的是在很大程度上是为其母公司的业务发展做预先铺垫,高的资本流动性、安全性目标必然使资本投向创业后期。据日

本风险投资中心（VEC）提供的数字表明，在日本有 2/3 以上的风险资本投向创立 10 年以上的老企业户而并非新创企业。而美国 1996 年已经营 10 年以上的受资企业仅占全部风险企业的 17%。

4. 在风险资本的功能上，以向风险企业提供资金支持为主，经营管理支持为辅。从本质上讲，风险投资既不同于一般的投资行为，也不同于银行贷款。除了资金投入外，它还应提供给创业者资本经营服务；它无需抵押、担保，而主要以参股的形式投入到风险企业，从红利和买出股份中获利。但是，日本的风险投资公司却更多地表现出金融机构的融资功能，融资大大多于投资，如 1993 年 120 家风险投资公司的投资金额为 795 亿日元，而同期融资金额则达 2940 亿日元，所以，其业务活动基本上属于金融投资业或准金融投资业，在一定意义上是银行证券业的延伸。在日本，风险投资公司从事借贷业务的平均借贷额达 510 亿日元，贷款额是股权投资的 3.6 倍，公司 46% 的收入来自利息，35% 来自出售股票所得，17% 来自所持股票的红利。同时，日本风险投资公司也并不像美国公司积极介入和支持风险企业的经营，支援活动也仅仅局限在股票上市、财务管理等方面，而对技术、生产、销售等方面均介入不深。形成以上特点的原因主要有：（1）风险投资公司的金融机构背景使得其缺乏技术、生产、行销等方面的人才；（2）相关法律的制约。在禁止垄断法的规范下，风险投资公司不能随意对投资的企业派遣董事、监事，而且风险投资公司在风险企业中最多只能占 49% 的股权（1994 年后有所改变）。

5. 在支持体系方面，政府积极参与，但资金支持措施明显强于对投资体系的全面培育。为了推进中小企业的发展，日本曾采取了许多支持风险投资事业的措施，如通过制定中小企业基本法、中小企业现代化促进法、中小企业团体组织法等法规，以保证支援系统的稳定性，同时在通产省下设中小企业厅以及各种审议会，确保各项政策的实施，等等。但其政策法规的中心和首要目标，主要还是确保通过贷款担保、低息贷款、无息提供研究开发经费等途径，为风险企业提供资金周转上的优惠条件。如：利用中小企业金融公库、国民金融公库为中小风险企业提供优惠贷款，由通产省成立的风险投资公司相应提供 80% 的贷款担保，由科技厅下设的新技术开发事业团提供无息贷款（规定成功者偿还，失败者不偿还），对于开发新产品、采用新技术的开发型中小企业，提供相当于研究经费 2/3 的低息贷款，等等。然而，相比之下，对于风险投资体系建

设中的市场环境、人才环境的培育却相对滞后。例如,日本的二板市场即柜台交易市场(OTC)发展缓慢且不稳定,直到1991年10月,才推出柜台交易的最高形式JASDAQ系统,比美国的NASDAQ系统整整晚了20年;另外,从事风险投资的人才缺乏,现有从业人员知识结构单一的问题仍然没能解决;人们普遍认为是阻碍风险投资公司参与风险企业经营管理的“禁止垄断法”也直到1994年才开始解禁。

四、日本风险投资为什么不成功?

与欧洲相比,日本的风险投资更为保守。中国人民大学学者龚晓峰先生对照美日风险投资的差别,分析了日本企业在90年代失去科技领先地位的重要原因。

第一,风险投资家的差别。美国的风险投资家一般是复合型的人才,非常看重其投资的风险企业家的素质、管理团队和企业家精神,把市场规模和技术看作是第二位的東西。日本的风险投资家大多数出身于银行或证券公司,他们最关心的是风险企业的产品质量,对企业家精神并不关心。而且,日本风险投资家长期不进入风险企业的董事会。因此,日本的风险投资在某种意义上只是为风险企业提供长期资金而已。

第二,风险投资基金(公司)的差异。大多数日本的风险投资基金都是银行和证券公司的附属物。公司采取传统大企业的“垂直型”管理模式,更多采用雇佣制,而许多美国风险投资公司是合伙有限制,是“水平式”的小公司。大多数日本风险投资公司对业务的多元化有兴趣。而美国风险投资只关心投资的增值,将注意力更多地放在自己比较熟悉的专业领域方面。

第三,创新(风险)企业的差异。美国风险投资支持的创新企业,时间一般为6-8年,现在又缩短到3-4年;而日本则长达15年,这时候的企业根本算不上创新企业了,内部的官僚体制也已经形成。

3.3 韩国的风险投资

一、国家创新体制背景下发展起来的风险投资业

韩国遭受严重金融危机和由此引发的全面经济衰退后,该国有关各方一致认为,除政府干预过度、金融市场扭曲、企业经营不良和外资负担过重等表面

直接原因外,更深层次的原因是产业结构不合理和国家创新能力不强,国家经济因此失去危机抵抗力和持续发展的动力。危机爆发后,韩国政府在对以往经济发展作深刻反思的基础上,多方采取旨在加强国家创新体制建设的措施。

国家创新体制建设的大背景和政府引导资金的推动,使韩国风险投资事业得到了迅速的发展,从而有力地推动了技术创新及高新技术产业化。具体体现在:

第一,韩国政府首先对风险企业建立了认定制度,经过认定的风险企业可享受政府资金支持及各项优惠政策。对于已有一些经营活动的企业,其风险企业的资格认定由韩国风险企业协会和创业技术振兴协会共同认定,评审的条件主要有:R&D占销售额5%以上;在全部产品销售中专利产品的销售占50%以上等。对于还没有经营活动的初创企业,韩国有10家分行业的评估机构,根据行业发展特征及前景进行评估。

第二,韩国政府在资金方面对风险企业提供的支持不仅力度大而且是全方位的,具体来说,有以下几方面:对风险投资公司和基金直接进行资金支持。对风险投资公司的支持额度约为其注册资本的5%~10%;该项政策早在1986年就开始实施,当时主要以资本金投入的方式(政府不参加董事会);1990年以后改为借贷方式;目前在韩国共有20多家风险投资公司受到政府这样的资金支持。1997年以后,政府为进一步加强风险企业的资金支持,引导社会资本对风险企业的投入,政府对新设的风险基金可注资30%,规定其50%的资金必须投资于风险企业。目前在韩国共有20多家风险基金受到政府这样的资金注入。另外韩国政府和新加坡、以色列政府共同投资设立了总额为8000万美元的Korea Venture Capital Fund,主要对韩国风险企业进行投资,其中韩国政府出资50%,该基金交由新加坡华人Koh Kuek Chiang为首的管理团队组织运营。韩国政府希望通过这种国际间的风险投资合作,以借鉴和引进国外风险投资成功的管理运作模式和经验。

第三,韩国政府设立了风险担保基金,即技术信用保证基金。有关技术经政府评估机构—韩国产权交易所评估后,由该评估机构提供担保书,企业凭担保书向银行贷款。

第四,韩国政府分别设立了总额分别为2000亿韩元和500亿韩元的创业资金和技术开发资金,前者采用借贷的方式扶持创业企业,后者主要以无偿资助

的方式对不具备上市的企业进行扶持,企业成功后,返还30%的资金。

第五,韩国政府出资500亿韩元成立了茶山风险投资公司,专门对种子期和创业期的企业进行投资,以弥补长期风险投资资金相对不足的局面。

第六,在税收方面,韩国政府为刺激风险企业的发展,针对风险企业、风险投资公司(基金)、风险投资者都制定了相应的税收优惠政策。

第七,在风险资本市场方面,韩国已建立了非常完备的证券交易市场体系,有传统的证券交易所,Kosdaq市场、第三市场、场外市场和并购市场等。作为风险资本撤出的主战场Kosdaq于1996年由韩国政府设立,韩国产业资源部占有其20%的股份,其交易机制类似于Nasdaq,采用了较为先进的电子撮合技术。在Kosdaq上市的有一般企业、海外企业和风险企业。对风险企业的申请上市采用了非常宽松的条件,同时对风险企业上市交易的税收及各项费用进行减免。

第八,其他方面,1997年末韩国政府制定并颁布了《风险企业育成特别措施法》,对风险企业和创业企业作出了许多特殊的规定:韩国《商法》规定企业注册资本的最低限为5000万韩元,而《风险企业育成特别措施法》规定风险企业注册资本可为2000万韩元;政府对孵化器的用地给予了特别优惠政策,风险企业进驻孵化器后可间接享受政府提供的这方面的优惠,目前韩国共有孵化器近300家;大学教授可兼职或停职3年去创业,年轻男士去创业可以免服兵役等等。

在韩国政府的努力和推动下,韩国风险投资事业得到了蓬勃的发展。目前全国共有约140家风险投资公司和229个风险投资基金,风险投资的资本总额(含营运资金)近400亿美元。其中,风险基金的运作主要是以有限合伙制的方式进行,一般基金出资95%,负有限责任,投资公司出资5%,负无限责任。

二、韩国风险投资制度的借鉴

韩国风险投资从80年代开始萌芽,但真正的发展是从1997年金融危机以后开始的,韩国风险投资业在较短的时期内得到了迅速的发展,研究其发展历程,从中可得到一些有益的借鉴。

1. 韩国风险投资体制和环境的建立是由政府统一规划、布置,在非常短的时期内就把整个体系建立得较为完整和严密,包括机构设置、法律法规、科研体制改革、风险资金、孵化中心、税收优惠等等。应该说韩国的风险投资在过去的2、3年内得到迅速发展,与政府的重视和周密部署是密不可分的。

2. 对于政府风险资金的投入和运作, 韩国政府始终坚持两大原则: 一是政府资金起引导作用, 政府出一部分资金和其他的投资者组成多元化投资主体的风险投资公司(基金), 从而引导社会资本对创业企业的投资。韩国许多风险投资公司和基金就是按照这种方式设立起来的。政府出资参与设立的风险投资公司和基金完全按照市场化的方式进行运作, 政府仅限于一般意义上的股东身份和作用; 二是严格界定政府支持和市场运作的界限, 政府出少量资金以近乎无偿资助的方式来支持创业企业, 同时为弥补长期风险投资资金相对不足的局面, 政府全资设立了茶山风险投资公司。所有这些举措可以看作是对市场失灵的一种纠正。

3. 深入宣传技术创新和风险投资, 激发了韩国人民进行技术创新和风险投资的巨大热情。现在在韩国, 风险投资已成为年轻人常谈的时髦词汇之一, 风险投资行业也成为年轻人择业的首选。正是有了这样的基础, 创新、创业在韩国已成为一股潮流。这股热情和潮流推动着韩国经济结构的调整和整个国家经济竞争力的提高。

3.4 台湾的风险投资

一、台湾创业投资的历史

台湾没有有限合伙制, 所以台湾学了 Venture capital company, 以公司制形式组建的风险投资公司(台湾更多地称“创业投资公司”)。但是, 台湾没有基金法, 也就没有基金管理公司, 管理基金的公司一般称为“顾问公司”, 其所管理的基金即是“创业投资公司”。现在中国大陆也仿效此种做法。

台湾的创业投资始于二十世纪七十年代, 台湾向美国硅谷取经, 希望将台湾建成“硅岛”(台湾人将硅念做“细”), 就象满清时期, 中国人想学习外国人的船坚炮利, 派五大臣出国考察, 建立了北洋舰队, 投资了很多钱。台湾也派了很多专家到硅谷考察, 发现硅谷的办公室都在树丛里, 到处绿草如茵。所以台湾建立了新竹工业园区, 也是到处绿草如茵, 但是科技公司没有发展起来, 所以李国鼎先生(台湾当时的财政部长)到硅谷考察, 发现“绿草如茵”并不是赚钱原因, 成功或失败的科技公司后面都有一股台湾所没有的力量, 叫做 Venture capital, 所以在 1983 年的时候, 他就把美国的风险投资制度引入台湾, 可是 Venture capital 的 Venture 是风险的意思, 台湾人不太能接受, 所以台湾将

它叫做创业投资。1983年,台湾正式颁布了创业投资事业管理规则,同年诞生了第一家创投:宏大创业投资公司,由宏基与大陆工程合资成立。

在台湾创业投资发展的初期,政府参与投入种子基金,比如政府出两个亿,民间出4亿或8亿,政府还提供一些政策优惠。因此,1990年出现一次较大的成长,1991年台北市创业投资公会成立,会员22家,1999年公会升格为台湾创业投资公会,现有会员创业投资公司187家。

二、从统计数字看台湾创业投资的发展

截止2001年初,台湾共有187家创投公司(基金)已核准设立,募集将近新台币1300亿元(折算成人民币约300亿元),分别由78家管理公司管理,平均每个基金的资本额为7亿新台币,每家公司管理2-3个基金,管理规模计17亿元。比如建邦顾问公司管理4个基金,台湾还有许多管理公司管一个基金,大的能管到7-8个基金。比如台湾怡和创投在台湾管理的基金70多亿。台湾开发科技顾问公司管理的基金也将近70亿元。美商中经合在台湾管理的资金也将近30亿元。

从历年创业投资公司成长过程来看,很长时间创业投资发展是缓慢的。1990年,台湾很多家创投公司开始投资半导体,那时很多人都对此表示怀疑,台湾怎么可能做得过Intel?包括大家听到的台积电、联电、旺宏、华邦等等,都是在那时引入了创业投资,直到1994、1995年,这些半导体公司一家一家地上市,而且都获得暴利,大家才发现创业投资真是有眼光。所以从1995年开始很多人从事创业投资,每年新成立许多创业投资公司,直到1999年税收优惠政策取消后,2000年才下降。

台湾创业投资的资金主要来自产业界,约占44%;来自于政府的目前已减少至1.70%;来自金融界的创业投资基金已逐渐增加至15.3%;以投资公司名义参与的创业投资占19%;个人基金占20%。美国的比例与台湾的不同,美国的风险投资基金大部分(约60%)来源是退休基金,但在台湾,退休基金是不允许投资创业投资的。

从投资的流向分布统计数字看,台湾创投投资在高科技产业最多,超过90%,其中又以信息,电子,半导体最热门。43%投资在扩充期,40%投资在初创期,16%投资在晚期,投资境内企业的居多,约占70%,海外投资约30%,并以美国为主。

三、台湾创业投资与科技产业

台湾的生存靠经济，而台湾的经济又主要依赖于高科技产业。台湾有工业技术研究院，有科学园区，但仍然不足以树立高科技的实力。与 Intel, Microsoft, Apple, IBM 一样，台湾大部分具有发展前景的高科技产业都从小型企业开始，台湾的中小型高科技企业很难向银行借钱，所以，创业投资公司是中小型科技企业最好的朋友，最便宜的资金，最善意的股东，而且还可以提供不少附加价值。可以说，台湾科技产业的发展靠创投，台湾创投打通高科技发展的血脉。

四、台湾创业投资的发展前景及对大陆的帮助

由于市场和资源的限制，八十年代初期，台湾政府认识到必须提升岛内资本的效率和技术的创新，才能刺激经济的增长。与此同时，美国风险投资业促进科技产业增长从而促使经济强劲的经验让台湾政府找到了办法，于是，台湾当局基本上是借鉴了美国的作法来发展本地的风险投资业，具体表现在两个方面。在资金引导方面，台湾政府成立专门基金从事风险投资，树立了示范作用后，各种法人和私人投资蜂拥而入，使岛内的风险投资业获得了巨大的资金来源。台湾的“行政院”和交通银行先后在 1985 和 1991 年总共投资 24 亿元台币，成立了两期“风险投资基金”投资风险投资事业。1994 年，“财政部”允许保险公司的资金可以投资风险投资业，扩大了风险投资的资金来源。另外，台湾还放开了资金汇出入的规定，从 1996 年 4 月开始，企业赴海外的金额在 2000 万元以下的，可事后向主管部门申报备案，而目前外国人、华侨投资的本金和利润可以自由汇出入，鼓励双向技术投资及交流。

在政策扶持方面，台湾于 1983 年颁布了《创业投资事业管理规则》、《奖励（创业）投资条例》和《产业升级条例》等有关风险投资的管理法规和奖励，确立了风险投资的法律地位，界定了投资和业务范围，并制定了监管规则。之后，1986 年台湾开始实施“科技发展十年规划”，加速发展策略性工业和科技升级，极大地促进了风险投资业的发展。同时，学习美国经验，制定了一些税收优惠政策。第一，在《创业投资事业管理规则》之外，每年根据台湾产业发展情况出台一个《创业投资事业适用标准》（该标准并不具备法律依据），对 70% 以上资产投资于《适用标准》的风险投资基金予以税收减免。第二，投资风险投资公司的股东持股达 2 年以上者，可根据所投资金额的 20% 抵减所得税，

当年不足抵减的，在以后年内抵减，而且抵减金额以不超过该风险投资实际投资科技事业金额占该风险投资实收资本额一定比例为限。第三，风险投资企业以未分配利润转增资本时，其股东因而取得的股票收入不计入该股东当年综合所得或营业事业所得应纳税。

通过当地政府的扶持，台湾的风险投资业发展势头猛，而且业绩优异，仅次于美国，排名世界第二。但同时也存在一些缺陷，如政府对岛内的科技研究及开发的支持力度不够，致使风险投资投入处于初创期企业的很少，投资行为谨慎，投资过于集中；再如风险投资的业务范围狭窄，大多偏重投资分析，极少参与企业的经营管理和资本运营活动。

台湾创业投资的成功经验和资本实力，对大陆发展风险投资十分有益：

1. 筹募海外基金，由台湾的管理公司管理，直接以外资形态投资大陆。
2. 以相对比例的资金与大陆资金配搭合资，交由台湾创投管理公司设立的大陆管理公司管理，对大陆科技公司进行投资。
3. 直接设立管理公司，管理大陆的资金，投资大陆的科技公司。
4. 与大陆业者合资设立管理公司，管理大陆资金，投资大陆科技公司。

3.5 英国的风险投资

近些年来，英国加速发展风险投资，积极扶植中小型风险企业的发展，到目前为止，英国是除美国以外风险投资最活跃、最有前途的国家。15年来，英国风险投资额年均增长30%，1997年已经占欧洲风险投资总额的50%。其成功之处在于国家政府采取的一系列政策，为风险投资的发展铺平了道路。这些政策大致可以概括为以下三个方面：

第一，制定大量相关政策，支持风险投资。

1. 制定了鼓励高科技产品走向国际市场的政策，使最近几年英国30%的高科技产品用于出口，吸引了大量本国私人资本（包括中产阶级）和外国投资；
2. 利用税法和预算法对私人风险投资者、资金使用者以及管理者规定了优惠税收政策；
3. 利用财政预算拨款为风险投资业建设基础设施，以保证私人投资者和风险投资基金能与迅速发展的高科技公司保持密切联系；
4. 吸引智力资本进入经济活动，形成刺激新兴产业活动的有效机制；
5. 利用风险投资改造工业技

术,盘活存量沉淀资产;6.实施“信贷担保计划”,规定银行向风险投资企业提供的贷款,若企业不能偿还,贸工部以2.5%的年息偿还债务的70%等。

第二,政府部门和主要金融机构直接从事风险投资活动。

1948年英国创造了第一家风险投资公司。其主要是发展和开发个人创造发明,支持创造发明的研究工作,管理专利权。1973年工党政府就成立了国家的风险投资机构“国家企业委员会”(NE13),其主要职能是进行地区工业投资,为小企业提供贷款和分析研究高新技术领域发展的投资问题。到1981年,英国国家企业委员会与国家风险投资公司合并,成立了英国技术协会(BTG),专门进行风险投资和有关协调工作。它在英国风险投资业中异常活跃。到1984年,该协会已先后对430家公司进行了高达2.26亿英镑的风险投资。英国的主要金融机构也踊跃参与风险投资活动。例如,工商金融公司(ICFC),于1945年成立,英国国家银行占15%的股份,其余大部分属于私人银行,它是世界上最大的投资公司之一。截止1984年6月,该公司投资总额已达5.3亿英镑,投资企业近4000个。工商金融公司下设风险投资部,主要是支持高技术领域中的风险企业,为其提供资金和咨询服务。

第三,开创二板证券交易市场。

这项政策对英国的风险投资产生了重要影响。1980年伦敦开设了一个非正式的证券交易市场(USM),该市场开业以来的经营情况始终较好,到1984年6月,已有250家企业开价销售证券,参加交易的企业总资本已达数10亿英镑。除此之外,英国其他地区的场外交易也十分活跃。1984年大约有十几家公司提供场外交易服务,约150家企业从场外交易市场获得了约5.2亿英镑的资金。另外,英国伦敦证券交易所于1995年6月19日建立了AIM(替代投资市场,Alternative Investment Market),它是专门为小规模、新成立和成长型公司服务的市场。AIM成立之初时,只有14家公司,到1997年3月达到265家,市值93亿美元,大大促进了英国风险投资业的发展。

3.6 以色列的风险投资

以色列政府对风险投资的扶持是通过设立基金直接参与风险投资的具体运作来实现的,这是一贯奉行自由经济政策的以色列所采取的具有计划经济色彩的政府行为。具体的措施包括两个方面,即,资金支持和政策鼓励研究开发。

从 80 年代末到 90 年代初,以色列涌现出大量的高新技术企业,但是由于缺乏风险基金的支持,很多企业没有最终在市场上获得成功。针对这种情况,以色列政府专门设立了 YOZMA 基金。其目的是:第一,在以色列建立风险投资机制;第二,吸引国内及国外投资者对以色列进行风险投资。而实际上,在风险投资高潮中,以色列政府还通过其控制的保险公司积极参与风险投资,使具有政府背景的资金量占到了风险投资基金总量的 1/3。

以色列人在商业和学术界一向出名的优秀,在科技界也是如此。同时以色列政府也很重视制定有关政策加以支持,侧重点是鼓励项目的研究开发,具体形式是“鼓励开展工业性研究与开发”的法律。早在 1984 年,以色列就颁布了鼓励开展工业性研究与开发的法律,迄今为止,已经过几次修改。工业与贸易部总科学家办公室负责该法律的具体实施,1996 年此项预算的金额为 3.65 亿美元。具体的鼓励方式包括有偿支持、无偿支持、直接支持和间接支持几种。有偿支持是指在研究开发产业化成功后,每年从销售收入中提取一定的比例偿还政府的原始投资;而无偿支持则不必偿还。直接支持是指对研究开发的直接支持;而间接支持是指通过为研究开发创造条件的办法给予支持。目前,研究与开发费用占以色列国内总产值的 3%,其比例与德国相当,在世界上是第 4 位比例最高的国家。

以色列政府这种政策鼓励和资金支持相结合的措施,确实起了不小的作用,经过短短几年的迅速发展,以色列风险投资行业目前已处于世界领先地位。政策的支持减少了风险投资者对早期阶段投资的风险,同时也为风险投资者提供了投资对象。有关资料表明,在其它国家,对研究开发阶段风险投资的成功率是 10%,而由于以色列实施了鼓励工业性开发与研究的法律,取得了高于 50% 的成功率。资金支持使得多数研究项目得到开发,吸引了大量外国投资者纷纷前往以色列寻找投资机会。同时,政府设立的 YOZMA 基金实际上起到了催化剂的作用,通过与私人资本“共同运作、共担风险”的方式,政府引导私人资本向该行业投资,从而促进了该行业的发展。

3.7 风险投资支持体系的借鉴

通过以上对欧美、亚洲国家、地区风险投资发展的考察和比较分析,在风险投资支持体系方面有以下几点值得借鉴。

一、税收优惠政策

1957年,美国的投资收益税为25%,后增至29%,1969年又进一步提升到49%,其结果严重阻碍了美国风险投资业的发展。1969年美国的风险投资额已达1.71亿美元,1975年迅速下降到0.01亿美元。为此,美国政府采取了减税立法措施,首先修改《国内收入法》(Internal Revenue Code)第1224条,允许向新兴风险企业投资达2.5万美元的投资者从其一般收入中冲销由此项投资带来的任何资本损失,从而降低了其税收负担。1978年国会通过了《雇员退休收入保障法》(ERISA),将投资收益税从49%降到28%。1981年国会通过了《经济复兴税法》,将投资收益税进一步降到20%。1986年,美国国会颁发了《税收改革法》,该法规定投资额的60%免除课税,其余的40%减半课征所得税。1997年美国国会又通过了《投资收益税降低法案》,该税法涉及的范围非常广泛,规定得也十分详尽。一方面延长了税收改革法规定的减税有效期限,另一方面又进一步降低投资收益税,但同时对减税额和适用范围也作了严格的界定。许多研究表明,美国风险投资规模的变化与投资收益税率的调整息息相关。

英国政府从20世纪80年代开始,尤其是以撒切尔夫人为首的保守党执政以来,为了推进风险投资业的发展实行了以税收减让为核心的《企业扩大计划》(BES)。BES规定对新创办的高技术小企业,免征资本税,公司税税率从1983财政年度起由38%减为30%,印花税税率从2%减为1%,起征点由2.5万英镑提高到3万英镑,并取消投资收入附加税。英国现行的税收优惠政策涉及的范围十分广泛,与发展风险投资相关的有:(1)技术创新的收入性支出的税收减免;(2)技术创新的资本性支出的税收减免;(3)知识产权和技术秘诀的投资执行税减免(企业用于购买知识产权和技术秘诀的投资,按递减余额的25%从税前扣除);(4)增值税(VAT)的税收抵扣;(5)个人投资的税收减免。据英国的调查表明,撒切尔政府所采取的一系列税收改革措施直接推动了英国风险投资业的发展。

新加坡政府的税务奖励政策包括:(1)风险投资项目出售股份所产生的全部损失,可由投资者在其他课税中抵扣;(2)区域创业投资基金的投资计划如能提升目前的科技或生产水平,且在新加坡无从事相同技术者,则可在5—10年内免纳所得税;(3)创业投资基金管理公司,来自管理费用及红利部分的收

入可免税,最多长达10年。

二、金融法规政策的支持

早在1958年,美国就颁布了《小企业投资法》,确立了小企业投资公司(即小企业投资基金)制度,并明确规定,小企业投资公司由小企业管理局颁发许可证,专门向规模较小的新兴高技术企业投资。为了促进小企业投资公司的发展,小企业管理局还向小企业投资公司提供低息贷款。1979年美国国会对ERISA关于“谨慎人”(Prudentman)的条款进行了修改。这一条款曾要求养老基金在投资时要基于对“谨慎人”的判断,也即禁止养老基金投资于新兴的风险企业。修改以后,规定只要不威胁整个投资组合的安全,允许养老基金参与更高风险的投资,包括对新兴的风险企业的投资。1980年国会又通过了《小企业发展法》,将小企业投资公司重新界定为“企业发展公司”,规定其不受1940年的《投资公司法》和《投资顾问法》的管辖,并对创业投资基金作出了若干特别的豁免条款,如对创业投资基金所通常进行的私募制定特别豁免条款。1982年美国国会颁发了《小企业股权投资激励法》。该法规定,小企业管理局以政府信用为基础。为那些从事股权投资类的小企业投资公司提供发行长期债券的担保。长期债券自然产生的定期利息也由小企业管理局代为支付,只有当小企业投资公司实现足够的资本增值后才一次性偿付债券本金,并一次性支付小企业管理局10%左右的收益分成。

1963年,日本效仿美国制定的小企业投资法,成立了财团法人小企业育成社,1974年政府又成立了风险投资企业中心(Venture Enterprise Center)。日本政府针对高技术小企业信用薄弱,难以从商业银行获得贷款的特点,由政府直接出资成立信用担保机构——信用担保协会。为进一步提高贷款担保能力,还全额出资建立了中小企业信用保险公库,对担保协会进行再担保。当高技术小企业在担保协会的担保下从金融机构获得贷款后,保险公库对担保协会所担保的贷款额度进行再担保。当企业因某种原因无力偿还时,担保协会可以从信用保险公库获得相当于偿还金额70-80%的保险金,代替企业偿还。日本政府的两级信用担保体系,有力地促进了日本高技术小企业和风险投资业的发展。

欧洲一些国家把贷款、贷款贴息、担保和股权投资作为支持风险投资业发展的重要金融手段。英国于1981年推行了具有法律效力的信贷担保计划(LGS),其目的是支持银行向高技术小企业提供中、长期贷款。英国工贸部为

借款人提供担保，一旦借款人不能偿还债务，工贸部除代为偿还贷款外，还支付 2.5% 的年息。法国除了对高技术小企业给予 1.5% 的贷款利率补贴之外，还专门为新办的创新企业提供特别的计划贷款，这种贷款的贴息率相当高。德国也以低于市场水平的利率向高技术小企业提供资金援助，通常情况下政府给予中小企业的补贴率大约为 2.5%，即当市场利率为 9.5-10% 时，高技术小企业向银行贷款的利率约为 7-7.5%。丹麦、荷兰和芬兰等国家采取的是对股权投资资金进行部分担保。瑞典则对风险企业提供长达 6-10 年、且前 2 年免息的贷款。

三、政府采购

政府采购，可以有效地降低风险投资的投资风险和市场销售风险，刺激资金尤其是民间资金流向风险大、收益高的高技术企业，通过提高高技术企业对风险投资的有效需求来促进风险投资业的发展。

美国早在 1933 年就制定了《购买美国产品法》。该法规定凡用美国联邦基金购买供政府使用或建设公共工程使用的商品，若非违反公共利益，或国内产量不足，或质量不符合标准，或价格过高，均应购买美国商品。根据该法，只有在美国商品的价格高于外国商品价格 25% 的情况下才可向外国购买。该法于 1954 年、1962 年和 1988 年进行了几次修订。美国在 20 世纪 40-60 年代，以航天工业和电子工业为代表的新兴产业的很多产品是国防物资，政府即充当了最大的顾客，以“政府采购”的方式，国防部收购了大量商品，激励了高技术成果的转化以及商品化和产业化过程，并直接导致“硅谷”和“128 号公路高技术产业带”的迅速崛起。在“硅谷”大发展时期，“政府采购”一直是高技术产业发展的主要动力之一，使得电子和信息产业市场每年以平均 15% 左右的速度增长。在 20 世纪 60 年代初以前，“政府采购”在“硅谷”产品所占的比重都在 50% 以上，这一比例直到 20 世纪 60 年代后才降到 30% 左右。许多研究表明，美国 20 世纪 50-60 年代，高技术产业的蓬勃发展和风险投资业的迅速崛起，在很大程度上受惠于联邦政府的采购制度。

日本的政府采购制度在扶持本国高技术产业和风险投资业发展方面起到了非常重要的作用。其中运用最为成功的是通过国有的日本电报电话公司（NTT）和日本电子计算机公司（JECC）采购，来确保国内半导体市场的增长。NTT 是一家近似于垄断的企业，其采购规模在电子通讯产品市场上占有相当大的比例，该公司在采购政策上优先使用国内产品。NTT 在采购时所支付的价格也比

较高,类似于美国军事采购中价格补贴的性质。成立于 60 年代的 JECC 在采购方面起到了类似 NTT 的市场扶持作用。JECC 是日本计算机市场的最大用户,到 1981 年,这家公司累计采购的计算机价值达 72.5 亿美元。另外,日本政府明文规定,政府部门、国营铁路、电信电化公社、国立大学以及政府系统有关机构在选购计算机时,必须优先采用国产机。由于优先购买国产机这一政策,在日本官方市场上国产机处于垄断地位,占绝对优势。而外国机市场份额总共不超过 9%。优先采购国产机的政策,使日本计算机生产企业成功地抵御了美国 113M、苹果等重要计算机制造商的强大压力,保护了日本计算机工业的发展,进而也强有力地刺激了日本计算机产业对风险投资的需求。

韩国自 1966 年就成立了政府采购办公室,统一负责对外采购和国内采购、重点工程采购、对企业需要的重要原材料的采购。目前,韩国还没有统一的《政府采购法》,政府采购政策主要分散在《预算会计法》、《公开预算和帐户法》、《政府合同法》、《政府合同法特殊采购特别实施条例》等法规中。1996 年国内采购总额为 42150 亿韩元,其中 26690 亿韩元是向中小企业采购的,750 亿韩元为普通备用商品;1996 年工程采购合同总额为 82420 亿韩元,其中 29120 亿韩元是与中小企业签订的合同。政府的集中采购,一方面为政府机构及公共部门的运作及时提供了价廉物美的商品和劳务,保证了政府财产使用的效率性和安全性;另一方面,通过向中小企业大量购买商品和劳务,降低了风险投资者的市场风险,提高了投资的预期收益,有力地促进了韩国中小企业和风险投资业的发展。

四、收益分配与激励法规政策

由于受到 1940 年《投资公司法》和《投资顾问法》的限制,美国创业投资基金的管理人没有获取业绩增长报酬,而只能获得低廉的工资收入。这不仅影响了基金经理人的积极性和工作热情,而且也难以吸引优秀的经理人加盟。为此,美国国会通过了《有限合伙公司法》。该法规定,以有限合伙公司形式设立的创业投资基金,无须受《投资公司法》和《投资顾问法》的制约,不仅可以获得高额业绩增长的报酬,而且除了缴纳个人所得税外,还免缴公司税。目前,美国 80% 以上的风险投资基金采用有限合伙制。以有限合伙制设立的风险投资基金,一般合伙人(基金经理人)负有无限责任,投入占风险基金总额 1% 的自由资金,但一般不用现金,主要是作为一种管理承诺和税收优惠。一般合伙

人可以提取 2-3% 的风险资金总额作为年度管理费用，并享有 20-30% 的投资收益，而有限合伙人（投资者）可以获得 70-80% 的投资收益。

1981 年，美国国会颁布了《股票期权激励法》(ISOI)。该法允许风险企业和创业投资基金重新采用以前那种以股票期权作为酬金的做法，即创业家和风险资本家的收入如果是股票期权，那么这部分的收入就可以暂时不深税，课税期限将被推迟到股票出售之后。近 10 多年，股票期权作为一种收益分配和长期激励的创新制度在美国得到了长足的发展。有统计表明，在 1997 年《财富》杂志评出的全球最大 500 家美国企业中，有 89% 的公司已向其高级管理人员采取了股票期权报酬制度；在 1998 年，硅谷约有 40% 的风险企业实施了员工普遍持有股票期权计划，实施股票期权计划的公司用于股票期权计划的股票已占股票总数的 10% 以上；在 1999 年美国 85% 以上的创业投资基金推行了股票期权制度。美国学者 Sahlman 认为，到目前为止，股票期权制度是一种最完美、最有效的长期的人才激励制度。

五、对我国的借鉴

自从 1995 年国内第一家风险投资公司（中国新技术创业投资公司）宣告成立以来，我国的风险投资业有了一定程度的发展。我国风险投资机构目前已超过 200 家，运营资本达 200 亿元以上。但总体来看，我国的风险投资业仍处于初创阶段，还远远不能满足高技术产业化的需求。目前，还存在着许多阻碍我国风险投资业发展的障碍因素，法规政策不完善、不健全，风险投资市场体系不适应风险投资业的发展无疑是其中的重要障碍因素之一。

几年以前，由于风险投资在我国尚未引起政府决策部门尤其是立法部门的足够重视，我国在制定公司法、合伙企业法、商业银行法、保险法、证券法、知识产权保护法和税收优惠政策等法规政策时，并没有考虑到风险投资的运行特点和规律，现行的许多法规政策不适合或者说不那么适合甚至是阻碍我国风险投资业的进一步发展。因此，借鉴发达国家的成功经验，对于建立我国风险投资市场体系十分有益。

第四章 制度创新：我国风险投资市场体系的构建

风险投资制度是新经济发展的必然产物,风险投资的健康、快速发展,依托于一个有效的风险投资支持体系。

我国风险投资业萌芽于二十世纪八十年代,发展时间不算短,自 1999 年开始的近一年多时间里曾出现过高潮,全国组建了 200 家左右的风险投资公司。但是,与国际上比较,我国的风险投资业还是很不成熟的,缺少一个有力的风险投资支持体系。最近两年,我国风险投资似已陷入困境,不成熟的外部环境、制度上的缺陷和迟后,导致风险资本市场的低效,这种状况集中表现为落后的制度环境。它已经严重制约了风险投资业的发展。

因此,通过制度创新,加速构建适合中国国情的风险投资市场体系,已是刻不容缓,它对于我国风险投资的健康、快速发展具有重大的战略意义。

4.1 风险投资制度的形成及其创新意义

一、风险投资制度的形成

凯恩斯主义的实质内容就是国家干预,主张政府对经济进行调节,认为所有的经济问题完全靠市场调节是解决不了的。旧凯恩斯经济学着重于宏观方面的研究,缺乏微观基础,新凯恩斯主义则把宏观与微观联系在一起,在这种联系中信息经济学是一个主要内容,其主要观点认为,人与人之间的决策行为是相互影响的,一个人在决策时必须考虑对方的反应;市场参与者之间的信息是不对称的。市场经济要正常地运行,就要建立有效的制度安排和运行机制。

事实上,无论哪个国家,一种创新实践要上升为一项制度性的成果,必须经过政府行为的确认。但是,并不是所有创新实践都会引致政府的关注,而要成为制度性的成果,则更需要一些必要的条件。这样的条件,至少有三:其一,广泛的适应性,即该经济体运行的内生性需要;其二,起初的效率性,即在经济活动实践中这一点已得到显著表现;其三,系统的成熟性,即本身已具备了成为一项制度的雏形,从而容易被政府认可。

风险投资从本质上说,是先行工业化国家在其经济结构多次升级后竞争日趋激烈、平均利润率日趋下降、消费动力不足、闲置资金累积增多等特定环境下,市场经济主体和政府共同为剩余价值资本化排除障碍所推动的一个金融制度创新成果。为了发现未被满足的需求和创造新的需求,他们努力将技术创新和高新技术产业化的生产过程前移,即逼近实验室、将孵化高新技术创业体的过程独立出来运行,为其独立运行的新利润生产过程才提出金融部门为它开辟出一个独立运行的资本市场服务过程的任务来。而这一点,正是风险投资制度性存在的依据。

对风险投资制度性存在的价值,显然经历了一个较长的认识过程。风险投资活动形成气候和制度化推进加快,就美国来说,可以如下事件来标识:1976年为拓宽风险投资领域的资金供给渠道,政府首次允许养老金将2%-5%的资本投资于新兴企业;1979年劳工部允许联邦登记的养老金进入风险资本市场;1981年政府立法允许工人将工资收入放进401(k)养老计划而得到减免所得税照顾;等等。欧洲对风险投资给予政府层面的重视,从而加以制度性效仿,可从英国前首相撒切尔夫人关于欧洲在高新技术产业方面落后美国十年是由于欧洲在风险投资方面落后于美国十年的看法上,寻其轨迹。在此之后,英国继起追赶,目前已成为全球仅次于美国的风险投资大国。风险投资在制度层面被世界资本市场接受并受到青睐,则是到20世纪最后几年由美国新经济奇迹震撼世纪经济舞台并使全球经济格局发生了重大变化,人们从新经济明星企业发迹史追踪到它们的风险投资背景之后。20世纪90年代末,由该类公司如微软、英特尔、思科、戴尔、苹果、亚马逊、雅虎等纳斯达克上市的最大100家非金融性公司指数合成而上市的投资新品种NASDAQ100指数股,被投资者趋之若鹜,全球性地效仿纳斯达克纷纷设立本地区的二板市场,积极为风险基金和高新技术创业企业提供专门的集资。这些事实的集中出现,正是资本市场及其政府对风险投资的金融创新意义和制度化表示认同的一种形象反馈。

二、风险投资制度的创新意义

各国经济发展的经验证明,一个经济体科技创新和高新技术成果对经济成长的贡献归根结底是一种制度现象,风险资本市场的制度创新,对于以新经济为特征的产业进步、尤其是新兴产业的崛起,具有重要的现实意义。

1. 制度创新是新经济的催化剂。以投融资方式创新为特征的风险投资制

度是新经济的催化剂,新经济为风险投资创造了巨大的市场。两者之间形成了一种新型的互动关系。

从制度经济学的角度来看,风险投资是对传统投融资方式的创新,其对新经济的制度功能体现在:(1)市场筛选功能。风险投资加剧了投资者之间的竞争,并突出了市场决定的作用。(2)产业培育功能。风险投资提供创新科技企业急需的、难以从传统融资渠道获得的相对长期的资本支持,提供管理技能、知识经验、市场资讯资源等增值服务。(3)风险分散功能。风险投资提供了高新技术成果转化过程中的风险社会化承担的机制,从而增进了金融体系的稳健性。(4)形成有效的公司治理机制功能。风险投资通过其独特的融资模式,建立了行之有效的公司治理机制,能有效地监控企业,并推动企业的发展,形成资本市场和企业治理的互动。(5)要素集成功能。风险投资过程实际上是资金、技术、人才、信息、管理、市场等各种资源的整合,产生集成效应,提高了资本效率和资金使用的生产性和增值性。(6)更新文化价值观的功能。风险投资的发展是对创业精神的弘扬,有助于形成新的文化价值观。

风险投资机制的制度化过程经历了半个世纪的时间,作为一种新的投资制度,其创新意义表现在两个方面:一是促进了金融分工的细密化和原有生产过程的延伸,二是创造了一种特殊的产权认定机制,在一定程度上克服了技术成果初次交易中的定价困难,加速了新技术成果商品化的过程。

2. 制度创新扩大了经济领域的选择范围。制度创新追求的目标之一是扩大人类经济选择范围,风险投资制度创新的成果,直接表现为金融分工细密化和原有生产过程的提前与延伸。扩大人类经济选择范围的重要性,是基于稀缺是经济生活中的显著现象这一点而提出来的。而选择需要成本,因而就连带地出现了为降低成本的制度选择以及不断为此创新的问题。

金融本身就是人类经济选择范围扩大的产物。当人们劳动创造的产品只能满足个人的需要的时候,既没有能力提供产品供他人选择,也没有条件选择他人的劳动成果,这时没有社会分工的选择,也就不存在交换,更不可能出现一般等价物货币。当人们只需要物物交换这种简单的互换性选择的时候,商品-货币-商品这种连续的交换即流通并不紧迫地需要出现。当货币只以贵金属形式存在的时候,人类在货币上就没有选择的余地,纸币与金属币并行流通时,便有了两种选择。随后选择范围又扩大到存单与货币之间的选择,证券、存单与

货币的选择,各种证券、各种存单、不同国家货币的选择,等等。金融业作为向实体经济提供信用服务和支持的部门,用于执行信用交换职能的金融工具,其选择范围也越来越有伸展的余地。如果我们将资产证券化称作一级虚拟,那么资产证券化中的重新打包(repackaging)业务,即将某些低信用等级的证券组成一组、加入某种较高信用等级的证券作为抵押而发行新债券,则是二级虚拟。至于金融期货、期权、股票和债券的期货合同,它们的杠杆投资(leverage investment)特征,更难找到对应的交易物,属于三级虚拟。尽管人们处于不同角度,对金融活动范围扩大过程中的某些创新持有不同看法,但有一点却是可以取得共识的。那就是基于人类在物质生产领域经济选择范围日益扩大使金融采取日益扩大创新范围与之匹配。这就象如果没有交换的需要金融将无法存在一样,没有实体经济的拓宽,虚拟资本系统也难以有拓宽选择范围的余地,二者是联动的。整个金融业的发展和繁荣,既是适应人类经济活动范围扩大的需要而推动,同时也是金融自身根据适者生存原则,通过不断进行创新在突破旧有金融观念和过时法规对它的约束过程中,逐步积累起力量和经验,才争取到这样的结果的。当然,金融业的发展和繁荣的过程,也必然成为人类经济选择范围持续性扩大的进一步的支撑点。如果没有金融的牵引和推动,人类希望在经济选择范围的扩大方面所做的努力,同样是不可想象的。

总之,金融领域里的创新活动线索总是和人类物质生产领域经济选择范围扩大的线索相一致。对于风险投资来说,局限于金融本身而言,它首先是对传统金融市场的补缺,即风险投资业的发展和繁荣建立在由整个金融市场的结构和运作规则所决定的市场空缺的基础上。一些拥有创意和新技术的往往不能够从其他金融机构得到资金。虽然新创企业内在的高风险需要有高于法律限定的贷款利率,但法律禁止吸纳存款的机构收取过高的贷款利息。因此银行能贷给新创企业的款项不可能超过新企业的现有固定资产能够保证归还的水平。但是,在今天这样的基于信息技术的经济中,绝大部分新创企业只有极少的固定资产。另外,投资银行和其他一些基金受到保护投资者的法律和操作规范的限制,也不可能投资于新创企业。风险投资正好填补了这个空缺,空缺存在于创新的资金来源,如公司、政府实体、创业者朋友和家庭,与能够投资于创新企业的传统低成本的资金渠道之间。扩展到它在金融范畴的创新线索与同时代物质生产活动范畴的创新线索比较,它们是一起向前发展和成熟的。即风险投资作为制

度创新表现为一体两面的特征：为发现未被满足的需求和创造新的需求，将生产过程提前到逼近实验室，并且将孵化高新技术创业体的过程独立出来运行，基于此，由这一独立运行的新利润生产过程提出要求所引致，由金融部门为它新开辟了一个与之对应并为它服务的独立运行的资本市场服务过程来。

对于经济学来说，只有与交换活动相联系的社会分工才具有研究意义。人类经济选择范围的扩大会直接与社会分工的发展相联系，而分工又必然成为推动社会生产力发展的重要因素，一个民族的生产力发展水平，最明显地表现为该民族分工的发展程度上。因此，制度创新的效率也总是通过分工程度的细密化和新的分工形式表现出来，风险投资引致的生产过程性质的分工，具有深入研究的价值。因为它能给投资者和创业者带来比原来投资领域和原来生产经营活动的那个生产过程高出很多的利润，使经济以更有效率的方式增长。

3. 社会技术进步需要制度创新。从客观上对技术进步贡献率的定量分析是困难的，微观上高新技术成果的价值实现过程表现了相似的迂回性。风险投资创造了一种特殊的产权认定机制，在一定程度上克服技术成果初次交易和连续交易中的定价困难，使其价值市场化实现概率大为提高。

狭义的技术是指在既定的最低限度的机械、工程或科技水平上使活动持续进行的方法。但应用于经济学研究来说，技术通常只是在它与生产过程相联系时，这一概念才有可能被重视的意义。对于生产来说，技术的概念可以表现为生产函数，但这时它已经不纯粹是技术的原生态概念，而是体现生产函数的移动范畴的技术进步的内涵。技术进步在经济增长中的作用几乎是人人看得见并真实感觉到的，但技术的量化又实在太困难。因此，人们评价技术进步对经济增长总体影响的工作往往采取迂回的方式进行。

技术进步对于经济增长的贡献率被量化困难的原因固然是由多方面因素构成，但技术自身内在的特有的不确定性，肯定是一个重要原因。某一领域基础研究早已突破多年，该领域的应用研究却被另一领域的后来突破者抢占先机；谁更有能力寻找生产过程实现的途径，这在时间上有不确定性。同样的问题在空间上也存在。因为基础研究一般没有保密性，应用研究只具有一定保密性，某个国家或地区首先在前两个阶段的研究某一领域取得了先行突破，并不能决定它必然在开发研究领域成为商品化率的赢家。显然开发研究因为有具体目标、费用投入一般较大，具有很强保密性。但由于技术进入相似阶段，同一时间会

有不同的人各自独立地分别在进行两个甚至两个以上相似的发明创造，取得技术成果商品化的进展谁先谁后也是很难确定的，就是同一项成果被若干个发明者同时创造成功，也完全可能。发明创造被转化为商品的过程、批量形成过程、市场接受过程、技术扩散竞争加剧的过程，等等，更是几乎每个环节都存在着由若干个不确定性构成的风险。由于以上这些因素的制约，长期以来，研究成果商品化率事实上是一直偏低的。据统计，1988 年底世界上受理登记的专利有 2700 万件之多，但其中已过时的专利也多达 2350 万件，尚在保护期内的专利被人购买并用于生产过程的也只是少数。技术成果交易变现困难的情况由此可见一斑。

互联网络投资制度，促成了高新技术成果转化利用的效率机制，从经济学原理看，集中到一点就是根据成果交易的特殊性，构造了一种特殊的产权认定机制，解决了初始交易和连续交易中的定价难题。

越是创新价值含量大、越是技术水平高、越是时间过程超前的高新技术成果，往往就越具有潜在价值变现的高度不确定性。这就意味着，因为延时估价和间接评估的困难，交易双方在价格上很难取得一致。基于此，直接用买卖双方谈判、市场搓合的办法，或计划安排的办法解决高新技术成果交易效率低下的问题，可能是难以奏效的。相反，通过契约的方式界定权益股份，由交易双方共同承担延时估价和间接评估所带来的不确定性，共同进行技术开发，在未来技术成果的潜在价值赋予新产品和新服务的真实价值确定时，计算出双方的产权剩余收益，也许能够为高新技术成果商品化过程开辟出一条便捷之径来。风险投资在促成高新技术成果商品化过程中，正是吻合了这样的迂回实现思路，形成了独特的产权认定机制，从而为知识产权这一大特殊商品的交易活动，提供了创新的范例。

4.2 风险投资有效运行的制度环境

新技术、新经济依赖于新的制度安排。发展风险投资并不是简单地加大资金投入，也不是简单地将资金向高新技术产业倾斜，关键在于建设风险资本高效率运行的制度环境，如企业组织制度、法律制度等。如上所述，风险投资制度的先进性在于它以更高的效率组合生产要素和获取利润的能力，它提高了资本运动的速度和密度，从而在客观上推动了技术创新和经济增长。因此，新技

术(专利)的产业化离不开新的投资制度,风险投资制度是新经济发展的必备条件。

同样,风险投资是经济制度发展到一定程度后的产物,只有通过必要的制度安排和法律保障,使资本、知识、人才等资源能够自由转换和流动,风险投资活动才能真正得到发展;只有建立相应的科技创业法规体系,规范风险投资活动的市场行为,创造有利于创新、创业,有利于高科技企业家脱颖而出的环境,风险投资才能有效、健康发展。

一、风险投资应具备的大环境

建立有效的风险投资制度,还需要有一个比较合适的大气候、大环境。发展风险投资业的关键是要有一个良好的内外部环境。就内部环境而言,要有一个通畅的资金来源渠道,一批高素质的人才,一个健康的风险投资中介组织模式。而外部环境则是要有一个高效的风险投资退出市场和一个积极扶持风险投资的政府。

1. 培养风险意识观念。这一点在美国和欧洲各国看得非常清楚。美国是一个移民国家,鼓励个人不断去创新,把那些传统的旧思维不断地摒弃掉,而增进一些新奇思想、新奇行为。传统的思维往往都是墨守陈规,一般对新思想、新行为不太能接受,所以很多人的创新精神就没有了。从这点来讲,要发展风险投资基金,就要把一些钱用在建设投资环境和文化氛围上。

2. 成熟的创业者。一流的人才加二流的技术胜过二流的人才加一流的技术,这俨然已成为风险投资家选择受资企业的标准之一。创业者的素质对于风险企业能否成功至关重要。他必须具备将创意整理成合理可行的商业计划的能力,并应不断充实财务、营销、管理等方面的知识。

3. 专业的风险投资公司和管理人才。资本是科技转化成生产力不可或缺的条件,风险投资公司通过发挥资金放大、风险调节、企业孵化等职能,构建起资本与技术结合的桥梁。具体表现在:聚集分散的资金,投入高科技企业;实施投资组合原则分散风险;通过为创业企业提供增值服务,协助其成长。风险投资家是风险投资公司的灵魂。标准的风险投资家应该是集管理才能,专业技能,及金融知识于一身的多面手。在我国,由于风险投资业起步晚,培养训练有素的风险投资家还需要时间的推移以及实践的积累。我国已有的100多家风险投资公司基本上采取公司制的组织形式,在职、权、责、利润分配上与被

广泛采用的有限合伙制不同。因此制订合理的激励机制，调动风险投资家的积极性及创造性显得尤为重要。投资管理人才。以美国成功的风险基金为例，风险投资需要两类人才：一类就是有经验的投资银行家，知道往哪个方向投资是有潜力、有效益的；第二类是大公司、高科技企业的科学家和工程技术人员，他们有成功的经验，技术面、知识面很广，知道一个思想、一个主意有多大的科技价值和商业价值。

4. 明确产权关系。投资都是要求回报的，所以产权一定要明确。美国能够有很多风险投资基金，就是因为产权非常明确，可以做到化解风险。因为很多公司，特别是小公司有很多法律纠纷就是因为产权不是很明确引起的，这样投资者就会望而却步。

5. 合理的退出机制。风险投资的目的不是控股，无论成功与否，退出是风险投资的必然选择，否则无法进入新一轮投资，而资金失去流动性就意味着失去了生命。因此，退出机制一方面受政府行为（相关的法律法规）影响，一方面又是吸引资金、专业风险投资公司和创业者的先决条件，退出机制的完善与否实际上是风险投资业成败的最关键因素。风险投资是为那些比较长期的、高科技的、有创意的公司进行投资，所以这就需要一个退出机制，就是要建立一个比较成熟、比较发达的、具有良好流动性的资本市场环境。在一个国家如果没有比较成熟的资本市场，风险投资就没办法实现投资的回报。

6. 适度的政府行为。任何一种新兴行业的发展都受到政府行为的影响，机构资金能否进入风险投资市场、风险投资公司组织形式和上市公司的资质、数量等问题都需要政府相关政策法规的支持。另外，作为投资主体出现前的初期，政府的直接介入能够起到引导社会资金投向、弥补民间资本投入匮乏的作用；而随着运营环境的完善成熟时，更多依据市场规律运作，政府应该逐步淡出，代之以制定相关的经济政策、法律法规。

二、我国风险投资运行环境的制度缺陷

我国的风险投资，在最近几年的发展中，不贴切地比喻，似乎像一座有别于钱钟书先生所描述的特殊围城。城外的人，把它看作紫气冠顶，灿烂夺目，一心想挤进去；城内的人，则在追求一个梦，却在探索过程中产生一堆困惑，出去吧，据说这是新兴行业，大有前途；不甘心，呆下去吧，路漫漫其修远兮，吾将上下而求索。困惑何来？又何以解惑？从风险投资运行的环境分析，核心问

题在于制度缺陷。

（一）国有体制的固有缺陷

我国各地设立的风险投资机构，有相当一部分是政府主办的国有制（包括国有控股）。虽然在市场缺位或失效的情况下，政府主办有其客观必要性，便于引导民间风险资本的介入，培育和建立风险投资市场体系，但在运作实践过程中，其先天固有的制度缺陷暴露得日渐明显，已成为构筑适合风险投资发展的治理结构的一种桎梏。

第一，政企不分的色彩浓厚。政府出资设立风险投资机构，一般委托其全资国有企业加以管理，无论在资源和人才的配置上，还是在投资决策上，不可避免地受到行政干预。尽管表示支持不干预，不塞项目不塞人，实际上，政府那么多部门，制度安排的刚性决定不可能不干预，有时有的政府部门干预起来，让人难以招架。譬如某政府部门负责人推荐来了一个项目，口头上说行不行由你们定，如果真的被否定了，他便不高兴，有的说不定背后发牢骚，给扣上不支持高新技术产业发展的帽子。

第二，行为目标二重性。政府出资，以追求社会效益为目标，而创业（风险）投资作为商业化机构，以追求经济效益最大化为目标，坚持市场化运作原则。如何使二重目标相统一，常常令人陷入苦恼，无所适从。

第三，管理层行政配置，排斥市场机制的作用。不利于建立适合创业（风险）投资要求的合理的人才结构，也不利于培养团队精神，更不利于引入竞争机制培养风险投资家，甚至可能造成人才资源的某种浪费。

第四，收益分配上的平均主义、大锅饭的现象依然存在。管理层报酬与投资的成功联系不直接，也不紧密，不仅是公司内部存在平均主义，干好干坏一个样，甚至国有企业之间互相效仿，干好干坏一个样。至于推行期股期权制，许多只是说说而已，落实难度很大。

第五，责任与权利不对等。董事会为最高权力机构，包括投资决策权与重大人事任免权，但是，董事个人又承担多大责任呢？总而言之，只要不违法、不谋私利，即使投资造成失误，无非撤职而已。董事不入股，与风险投资的成败没有直接利益关系，但又要行使投资决策表决权，其制度缺陷及由此带来的潜在风险显而易见。

（二）投融资制度的迟后

现行投融资体制的突出问题表现为，国有资本投资没有建立出资人制度，导致所有者缺位；资本市场发育不良，融资渠道不畅；普遍严重缺乏信用观念，加剧了融资难度。因此，在发展高新技术产业的过程中，投融资体制的制度创新比技术创新更为重要。

从融资角度来看，高技术项目难于融资是事实，但难在体制和机制，而不是缺少资金。由于高技术企业主要是依赖权益资本来发展的，如果不能解决权益资本的来源而只是单纯提供贷款的渠道，那么这种貌似优惠的政策只能迫使企业在承担巨大技术、市场风险的同时再承担巨大的债务风险，增加其生存难度。而要建立起一套以权益资本为主的高技术企业融资机制，就必须通过制度的创新，加速现行投融资体制的改革，形成以民间资本为主体的风险投资体系。

三、“中创公司”失败的教训

赫赫有名的中国新技术创业投资公司（简称“中创公司”）是我国成立最早的一家风险投资公司，称得上是我国风险投资业的先行者。但不幸的是，中创公司成为一个反面的典型。1998年6月22日，中国人民银行责令其停业关闭。作为中国首家风险投资公司的中创落得如此悲惨结局，不得不引起我们的深思。中创公司的成立是我国借鉴国外风险投资发展模式，旨在促进我国科技产业化发展的产物。1984年11月，国家科委的几位年轻干部向中央有关部门呈报《对成立科技风险投资公司展开可行性研究的建议》的报告。该报告力陈现行科研管理体制的严重弊病在于科技研究的开发成果不能最大限度地转化为现实生产力、产生经济效益。报告认为造成该弊病的原因主要有三个方面：一是历来的科研经费分配办法使中试和投产成为科研向生产转化的主要障碍；二是在项目选择上往往缺乏对风险创业的正确认识，追求一次成功；三是由于科研经费分配使用不当，压制了人们的创新精神和能力，严重妨害了走向市场的积极性。报告提出通过建立风险投资公司，可以克服我国现行科研经费管理的弊端，为科技产业化提供资本支持。1985年9月，在国家科委和中国人民银行支持下，国务院批准成立了我国第一家风险投资公司——中国新技术创业投资公司，作为一家专营风险投资的全国性金融机构，其注册资本为2700万元。中创公司的主要业务是通过投资、贷款、租赁、财务担保、咨询等方面的业务，为科技成果产业化和创新型高新技术企业（或风险企业）提供有效的资金支持。

中创公司后来由国家科委独资发展为股份制公司，新增股东包括财政部、

中信公司、中国有色金属总公司、中国船舶工业总公司等实力雄厚的大单位。中创公司在 13 年的经营过程中,起先从事的创业投资主要集中在长江三角洲和珠江三角洲,中创公司很快受到经营风险的挑战,投入巨资生产的新技术产品并没有销路,于是不得不转向其它领域寻求机会,如股票买卖、房地产等。到 1997 年底,中创主要投资项目达 90 多个,涉及工矿企业、高尔夫球场、房地产和物业等。

许多业内人士介绍,中创公司后来实际上并未从事风险投资,而是主要从事房地产投资和贷款、债券回购等银行业务,甚至步入信托投资公司的行列。1993 年,中创在海南投资建药厂因论证不慎而损失十几亿元,后来在若干重大项目上的投资包括房地产、期货、股票等出现几十亿元巨额亏损,又由于国内企业经营不景气和三角债,致使中创公司到关闭时总债务达 60 亿元人民币。

拥有上百亿资产的中创公司,失败的原因是多方面的。债务危机是许多金融机构都会遇到的危机,而问题在于中创公司的性质不同于一般的银行性金融机构,因此它失败的根本原因应从风险投资的运行机制和维持它生存的外部环境这一角度来分析。

1. 公司的组织模式不符合国情。中创公司成立于 1985 年,那时我国的经济体制基本上是计划经济,政府在整个经济活动中起着十分重要的作用。当时组建的中创公司属官办民营型。公司由政府出资,重大事情由政府过问,经营首先考虑稳健原则。可以说中创公司基本上是计划经济的产物。政府承办风险投资公司,风险只能由政府承担。然而西方国家几十年举办风险投资的经验告诉我们,风险投资是纯粹的商业行为、市场行为,投资者往往为此要付出巨大代价,由政府来举办风险投资会是低效的,甚至会失败的。政府不应作为直接的投资主体,而应通过制订有关措施广泛分散投资风险,承担信用担保责任,创造风险投资的外部运行环境等间接参与风险投资。

2. 市场尚不具备风险投资机制。中创公司成立之时,正值我国改革开放初期,技术市场机制尚未完全建立起来,创新企业数量不多,因此,中创从一开始就从事类似银行性的金融业务是不足为怪的。事实上,中创公司作为风险投资公司已经名存实亡,公司业务背离了成立时的初衷,从事资金拆借、房地产、买卖期货、炒股票等业务。

3. 发展风险投资的外部环境还不成熟。如本文所述,风险投资业的发展有

赖于多方面的良好的外部条件的支持，在中创公司成立的早期，可以说维系风险投资的诸多外部条件是不成熟或根本不具备。中创公司自 1985 年成立至今，我国尚无有关风险投资方面的专门法规出台，而只能套用相关法规。

4.3 我国风险投资发展面临的问题

从国际上来看，中国大陆是较早注意到、并采取了一定措施来推动风险投资体系发展的国家之一。早在 1985 年，中央文件（《中共中央关于科技管理体制改革的决定》）就正式引入了风险投资的概念，并于 1985 年和 1986 年，经国务院批准，先后成立了中国新技术创业投资公司和中国经济技术投资担保公司等非银行金融机构，其宗旨就在于为高新技术产业的发展提供信贷支持和担保。同时，在银行贷款中较早地设置了科技贷款项目。而台湾引入风险投资概念不过是在 1980 年，仅比大陆早了五年，但是，台湾从 1981 年就出台了一系列政策，红红火火地搞起来了。相比较，大陆风险投资发展缓慢。

到了上个世纪末，受美国 NASDAQ 引发的国际风险投资热潮的影响，我国风险投资也在 2000 年的时候红火一时，全国新成立的风险投资机构超过 200 家。然而，由于制度环境的严重缺陷，大陆风险投资业发展十分缓慢。如果按照国际标准来衡量，可以说我国的风险投资业尚处于刚刚起步阶段。那么，是什么原因导致我国的风险投资业举步维艰呢？

一、缺乏合格的投资主体

在过去相当一段时期里，我国风险资本主要来自财政科技拨款和科技开发贷款。各地成立的风险投资机构也大多是由地方政府创办和资助的，其目的是为了发展本地的高科技产业，推动科技成果转化，搞活地方经济，并不以盈利为目的。因此，这样的风险投资与真正意义上的风险投资基金所内涵的高风险、高收益的宗旨是不符的。由于国家财力和银行科技贷款的规模局限性，在没有民间资本大量参与的状况下，风险投资基金的数量和规模很难有较快的增长。因此，风险资本来源问题始终是困扰风险投资机构的大问题。例如中创公司，除了注册资本金以外，再无资金来源。在其业务规模扩大以后，为弥补资金不足采用了高息揽储的方法。而这种短期、固定利率带来的本息还款压力，最终导致其偏离风险投资路线而进入房地产和证券炒作。九十年代以来，我国一些技术和知识相对密集的地区相继成立了高科技园区，并借鉴国外中小企业孵化

器机制设立了一批创业中心,目前,这样的创业园、创业中心已经超过 150 家,并成功培育了一批高新技术企业。然而,这些运作比较成功的创业中心普遍面临资金严重不足的困难。

1999-2000 年,中国风险投资也曾热得烫手,但是,风险投资基金的来源却非常有限,资本结构单一,风险资本市场缺乏合格的投资主体。在一些风险投资较为发达的国家,主要是民间资本,如个人、银行、保险公司以及其它金融机构作为主流风险基金,在中国,却是政府不得不出资充当投资主体。在全国技术创新大会的推动下,各地投入大量资金建立了一批以政府为主要出资人的风险投资基金或公司,一定程度上缓解了高新技术产业发展的资金短缺问题。但这一方面限制了我国风险投资的资金规模,另一方面也使得风险得不到有效分散。在欧美等国,风险投资以游说者的形象奔走于政府、银行、其它金融机构、企业和其它有关单位,以极具吸引力的发展计划,宏伟的战略构思吸引政府、银行、企业等参与到风险投资业中来,来自于政府的创业资本只占一小部分,银行和其它金融、非金融机构挑起了风险投资资金输出的大梁。

二、官办官营是中国风险资本运作体制的致命缺陷

风险投资是一种风险极大的特殊的投资活动,如果没有一批具有充分专业知识和经营技能的职业风险投资家,没有将风险投资家的责任、利益与项目运作的成败和收益紧密挂钩的激励机制,没有能够有效制约风险投资家(作为普通投资者的代理人)的约束机制,风险投资活动是不可能成功的。由于体制和观念上的原因,中国的风险投资机构从一开始就采用了官办官营的模式,即由各级政府出资组建投资公司,按照国有企业的模式进行运作。实践证明,这种模式不能适应风险投资的特点和运作规律,无论是中国还是外国,采用这种模式的无一例外地都遭到了失败。风险投资机构中,如果政府色彩过于浓厚,风险投资业务就易受政府的行政干预,按照政府的要求和意图进行运作。在项目筛选、评估和决策过程中,不是以市场为导向、不以盈利为目的。这样很容易导致基金管理缺乏效率,没有相应健全的监督机制和制度保证,甚至出现人为因素或产生权钱交易。另外,由于缺少高素质的风险投资专业人员,投资经理人市场尚未形成,传统的经营方式很难适应新的风险投资管理体制和国际规范的运作方式。因此,在国有独资公司或国资控股的模式下,无论设计怎样周密的监督代理人方案,还是难以解决所有者虚置和预算软约束问题,当然更无法

建立有效的激励机制。

风险投资是完全的市场经济活动。官办官营的运作体制，是风险投资制度的致使缺陷。如上所述，由政府建立的投资机构，不可能具有足够的激励机制，促使管理人员不厌其烦地以沙里淘金的精神去选择项目；政府不可能设计一套严密的制度，既能容忍创业投资管理人的投资有一半以上的失败，又能有效防止道德风险的发生；政府有关部门习惯性的行政干预，使投资管理人难以抵制，从而违心地作出错误的决策；政府部门繁琐漫长的报批程序，根本不能适应高科技日新月异的发展。所以，发展风险投资，要彻底改变这种体制，必须进行制度创新。

三、风险投资机构的组织形式有严重缺陷

现行《公司法》对风险投资运作带来严重的制度缺陷和发展阻碍。我国《公司法》规定，公司设立采取实收资本制，即公司的资本为公司股东实缴的资本，这一规定就没有考虑风险投资的特殊性，使风险投资公司的风险资本运作陷入困难。在国外，风险投资公司大多采取承诺制，即风险资本提供者在设立风险投资公司时，并不需要全额投资到位，只需要拿出少量资金组建风险投资管理公司，对风险投资管理公司作出投资承诺，待风险投资管理公司寻求好投资项目之后，投资者才向所选择的投资项目投资。此外，《公司法》规定：公司向其他有限责任公司、股份有限公司投资的，除国务院规定的投资公司和控股公司外，所累计投资额不得超过本公司净资产的 50%。按照这一条规定，公司募集的风险资本，也得有 50% 闲置在那里，这对风险投资公司又构成资本利得压力。

过去几年中，我国相继成立了 200 多家风险投资公司，但是，这些公司几乎毫无例外的是都采用了有限责任公司形式，这是在我国尚不存在有限合伙制度的情况下，不得已而采取的方式。采用有限责任制的缺陷在于：

1. 资本效率低，偏离风险投资本来面目。《公司法》要求风险投资公司注册成立时，注册资本必须足额到位，这样，在风险投资公司选择好投资项目进行投资之前这样一段（往往是很长时间）时期内，风险资本就只得闲置在那里，其资本利得的压力迫使一些风险投资公司做其它投资考虑。若要注册资本 10 亿元的公司，帐面上必须先有 10 亿元才能开始运营。毫无疑问，资本金一步到位，压力会很大。这也是一些风险投资公司背离组建初衷而转向炒作股票和房地产的重要影响因素。因为必须让资本金增值，迫使寻找高新技术以外的项目

来做，精力不可避免地要被分散，必然导致管理者缺乏耐心，将风险资本投向房产、证券业。

2. 公司制形式的制度缺陷。美国风险投资发展初期，也选择公司制的治理结构，后经过近半个世纪的实践探索，创造了有限合伙制，将公司制取而代之。目前，由于我国没有合伙制法律，所有风险投资机构无一例外地采取公司制，其中多数为有限责任制，少数为股份制（非上市）。经过一段初步实践，公司制不适应风险投资业快速发展的制度缺陷逐渐暴露，使风险投资在付出高额代理成本的同时，仍步履维艰。

第一，公司制形式下董事会的集中决策权与投资项目高度的信息不对称形成制度设计上新的不对称，难于确保投资决策的科学性与正确。即使董事会与管理层划分权限，其弊端也在所难免。被投资的科技项目在技术、产品、市场、管理等方面的高度处于不确定状态，并且变化急速，要求风险投资讲究专业性、灵活性和时效性，而许多董事身为兼职，又非相关专家人士，也不持有公司股权，董事会又不能经常召开，这势必增大投资决策失误的概率。当然，不排除有的董事会虚设，管理层权力过大，为追求自身利益而侵蚀股东的利益。

第二，公司制形式下董事会对管理层拥有较大的约束权（如罢免权），严重限制了管理层的积极性，引发新的机会成本。诚然，董事会拥有较大的限制权，有利于防止管理层的不良行为，但对于风险投资来说，管理层所负责的投资项目是中长期投资，如在投资成功之前，随时有可能被解聘，必然诱发管理层的短视行为，同时也大大影响其经营的独立性和稳定，增加投资缺乏效率的成本。

第三，公司制形式下激励机制弱化。管理层一般拿固定薪酬，有的虽搞点与业绩挂钩的奖金，但不可能像有限合伙制下的经理人可以拿到20%的利润。至于实行期股期权制，在公司股份不能上市交易的情况下，其激励作用也非常有限。

第四，公司制形式下优化配置人才资源的市场机制弱化。尤其反映在管理层，往往不是大股东派人，就是公司股东各自委派，当任董事又兼管理层，即所谓的执行董事，从专业知识结构配套到人员的相互磨合，均存在诸多无法克服的弊端。

3. 不能解决内部人控制的问题，道德风险高度集中。股东出资后，经理人掌握了日常投资决策权，而日常的投资活动又不可能都经过董事会讨论，由

于经理人没有持有公司的股份，投资好坏虽与经理人有一定的利益关系，但远没有经理人与外部勾结所带来的收益大，在这种情况下，经理人的投资决策很大程度上是凭良心做事，道德风险非常大。

4. 不能形成有效的资本放大，运行成本居高不下。由于一家投资公司只能管理自身的注册资本，而没有象美国有限合伙制那样形成 1%管理 100%资金的放大效应。一家投资公司管理的资金平均不超过 1 亿元人民币，而人员至少 10 人以上，结果，一年的费用开支平均占管理资产总额的 3%以上，高于境外风险投资公司（基金）2.5%的管理费。

四、没有完善的资本退出机制，从根本上制约了风险投资的发展

风险投资的出口通道即风险资本最终的变现场所和撤出途径，它在很大程度上决定了风险投资对投资者的吸引力，以及风险投资机制动能的流畅和持久。因此，退出机制是风险投资业的核心环节，没有便捷的撤出渠道，风险投资就无法达到资金增值和良性循环，也无法吸引投资人进入风险投资领域。一般而言，风险投资通过公开上市、出售股权和协议回购三条渠道退出，其中公开上市是最有利、最便捷的方式；而兼并收购也建立在股权流动的基础上。这就需要股票（权）交易市场。但目前由于国内 A 股市场限制法人股上市流通，尚不具备建立二板市场的条件，缺少健全的股权转让机制，风险投资通过在国内 A 股市场上市达到退出基本行不通。由于外汇资本无法自由兑换，境外投入的外汇基金只能通过在海外上市，才能使资本顺利退出，大大制约了外资的投入力度。

五、缺乏对风险投资活动的政策支持

我国虽然对风险投资持支持态度，但既缺乏有效的激励措施和明确的发展计划，又缺乏规范化管理方法。在国外，政府给予了风险投资业许多优惠政策，为风险投资的发展创造了良好的投资环境与创业环境。我国虽然对高新科技企业有税收优惠和出口优惠的政策，但从措施力度上远不如发达国家，对风险投资尚没有具体的鼓励政策。目前尚没有出台针对风险投资行业特点而制定的优惠税收政策。例如增值税方面，由于高科技产品的附加值高，销项税额也高。消耗的原材料少，允许其抵扣的进项税额少，从而得出高科技企业承担的增值税比一般企业高。在投资收益所得税方面，国家仅对高科技企业实施 15% 的所

得税率，而对高科技企业的投资人却没有所得税方面的优惠。高风险、高回报的行业特点使风险投资缺少政策支持，无法有效地引导和鼓励广大投资者参与风险投资，也无法促进风险投资的高速发展。

调查表明，尽管政府在促进科技成果转化方面做了许多工作，各地一次次地出台了许多有关政策，但在风险投资活动方面，却几乎没有实质性的优惠政策。突出问题是，在对风险投资收益的征税、风险投资者的地位、国家作为所有者对国有风险投资公司的监督管理等方面，均没有考虑风险投资的高风险特性而视同普通金融公司或实业公司，客观上起到了抑制风险投资活动的结果。国内外的经验教训告诉我们，风险投资机制与法律、政策、制度、文化、人才、市场环境等因素密切相关，是整个国家经济、科技水平和制度发展到一定阶段的产物。因此，不进行制度创新，仅靠成立几个风险投资机构、筹集一些资金是不可能真正发展风险投资事业的。

六、缺乏健全的法律法规体系

缺乏风险投资的相关法规，是构成对风险投资发展的最大制肘。从法律制度来说，要保障风险投资体系的良好运行，除了基本法律制度之外，还需要两类法律制度：第一类是与风险投资主体有关的特殊法律制度，如《公司法》、《商业银行法》、《证券投资法》、《风险投资基金法》、《风险投资管理条例》等；第二类是与风险投资活动过程有关的其他各种法律制度，如《经济法》、《经济合同法》、《专利保护法》、《知识产权保护法》、《著作权法》，以及有关会计师、律师事务所从业人员管理方面的各种法规等等。

目前我国上述两方面的法律有一些还是空白。例如我国还没有《风险投资基金法》、《风险投资管理例》等关于风险投资的行业法规，风险投资的运作无法可依。风险投资机构不能通过公募形式设立风险投资基金，而只能通过私募形式组成股份有限公司或有限责任公司进行运作。从法律角度讲，基金的设立主要依据公司法、信托法、风险投资基金法等，而我国目前尚无风险投资基金法、风险投资公司法。现行的公司法也缺少关于风险投资公司的相应规定。如果按照一般公司法的设立方式运作，势必会受到公司法中关于对外投资不得超过公司净资产的50%的限制，从而使风险投资基金和风险投资公司的法律地位不明确，运行管理也无法可依，这也是造成民间资本处于观望态度的重要原因。

另一方面，风险投资的对象是高新技术产业，而高新技术产业的特点是以

知识为核心，在完成技术开发后可以实现极低成本无限复制。正因为此，一个国家知识产权和无形资产的保护环境直接影响着风险投资家的投资决策意向。试想，一个项目经过数年研究，投入数亿元资金，刚投入市场就被人仿制，遭遇盗版，则该项目的风险投资人不但要大油其本，没准儿还要倾家荡产。在中国，风险投资喊到震天响，由于对知识产权保护不够，使风险投资不敢涉足较大的中、前期项目的投资；影响风险投资公司对技术价值的肯定，也限制了风险投资对企业无形资产运作空间。而中国虽然加大了对盗版业的打击力度，但离一个较好的风险投资环境还差得很远。

再有，我国银行的有关法律与风险投资事业的发展也存在矛盾。《贷款通则》及《商业银行法》明确规定，贷款人不能用银行贷款进行股权性投资，这样对于专职从事风险投资业务的风险投资公司来说，限制了其从银行取得资金扩大公司经营规模的可能性。风险投资公司投资某个项目之后，应该能够通过其他途径获得更多的资本进行投资效应放大。但现行银行法规显然有悖于风险投资运作规律的这一客观要求。

4.4 我国风险投资市场体系的构建

风险资本从进入到退出完成一个循环，其活动的环境即是风险资本市场，风险资本的整个活动过程即是风险投资。风险投资的运作需要一种制度性、系统性的支持，风险投资的发展，离不开一个有力的支持体系，这个支持体系就是我们作为研究目标的风险投资市场体系。

市场体系的建立，依托于一系列的制度安排。因此，风险投资市场体系的建立，关键在于制度创新。

建立风险投资市场体系，首先应该清楚它的运行条件及其难点，其次，要培育一个有效的风险资本市场，并为构建风险投资市场体系确立一些基本的原则。

一、风险投资市场体系的运行条件

从经济人理性的逻辑前提出发，风险投资市场体系的有效运作，必须符合以下的几个条件：

1. 各个投资环节上的主体必须相对独立、平等、明确。风险资本的投资主体、运营主体和使用主体，也就是风险投资人、风险投资机构和企业只有

自主经营、自负盈亏，才会在经济理性的激励下尽可能地去追逐利润并约束下一个环节上的代理人，再加上彼此间在法律地位上的相对平等。投资活动中的风险和收益才能通过公平竞争较为自由而又合理地在不同的主体之间转移和分配。

2. 各主体之间要保持充分信息和产权自由流动。风险投资体系的三个主体之间形成了两层委托—代理关系，要防范代理人的内部人控制或是欺诈，以及委托人的资本垄断，除了要保证各主体在法律责任和经济地位上的相对独立、平等和明确，还要保证能对委托—代理关系中的侵权行为进行事先或事后的约束。第一，要实现事先的预防，就需要在投资和经营的过程中，在投资的成本和收益，经营的方向和前景，决策的内容和负责人等方面提供较为充分的信息；第二，要实现事后的补救，就必须保证各主体能自由让渡其产权，尤其是能自由地投资撤出，改变现金流向，转移风险，这种类似用脚投票的制度设计还能在心理预期上对代理人形成事先的约束，降低道德风险。

3. 自由市场机制是必不可少的运行基础和制度环境。要实现第一个条件，一方面要有立法执法的保障，另一方面就要有充分而自由的市场竞争来体现运行过程中各主体的相对独立、平等和明确。至于第二个条件，自由市场机制无疑能以最低的制度成本来提供经济信息，实现产权流动。这是因为：第一，资本市场的证券价格和相关指标能较为明确及时地反映投资项目的运营状况；第二，市场的充分竞争能有效地防范风险资本运营者和使用者的道德风险；第三，资本市场的充分竞争又能有效地阻止风险资本家对收益水平和利润分配的过度要求，为企业家提供了更多和更合理的融资机会；第四，资本市场还能以极低的交易成本实现撤资和再投资，在不同的风险资本家、投资机构和企业之间自由及时地转让现金流和风险。

综上所述，在法治的自由市场基础上，价格机制能向风险投资市场体系中的各个主体及时而充分地提供经济信息，产权的自由流动和同行的自由竞争又能保证各个主体之间相对的独立、平等，达成健康的委托—代理关系，以及较为合理的风险—收益分配。这样一来，一种良好的信用制度与合作关系便建立起来，在成熟规范的资本市场支持下，风险投资就成为一种有力的信用创造工具，将资本与技术有机结合起来，使经济的发展进入到创新—资本积累—技术进步的良性循环中来。

二、需要重点研究的几个难点

建立有效的风险投资市场体系,并充分发挥其对高新技术产业的推动作用,必须遵循风险投资活动最基本的经济逻辑要求。然而,从中国转轨时期的经济现实来看,很多条件,尤其是自由市场机制还不太成熟,过多的不确定因素和资本市场约束导致了过高的经营风险和道德风险,这就给风险投资市场体系的建设和运作造成了很多的困难。

(一) 投资主体的选择。风险投资活动中的投资主体要能最大限度地实现投资对资源配置的改善作用,首先要具有经济理性,即主动地追求利润最大化,并有能力约束被投资方的经济行为,要能承受较高的投资风险。与此相应地,在法律地位上,它们必须相对独立、平等,产权和责任主体明确。目前,我国的投资主体主要有政府、国有企业、非国有企业、银行、各种非银行金融机构和私人。政府财政的投资往往带有非经济的目标,由于投资责任人不够明确,对被投资人的成本约束也往往较为宽松,在风险投资中,低效而保守的政府投资往往不能较快地促进科技进步和科技成果的商品化,中科委成立的“中创公司”之失败即是典型一例。国有企业也具有一定的福利政策目标,还涉及到大量产权不明的国有资产,投资上通常要兼顾稳定和效率,所以也不适合从事高风险的风险投资。至于非国有企业和私人资本,虽然有从事风险投资的主观愿望,但由于国内风险投资体系非常不完善,尤其是缺乏良好的信用制度和撤资渠道,市场上的道德风险很高,加之资本稀缺,投资的机会成本较高,

(二) 委托—代理关系的处理。即使找到了合乎要求的风险投资主体,那么在风险投资者、风险投资机构和企业之间还有两层委托-代理关系需要认真地处理。这两层关系的处理涉及到风险投资活动中风险与收益合理的分配,要做好这一点,一要有分权制衡的公司治理结构,二要有较为充分的信息反馈,三要有产权自由流动的权力和渠道。股份制改革的深入加快了我国现代企业制度和产权市场(尤其是资本市场)的建设,这在一定程度上为中国风险投资体系中委托—代理关系的处理,提供了可资依托的制度基础和要素环境。然而,股份制和资本市场在实际运行中还有许多不合乎相关法律法规的地方,由于执法效率低下,代理人恶意欺诈委托人(投资人)的情况仍较为严重。正因为投资人的合法权益难以得到实际的保障,所以中国投资领域的投机程度较高,一哄而起的风险资本,有相当一部分被迫从事传统实业投资和证券投资,而真正

的高风险新技术产业投资却没有有人来做。

(三)信用制度与退出渠道的建立。风险投资活动与所有的投资活动一样,是以资本在不同主体间的流动为主要线索的,这就要求风险资本不仅能源源不断地注入高科技项目,还要能自由及时地从一个项目撤出,转向另一个项目。这既保障了投资者的利益,分散了投资风险,同时又正是风险投资的魅力与活力之所在。建设中国的风险投资体系,也要高度重视信用制度和风险资本退出渠道的建立。信用制度,即在风险投资活动中约束和激励投资被投资方履行契约的通行规范,不仅要以产权主体的独立、平等、自由为基础,还要以充分的市场竞争来保障,这里特别是指风险资本家之间、风险投资机构经理之间、企业家之间的充分竞争形成对具体行为人的道德约束。当良好的信用制度有效地降低了风险投资中的道德风险时,还需要建设交易成本较低的风险资本退出渠道来分散和转移正常投资风险,变现投资收益,为下一轮的风险投资提供资本积累。然而,国内现有的资本市场(证券市场)、产权交易市场和经理市场,都难以满足风险投资活动对信用制度和退出渠道的要求。

(四)风险资本市场上,一般的中介机构,如律师事务所、会计师事务所、证券商、商业银行、信用评级机构和资产评估事务所以外,还需要有为风险投资服务的特殊中介机构,如专业性融资担保机构、督导员机构、科技项目评估机构、知识产权估值机构、标准认证机构以及行业协会等等。在美国,在风险投资活动中起关键作用的风险投资经理、券商、会计师事务所和相关的一系列主要中介机构都是在高度发达的自由市场机制、尤其是在资本市场环境中,通过充分的竞争成长起来的,而在中国,过去的计划经济体制和目前投机盛行的转轨经济体制难以培养出一批为风险投资服务的专业人才和中介机构。如果大量地引入外资主体,又要面临外汇制度、外资政策和严重的信息不对称等具体困难。

三、风险资本市场的培育

构建风险投资市场体系,必须从我国的国情出发,首先要培育好一个完整的风险资本市场,主要包括项目市场、资本市场、股权交易市场等方面的内容。项目市场向风险投资者提供科技含量较高、市场前景良好、管理运作规范的高新技术项目和企业。资本市场提供项目所有者需要的各种风险资金,包括基金、个人资金、企业资金、其他机构资金和境外资金。股权交易市场是风险资金的

出口，既是风险投资者股权投资和回报变现的集中场所，也为高新技术项目和企业提供稳定的融资渠道。资本市场、项目市场、股权交易市场相互作用、相辅相成，构成一个有机的风险投资市场体系。

第一，项目市场。培育项目市场，一是科技创业者自行培育项目。依托高校或科研机构，以及通过企业内部科研人员的创新，形成一批科技含量高、市场前景好的科技项目。二是中介机构协助培育项目。中介机构一方面为资金所有者寻找合适的项目，另一方面为项目引入资金。中介机构能够为项目提供制定战略、产品定位、市场研究、财务分析、资金筹措、经营管理等一系列服务，并为项目直接引入资金。三是开展与境外投资银行的业务合作。通过与境外投资银行的合作，既直接培育项目市场，又促进国内的中介机构发展，促进科技风险投资市场与国际市场接轨。

第二，风险资本市场。发展风险资本市场，一是用好科技风险投资基金，争取上市发行。二是发展科技风险投资公司。将专业风险投资公司实体与科技风险投资基金运作结合起来，体现专业性、独立性和引导性的原则。三是在境外设立科技产业投资基金。由政府出资，通过内地驻港企业，联合境外的投资公司、基金公司和实业公司，以私募方式发起设立境外科技产业投资基金，争取在境外申请上市。四是引入境外风险资金直接投资。美国、欧洲拥有大量的风险资金资源。培育出好的项目，可以直接吸引外资进入，利用境外的风险资本。

第三，股权交易市场。创造条件建立多层次的股权交易市场，一是优先支持高新技术企业上市。首先考虑有较高技术含量和较好市场前景的高新技术企业上市，以带动高科技产业发展。二是积极利用即将来可能开辟的二板股票市场。在二板股票市场上市的企业的财务条件，可以低于主板市场的要求，更注重企业的科技含量、市场潜力和成长性。对购买者要有必要的提示，特别是对个人投资者要有具体的限制。三是活跃地方产权交易市场和技术交易市场。利用产权交易市场和技术交易市场的现有条件，进行高新技术企业的产权交易，使其成为科技风险资金的变现出口。产权交易市场之所以不够活跃，主要是其交易限于产权的整体性和个人投资者难于参与。因此，可以研究细化产权交易单位，允许个人投资者在一定条件下介入。技术交易市场的障碍主要在于交易对象的非实体性，应该将高新技术企业纳入交易范围。四是通过对那些经营不

善、市场前景不好的上市公司进行资产重组,优化资本结构,调整产业方向,提高技术含量,改善内部管理,使高新技术项目纳入上市公司之壳。五是利用海外证券交易市场。研究利用香港等海外证券市场,促成更多的高新技术企业在海外证券市场上市。

第四,建立多方投入、风险共担、专家经营、利益共享的风险投资运行机制。发展风险投资要走社会化、市场化的道路,发挥不同投资主体的作用,扩大风险投资资金的来源。政府主要发挥种子基金、担保和鼓励导向的作用。政府要把国有资产的战略性调整和发展高新技术产业结合起来,可以有计划、有步骤地将部分国有资产从现有的一些企业退出,将退出所得资金用于建立或增加风险投资基金的额度。风险投资基金的募集宜采用股份制的形式,吸引全民、集体、私营以及金融机构及个人共同入股,共担风险。基金的运作要借鉴国外同类公司的经验,提高风险投资的效果。要强化激励约束机制,加强项目筛选、咨询评估、经营管理、项目开发和监管等环节,要注意组织各个领域、不同专业范围的专家咨询委员会或专家组,扩大筛选面,提高淘汰率。要确定风险投资基金支持高新技术成果产业化的经营方向,平衡投资风险。

第五,为风险投资创造良好的创业环境。营造良好的创业环境,首先,要降低创业门槛,完善创业环境。降低开业成本,在注册时切实提供方便。对高新技术企业初始注册资本金不足的,可以采取注册资本担保方式进行登记注册。注册资本在人民币 50 万元以下的高新技术企业,其技术持有人以高新技术入股的,可根据股东之间达成的入股协议书或公司章程,该技术成果可作为注册资本的一部分。其次,要加强孵化器、高新技术园区的功能开发和建设,改革现行的孵化器和高新技术园区的管理模式,增强其公益和事业的性质,引进国外留学人员与管理,切实提供高新技术企业发展的政策支持,开展从注册、高新技术资格认定、企业投资战略咨询、投融资帮助等方面的服务。对拥有自主知识产权的高新技术企业在土地出让金等税费的征收方面给予优惠政策。最后,政府要大力支持与国内外科研院所的合作,为高新技术产业发展提供技术支撑。政府要免费或优惠为国内著名院校提供科技产业基地,支持企业与科研院所进行的重大产业化项目。

四、建立风险投资市场体系的基本原则

(一) 将风险投资机制建立在市场经济机制基础上。提出这一原则的理

由是：风险投资是一个高收益与高风险相伴且竞争十分激烈的领域，其介入高新技术领域的目的就是知识推向市场，将科学技术转化为现实生产力。这种转化能否成功，归根结底要受各种各样市场条件的制约，受市场经济规律的制约。只有立足于市场机制，彻底矫正计划经济时代下形成的行为惯性，才有可能理顺风险投资活动中的各种关系。从出资角度说，在我国目前的财政收支状况下，不可能也不应该再指望完全靠政府来搞风险投资。如果继续走老路，靠政府拿钱兴办风险投资公司或设立风险投资基金，继续繁衍一批国有独资企业或国资企业控股的风险投资公司，无论我们设计怎样周密的代理人方案，最终还是解决不了资产所有者虚置及其派生的预算约束问题，其结果必然是随大量的投资失败而造成国有资产的大量流失。从风险资本需求角度说，数以万计高新技术成果的市场化、产业化过程实际是其持有者（个人或利益集团）的创新试验过程，这种试验结果只有市场知道，这些创新型企业如果一开始就能在产权结构、激励或约束机制、行为方式等方面立足于遵循市场经济规律的基础上，不仅对其自身发展有好处，也会在改善中国经济的微观基础方面发挥积极作用。

立足市场机制建立风险投资体系的含义是：面向市场，拓展其资本来源；对存量资本进行整合，运用新机制支持高新技术企业；在资本运用中强化约束和激励机制；培育服务于风险投资市场的社会中介组织（如标准和认证机构、监督和信息披露等机构、沟通债务融资的担保中介机构）；营造风险资本进入和退出的微循环市场体系；与国际风险资本（风险资本）市场接轨。

（二）充分发挥政府的作用，加速风险投资体系的建设步伐。中央政府可按照制定政策、创造环境、控制风险的原则：鼓励地方政府、企业、金融机构、个人参与创办风险投资公司，在市场准入上开绿灯；对于风险投资活动给予税收优惠；为疏通风险投资支持的高新技术企业股权转让渠道提高市场条件。而地方政府应配合中央政府：对现有的科技创新中心和高科技开发区进行整合重组；对多年来仍处于流转状态的科技开发资金进行清理，增量部分视各地财政状况确定，将两部分资金统一用作政府出资的风险投资资金；在省、直辖市、自治区、计划单列市、副部级市一级统一对风险投资公司及高新技术企业的优惠政策标准；在现有政策背景下尽可能为那些已形成一定规模、具备相当增长潜力的高新技术企业股权转让创造便利条件。

五、如何构建我国风险投资市场体系

如上所述,风险投资主要是在美国等发达市场经济国家产生和发展起来的,这些国家一个共同的特点,就是其经过了市场经济的长期发展,形成了完善的市场体系以及规范的市场体系运作的一整套法律法规。硅谷成功经验之一就是硅谷拥有成熟的风险投资体系,任何有价值的创意、技术在硅谷都能得到很好的投资和帮助。反观我国风险投资事业的发展,目前最为缺乏或不完善的的就是市场体系和关于风险投资的各种法律制度,风险投资发展的最大瓶颈约束在于制度创新不足。我国风险投资市场体系的构建,关键在于制度创新。

根据风险投资学的原理,比较各国风险投资发展的成功经验,一个完整的、有效的风险投资市场体系,应该包括:投资主体(出资人与资本管理人)、政府部门及其监管机构;投资对象(新技术企业、新创企业)、风险资本退出机制;中介机构,如高新技术企业标准认证机构、知识产权估值评价机构、投融资咨询机构、项目评估机构、保荐机构、行业自律培训等组织,以风险投资企业为重点服务对象的其他中介机构等等;可为风险投资企业提供融资投资、上市推荐、创造金融产品等服务的金融机构。

根据我国风险资本市场的发展现状,在研究建立风险投资市场体系时,本文将重点关注:风险投资的参与主体、政府的定位、风险资本的退出机制、有限合伙制度、法律环境和政策支持体系,以及与之密切相关的创业文化和风险投资家队伍的建设。

(一) 培养创业文化和风险意识

在一个公司的发展过程中,企业文化建设具有战略意义。同样,发展风险投资,建立风险投资市场体系,首选必须培养一个民族的创业文化和风险意识。风险投资事业的成败,很大程度上取决于国家的创新资源、创新环境和创新能力。

创业文化和风险意识的核心是鼓励创新、容许失败、宽容背叛、专家至上以及敢于冒险。可以说,这种文化是新企业源源不断地诞生、高技术企业迅速繁衍的重要前提条件,一种社会认同的理念、氛围。

创造性是一种文化或生活方式。美国是一个崇尚自由和变化的社会,而这种文化的精神内核是鼓励冒险、宽容失败、勇于创新 and 不断进取。美国硅谷最大的特色并不在于企业的技术优势,而在于其独到的文化氛围,开放、平等自

由的创新激励机制以及个人积极性和创造性的极至发挥是硅谷成功的根本原因。

长期以来,我国缺少创业与风险投资有机结合的土壤和氛围。从事创业的人们,有相当比例的人,虽然掌握了现代科技知识,但他们的经济理念几乎还是小农经济的。加上长期以来由于计划经济科技研发的管理模式所形成的思维惯性,无法适应创业经济机制的需要。另外,做风险投资的人们,由于风险投资的理念在中国还是一个比较新的概念,他们对该理论体系的掌握还只能说是皮毛,为此在进行风险投资的业务时,带有强烈的产业投资或者是证券投资的理念,如此,往往会偏离风险投资金融经济价值的方向。从制定法律规范方面来看,往往强调先是规范。但是,经济学、金融学往往是后验的科学,即先有实践后有规则,并形成相应的法规。因此,在事业成长期之前的政策法规,应是以促进为主的,风险投资业的发展,在其体系未健全之前,法规的首要精神应该是以促进为主,而不是什么规范。这些理念会使得风险投资的宏观和微观经济效益受损。

从政府层面上看,相关的鼓励创业的法律法规不健全,社会缺少创新文化和创新机制。我国传统科研体制和管理制度的限制,高校和研究单位的大量人才用科研成果去努力谋求商业利益的动力机制尚未形成,因此风险投资所需要的大量创业者群体没有大量涌现。另一方面,在原有体制下,无论对创业者还是对风险投资者来说,其承担的高风险与能够得到的收益都是不对等的。再有,不能容忍失败的传统文化和思想,也往往造成创业者和投资者趋于规避风险,满足于获取稳定收益。

我们现在处于一个创新变革的时代,风险投资的发展必须建立在一定的创新行为方式的基础之上,这种行为方式要求具备与之相适应的创新文化环境。

一方面,是关于观念上的创新。在美国,60%以上的科研活动是由中小企业根据市场的实际需求展开的,而我国绝大多数的科研活动是由高等院校、科研院所根据自己从各级政府主管机构争取到的科研经费而进行的。这些科研成果由于缺乏成熟的市场化的机制,因此在大多数场合,这些科研成果仅仅被当作评职称的手段,而不是用来满足市场需求。因此,为改变这种状况,首先必须进行观念上的创新。我们必须意识到单纯技术本身并不是最重要的,比科学技术本身更为重要的是技术的产生及其传播方式。而新经济条件下的信息基础

设施为信息传播方式的革命提供了物质基础,新经济所蕴藏的巨大机会要求我们在观念、行为方式、体制以及技术上创新。

另一方面,是对于信任风险投资的交易成本的认可。这个问题很大程度上取决于风险投资家与创业者之间的相互信任。由于信息距离的消失和实物距离的继续存在,新经济时代网上交易的信任问题尤显突出,在中国它已经被认为是制约电子商务发展的瓶颈因素之一。但是,有几件事情极大地降低了整个社会的信用水平:民营经济发展初期的不良行为,传销在中国的不规范发展,全社会的信用机制极度不健全以及一些政府政策的不可预期性。有人说,诚信问题,在中国需要几代人才能解决。可见,一个社会,一个民族的创业文化、理念何等很需要,它是我国建立风险投资市场体系中首先要确立的战略任务。

(二) 明确市场的参与主体

市场参与主体,即风险投资的主体,是风险投资市场体系是最重要的组成部分。因此,确立市场的参与主体,对于风险投资的发展十分关键。

我国过去十几年的风险投资实践中,大部分风险投资的运作是政府主导型的“官办官营”的模式,这对于处于起点阶段的风险投资发展起到了非常重要的作用。但随着风险投资事业的发展,技术创新活动的不断深入,“官办官营”的投资模式不可避免地暴露出政府作为风险投资主要来源的不合理性和不可行性,存在的主要问题是:不能调动大量的民间资本,满足不了风险投资量大、周期长的要求,导致“政府失灵”,投资决策失误;融资与投资相分离,失去了约束机制,为渎职甚至腐败提供了可能;偏离了风险投资的特点,变成了带有保护伞性质的政府行为。因此,需要按照“以民为主,官民结合”的思路成立风险投资机构,或者说采取“官助民办”的模式发展我国的风险投资事业。“官助民办”的主要思路是政府资本投入风险投资基金,但不控股,让民间投资主体进行管理营运。政府应综合运用税收信用、贴息贷款以及政府采购等多种支持手段,调动民间投资主体的积极性,提高政府支持效率。

关于风险投资的市场主体,本文“第五章 风险投资主体的确立”将有进一步的专题论述。

(三) 界定政府的作用,营造科学的运行体系

这里所谓的运行体系,主要研究政府在风险投资业中的定位、与各主体的关系,以保障各投资主体有效参与风险投资,促使各投资主体按照市场规律,

遵循公平竞争法则，以盈利为目的，有序健康地发展。

在风险投资体系建设中，政府是非常重要的一个环节，一个完整的风险资本市场的形成，离不开政府的参与，而且，要充分发挥政府在发展风险投资中的作用。但是，政府不能作为主角直接参与。政府的角色定位是：政府搭台、机构唱戏，政府不应是主角，而只能是裁判员，是制定游戏规则者，通过规则的制定促进风险投资业的健康发展。

政府强有力的支持是风险投资发展的必要条件。任何一项新生事物的发展，都是有其内因的促进和外因的推动。美国的风险投资的发展也是如此，作为外因推动，政府的支持是美国风险投资快速发展的重要因素。政府资本的导向作用、放宽风险资本的来源、鼓励投资的税收优惠政策、宽松的法律法规环境、建立发达的资本市场体系等等无不体现了美国政府在风险投资发展各个阶段的推动和促进作用。例如，美国政府为了对风险投资进行支持，设立了小企业管理局，通过小企业管理局来对小企业投资公司（由私人拥有并管理）进行监控，通过对小企业投资公司的资助和融资担保来对风险企业进行扶持，由于政策得当，美国创新型的以高科技为基础的小企业得到顺利发展并取得骄人成绩，如微软、英特尔、雅虎等。考察西方国家的成功做法，政府在风险投资业上的作用一般是通过对各种类型的风险投资机构提供长期优惠贷款和融资担保支持风险投资；通过制定优惠的税收政策和给予经济补贴来帮助风险投资公司和风险投资企业；通过制定专门的适用于风险投资的有关法律，给风险投资公司和风险投资企业提供公平发展的符合市场规律的环境，促进高新技术产业化。日本在发展风险投资的过程中，强调资金支持而忽视配套环境建设的做法带来了许多消极后果，这一教训应当引起我们的足够重视。

在我国风险投资体系建设过程中，政府一定要注意自己的定位，避免进行包办，否则欲速则不达，过多的行政干预势必导致效率的下降，中创的关闭就是一个例证。政府财政资金在风险投资中只能起抛砖引玉的作用，而不能担当主角，主角应该是社会投资资金。政府的作用应当定位在为风险投资提供良好的发展环境上，政府对风险投资的支持，不应当仅仅局限在资金的投入上，更重要的应体现在促进风险投资发展整体环境的改善上，如相关法律制定、人才培养、资本市场建设等方面，也就是要充分发挥国家制定政策、创造环境、加强监管、控制风险四个方面的作用。总而言之，政府的定位是：为风险投资营

造科学的运行体系。

关于如何界定政府在风险投资中的作用,本文“第六章 政府角色的定位”将有进一步的专题论述。

(四) 建立有效的风险投资退出机制

退出机制是风险投资市场体系中的关键的一个环节,风险投资退出机制不健全,这个市场体系是残缺不全的,在这个市场里,风险资本不能有效流动,风险投资就不能健康发展。

退出机制在风险投资中的作用主要表现在:(1)准确地评价风险投资活动的价值;(2)实现资本增值,补偿风险资本承担的风险;(3)吸引社会资本加入风险投资行列,促进风险资本的有效循环。

风险资本通常都是用一次性股权转让的方式获取投资回报,这就要求风险投资体系必须将风险资本的退出渠道作为一个十分重要的构成部分。正象证券市场的二级市场是一级市场的发展前提一样,风险投资体系中的资本退出渠道是否存在、是否通畅,也是资本能否积极进入风险投资领域的决定性因素。因此,完善的退出机制是风险投资业蓬勃发展的必要条件。从国外几十年运作的经验来看,风险投资主要有主板市场交易、二板市场交易、柜台交易、产权交易、企业回购、大公司并购、破产清算等退出渠道。

资本市场是风险资本退出的最重要渠道,风险资本无论从支持风险企业公开上市还是通过私募方式退出,都离不开具有足够深度和广度、运作规范有序、结构合理、监管有力的资本市场。从中国目前情况看,建立风险资本的退出渠道并不存在技术障碍,充其量是个放松某种管制的问题。从这一点可以说,只要我们解决了认识问题,放开手脚,将设立风险资本退出渠道问题提到日程上来,风险投资市场体系的培育和发展进程就会加快。

关于风险投资的退出机制,本文“第七章 风险资本的退出路径”将有进一步的专题论述。

(五) 风险投资的重大制度创新:有限合伙制

有限合伙制是风险投资公司的一种组织形式,它从根本上决定了风险投资市场体系中市场参与主体的运行模式。国际上风险投资业最发达的是美国,而美国独立的风险投资公司多采用有限合伙的组织形式。这种独立的风险投资公司以其独特的运作方式,在市场上取得了巨大成功,同时也极大地推动了美国

高新技术的产业化。尽管我国的具体国情不同于美国，但他们在风险投资方面的成功经验的确值得我们学习和借鉴。

1. 有限合伙制度的特征

有限合伙，又称两合公司，是由至少一人的普通合伙人和至少一人的有限合伙人组成的合伙组织。在这种类型的合伙人中，普通合伙人以其全部财产对合伙债务承担无限责任，有限合伙人则以其出资额为限对合伙债务承担有限责任。这种合伙，实际上是一种两合性质的合伙。这样的合伙，可以消除大多数投资人对投资失败后债务承担的顾虑，从而吸纳更多的资金。

有限合伙制的主要特征：一是给予投资管理人比较大的决策权限，同时要求其承担较大的责任；二是投资人通过分阶段投资和定期强制清算给予投资管理人比较大的约束；三是风险投资管理人收入的一小部分来自于管理费，大部分来自于投资清算以后的业绩提成；四是有限合伙企业不作为纳税主体，有限合伙企业的所得税由各个合伙人分别缴纳，使投资人避免了因为通过中介管理投资而产生的重复征税的问题。

有限合伙与普通合伙最大的区别就在于对合伙债务的承担方式不同，普通合伙的合伙人对合伙债务承担无限连带责任，而有限合伙中的普通合伙人对合伙债务承担无限责任，有限合伙人承担有限责任，相互之间也不存在连带关系。两者的区别体现在：

(1) 合伙人之间的关系不同。普通合伙中的合伙人对合伙事务享有平等的权力，都有权对内行使经营管理权，对外代表合伙人从事交易活动，这种合伙，是建立在合伙人之间的高度信任基础之上的一种对人关系的合伙，是所有合伙人相互选择的结果。全体合伙人以共同出资为前提，无论出资额多少，承担同样的风险。而有限合伙的业务执行权，专属于承担有限责任的普通合伙人、他们是资金的管理者，有权决定合伙的对内管理、对外经营一切事务，有限合伙人为一般投资人，不得执行合伙事务，尽管有限合伙人没有经营的权利，但由于风险投资机构的经营性质，为保证投资人的权益，除了收益权外，还应当赋予他们以下权利：向执行业务的普通合伙人质询合伙经营状况的权利、查阅财产文件、账册、有关报表的权利。普通合伙人也有义务保证其他投资者权利的实现。

(2) 出资方式上的差别。普通合伙由合伙人共同出资，共同经营。对于出

资方式。当今世界各国具体规定各不相同,但一般都认为出资的方式可以是货币和其他财产(包括非物质性财产)。我国现行法律也允许合伙人以货币、实物、土地使用权、知识产权或其他财产权利出资,经全体合伙人同意,还可采用劳务出资的方式。而有限合伙由于承担有限责任的合伙人无权执行合伙业务,也无权对外代表合伙进行经营,故只能以货币或其他物质性财产出资。

(3) 退伙程序的不同。普通合伙中的合伙人退伙原因通常基于以下三点,即声明退伙、法定退伙和开除退伙。其中法定退伙是指基于发生了法律明文规定的法律事实,合伙人丧失了合伙中的身份,例如合伙人死亡,即使其继承人经全体合伙人决议,一致同意其合伙人的地位,这种情况应属于入伙而非继承。在有限合伙中,普通合伙人的退伙同前所述,而有限合伙人退伙原因仅基于自愿或决议两种情况,不存在法定退伙、合法人死亡,其继承人可以概括继承其在合伙中的出资(权利义务)而不需经其他合伙人一致同意。此外,合伙份额的转让同样不需经他人同意。

从美国风险投资的实践来看,有限合伙制风险投资基金的运行效率最高,它是美国风险投资业的主要组织形式,约占总份额的80%,美国风险投资业之所以能以有限合伙制的组织形式成功地运作起来,其根本原因是在于《美国统一有限合伙法》和有关的税法为其在法律上作出了如下一些精心的制度安排:

第一,在税负方面,美国只对具有法律上独立主体资格的企业征收企业所得税(即法人所得税),而对不具有法人资格的企业(如独资企业、有限合伙企业和合伙企业等)直接征收投资人的个人所得税而不征其所得税,因而有限合伙制在税负上比双重征税的公司制要低得多。

第二,在出资与债务责任方面,有限合伙人(原始投资人)一般投入总投资额的99%,并在出资范围内承担有限责任;普通合伙人(经营者)出资1%,并承担连带无限责任。

第三,在权利设计方面,有限合伙人可以通过合伙人协议条款限制普通合伙人从事某些损害投资人利益的投资活动。如分阶段投资、组建特别咨询委员会、限制普通合伙人联合投资等。有限合伙人在非常情况下通过投票权达到多数时撤换某个普通合伙人或提前终止合同等方式来及时地保障自己的权益。因而,相比较而言,在有限合伙制中代理人风险和道德风险呈现出极弱化。

第四,在收益分配与激励方面,在有限合伙制中,普通合伙人的报酬通常

分为固定报酬（基金总额 2%左右的管理费）和可变报酬（投资收益的 20%左右）两部分，而且可变报酬通常是以类似期权的形式支付的。这种分配架构使得普通合伙人的投资收益远远高于管理费用，因而其激励作用是相当明显的。

2. 风险投资有限合伙制度的意义

风险投资的特征决定了风险投资机构的两个方面的需求，一是对巨额资金的需求，二是对专业化资金管理者的需求。有限合伙制度正好可以满足其需求。首先，有限合伙中的有限合伙人以出资额为限，对合伙债务承担有限责任，解除了合伙人的后顾之忧，有限合伙人不必为合伙经营不善时承担无限责任，使得他们敢于参加合伙，同时，风险投资的高回报又可以吸引众多的投资人以有限合伙人的身份参加合伙，从而吸纳了足够的风险投资资本。其次，对于资金的管理者而言，由于他们具有专业化的知识和技术，在合伙时日常经营上有管理权、投资方向上具有决策权，承担无限责任也是对他们的约束。

实行有限合伙制度，将是我国风险资本市场的重大制度创新。有限合伙制不仅能够吸引高素质的风险投资管理人，而且对投资人也有较好的保护。这一创新制度必将为我国风险投资市场体系的建设提供组织制度上的保障。

3. 有限合伙制度提供了有效的激励、约束机制

风险投资活动实际上包含了两个层面的运作：一是风险投资的资本提供者提供资金，交由风险投资家进行专业化运作；二是由风险投资家向投资对象进行投资运作和管理。由于风险投资运作过程的这种特殊性，决定了风险投资的制度安排必须同时解决资本提供者-风险投资家、风险投资家-风险企业之间的激励、约束问题。由于风险资本的提供者无法控制第二个层面的资本运作，因此，解决资本提供者-风险投资家之间的激励、约束问题是风险投资制度设计的关键。

在美国，风险投资的组织形式经历过一个重要变化。在 70 年代末期之前，美国风险投资的主要组织形式是家族企业、大型企业和金融机构。自 80 年代以来，有限合伙制的组织形式开始兴起，而且发展异常迅速。我国各省市设立的风险投资机构，采取的组织形式基本上均为公司制，原因主要在于我国缺乏有限合伙制的法律制度，风险投资机构成立时，只能依据现有的《公司法》进行规范。显然，我国风险投资公司制这种组织形式风险投资内在运作机制的要求是极不相称的。

从风险投资组织的内部架构来说, 不管它采取何种组织形式, 都必须首先解决风险资金提供者与风险投资运作者(风险投资家)之间的关系。他们之间的关系, 实质上是一种产权委托-代理关系。在这种委托-代理关系中, 应该解决好代理积极性(激励机制)、代理成本(约束机制)两方面的问题。与此同时, 这种组织制度安排还应该保障运行费用较低, 并且使代理者与被代理者双方在运行成本方面的信息尽量对称。风险投资公司的有限合伙制度很好地解决了以上问题:

第一, 从激励机制看。有限合伙制通常规定, 普通合伙人出资 1%, 而取得风险投资基金受益的 20%, 有限合伙人出资 99%, 而取得风险投资基金受益的 80%。这种制度安排, 比较充分地考虑了对风险投资家的利益激励, 为了追求自身利益, 风险投资家将尽全力争取成功。

第二, 从约束机制看。在有限合伙制中, 有限合伙人对普通合伙人的约束是多方面的: 一是风险投资家作为普通合伙人出资 1%, 但对债务负有无限连带责任; 二是在有限合伙制中, 可以对有限合伙人的违约作出许多规定。比如, 一个风险投资持续年限通常不超过 10 年, 到期即告解散, 使得管理者不能永久控制基金, 到期必须交还控制权; 三是有限合伙制实行报告制度。即管理人须定期向有限合伙人报告基金运作情况, 这也在一定程度上对风险投资家起到控制作用; 四是有限合伙能有效地约束风险投资专家, 降低了其损害投资者利益的风险。

第三, 从运行成本控制看。对于基金的投资者而言, 有限合伙十分有效地降低了基金的运作成本。一是由于有限合伙不是税法上的纳税主体, 当有限合伙形式的风险投资基金投资于风险企业并取得盈利时, 它无须就该盈利缴纳所得税、利得税或其他税, 只是投资者从基金取得的相应利润中缴纳所得税, 这就使投资者避免了重复纳税。二是从日常管理费用的支出来看, 由于有限合伙是一种自由合同关系, 当事人可以通过协商约定双方都满意的权利义务条件, 即可以通过合理确定风险投资家从基金中抽取的固定比例(通常为基金总额的 1-3%), 来事先固定其成本, 因而管理费用也是可控的。

相比较, 公司制的激励机制、约束机制和成本控制诸方面都要比有限合伙制弱。从激励机制看, 在公司制下, 尽管可以通过利润分成来激励风险投资家努力工作, 但这种分成很难达到 20% 的比例; 从约束机制看, 在信息不对称也

难以完全对称的情况下，公司股东是无法有效地控制代理人的道德风险的。在这种情况下，解决办法只能是加大股东对风险投资家的权力约束，股东亲自参与重大事项的决策，但这又会产生抑制风险投资家积极性的负面作用，同时还会因决策程序复杂而难以满足风险投资活动的效率要求；从运作成本方面看，一是从税负上看，公司作为纳税主体，必须缴纳相应的所得税（高于个人所得税）。二是从日常管理费用上看，公司制也无法对其进行有效控制。因为在有关公司的法律下，股东将无法采用固定费用的方式支付风险投资家的报酬。

（六）完善法律法规和政策支持体系

——建立健全适应风险投资发展的法律法规体系：

风险投资市场体系中的多个环节的有效运行，依赖于风险投资相关的法律制度建设。包括：一是规范风险投资主体的相关法律制度；二是与风险投资活动相关的其他法律制度，我国虽然已颁布《公司法》。但现行《公司法》中诸如法定人数限制、双重征税、足额资本金制度、投资比例限制等条款并不适应于风险投资的发展，一定程度上制约了社会民间资金参与风险投资公司的积极性。因此，有必要对《公司法》进行修订或通过特别立法制定特别的《风险投资公司法》。此外，还应根据风险投资运作的特点，尽快修订《专利保护法》和《知识产权保护法》等法律。

根据我国的国情和风险投资业发展的实际情况，制定《风险投资公司法》，对风险投资公司（基金）作出相应的法律规范：

第一，用政府资金组建的风险投资公司。在风险投资发展的初期，为了引导和带动民间资金进入风险投资市场，促进风险投资业的繁荣与发展，许多国家都曾采用过政府出资的形式组建风险投资基金。例如，美国国会于1958年通过了小企业法案，授予小企业管理局（SBC）制定和实施小企业投资公司计划（SBIC），旨在通过设立政府风险投资基金，吸引民间资金，启动和活跃风险投资活动。国有风险投资公司的资产所有人空缺，潜伏着很多的寻租机会，很容易滋生腐败行为，因此，在风险投资基本法中，很有必要就这类风险投资公司的组建程序、管理与项目运行、资金的投资、公司管理人的资格、经营绩效审计、监管管理办法、法律责任等问题，作出明确的法律规定。

第二，得到政府特殊政策扶持的民间风险投资基金。根据权利义务对等的原则，享受政府特殊优惠政策的风险投资基金当然有义务投资于政府扶持的高

技术产业。为了规范这类风险投资基金的行为,引导它们向高技术产业投资,在风险投资基本法中,很有必要就这类基金的设立程序、基金管理人的条件、资金的运用方向、投资比例、享受政府优惠政策的程序和范围、罚则等问题,作出明确的制度规范。

第三,上市或以其他方式公募的风险投资基金。由于这类风险投资基金涉及到千家万户中小投资者的利益,而这些投资者的信息获取能力往往很低,在投资者(委托人)和管理人(代理人)之间存在着明显的信息不对称性和代理人风险。因此,为了保障他们的合法权益,在风险投资基本法中,很有必要就这类基金设立的条件(包括基金发起人、托管人、管理人等资格)与程序、投资限制、投资者的权益保护、基金费用与收益分配、基金的变更、终止与清算、信息披露、监督管理办法、法律责任等问题,作出明确的法律规定。

在风险资本来源方面,应增加有效供给方面的法律。我国的养老基金、保险公司和商业银行等是目前最有实力参与风险投资的机构投资者。1995年中国养老基金总额已突破10000亿元大关,1998年全国保险公司保险费收入已达1247亿元,1999年底我国商业银行储蓄存款余额达到了近6万亿人民币,2002年突破8万亿元。但由于受到有关法律条款的限制,这些机构投资者都不可能大举进入风险投资领域。我国的《保险法》第104条规定,保险公司的资金运用,限于在银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用形式,保险公司的资金不得用于设立证券经营机构和向企业投资;《商业银行法》第43条规定,商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和股票投资,不得向非银行的金融机构和企业投资;此外,我国的《养老基金条例》也禁止养老基金参与风险较大的投资项。已从美、欧发达国家的情况来看,90年代以来,养老基金、保险公司、商业银行和证券公司等都普遍地加大了风险投资的力度,并已成为这些国家风险资本的重要来源。

事实上,养老基金、保险公司和商业银行参与风险投资基金的发起、管理活动,可以通过法律上的设计和加强监管来规避关联交易和其他的违法乱纪行为,如在法律上可通过组织分离、职能分离、资产分离等途径来实现。此外,为了最大程度地规避风险,这些机构投资者作为有限合伙人,不参与风险投资基金的经营管理,主要承担融资业务,仅以出资为限对公司债权人负有限责任。因此,在立法指导思想上必须有所突破,对现行的养老基金管理条例、保险法

和商业银行法等法律作合理的修订，适当放宽对这些机构投资者的投资限制，允许它们适度地参与风险投资（如允许一定比例的养老基金、保险资金和商业银行存贷差额资金参与风险投资，同时规定投资只能通过高新技术产业投资基金或风险投资基金的形式进行）。这样做既可以满足养老基金、保险费用长期保值增值和商业银行增强自身生存能力与长远发展的需要，同时又能解决我国目前风险资本有效供给不足和风险投资公司风险资本规模普遍偏小的现实难题。

另外，可考虑对风险投资业相关法律的调整，改善投资公司与被投资企业之间的关系，降低投资风险：（1）创设享有特殊表决的优先股，减少投资风险。以优先股形式入股可以使风险投资在企业破产后，对企业资产和技术享有优先索取权，这也是国际上较为通行的一种做法，与一般意义上的优先权相比较，享有特殊表决权的优先股，对企业的重大事务享有与所占股份不成比例的表决权，对经理层的决策甚至享有冻结权，这种优先股的投资方式比一般的证券投资在防范投资风险上将更加有效。（2）合理规划风险企业的股权比例和组织结构。我国现有的许多关于股权、投资方面的政策规定与风险投资的一些国际惯例不相符合。诸如规定技术等无形资产最多只能占到35%的股权，致使风险企业只能由投资者控股，从而导致创业者很多有价值的设想由于投资者方面的原因而无法实现。而在风险企业的组织结构中，多数是由投资方出任董事长，并同时进行财务监管，创业者出任总经理。虽然此种安排初衷良好，但是在实际运作过程中，董事会和总经理在分工问题上却矛盾重重。一般而言，投资者在资本运营和财务管理、市场开拓方面都有一定的特长，但是其介入过深无疑会影响创业者的积极性。（3）允许风险企业拥有再投资的期权。当企业经营良好、前景乐观时，风险投资可以以预先确定的价格向企业追加投资，这样风险投资便可以低于市场价格的低价增加其在企业内的投资，从而获利。当企业以低价发行新股票筹资时，风险投资有权获得一定量的股票，以保证其持股比例不因新股发行而改变，这样当企业因经营不善被迫低价发行新股筹资时，风险投资不会因为股份稀释而影响其表决权。

—— 政策支持体系：

由于风险投资的风险大，风险投资企业筹集资金能力较弱，风险投资所需要的法律等制度尚不健全、机制尚未建立，支撑条件尚不成熟。因此，政府对风险投资的发展给以适当的政策支持是必要的。

1. 政府财政支持。国家财政和各级地方财政,应加大对重大高技术成果商品孵化期和产业化启动期的投入。同时要积极探索国家财政使用方式,特别是要探索政府扶持机制由直接投入向间接引导和减税让利的转变。有条件的省市可以考虑设立专门的并改造为政策性风险投资引导资金。

2. 税收优惠政策。借鉴国外经验,研究制定扶持风险投资的专门的税收优惠政策,包括税收抵扣、所得税减免等。各国风险投资发展的实践证明,税收优惠政策是风险投资发展的助力器。1969年,美国国会曾将长期资本收益的最高税率从29%提高到49%,这个决定几乎给美国的风险投资业带来毁灭性打击,使美国风险投资的规模从1969年的1.71亿美元,下降到1975年的0.01亿美元,仅为原来的6%。后来在1978年,美国国会不得不取消了原来的决定,把长期资本收益的最高税率从49%降到了28%,于是1978年美国风险投资的投资规模又奇迹般地激增到5.7亿美元。1980年,美国政府为了鼓励私人风险投资的发展,又将风险企业的所得税率降至20%。这一措施的实施,使美国风险投资在80年代初期大约以每年46%的幅度激增。英国在1983年制定了企业扩大计划,规定个人投资者可免税。法国在1985年颁布的85-695号法案规定,风险投资公司从持有非上市公司股票中获得收益或资本净收益可免交所得税,税额最高可达收益的1/3。

现在,我国没有关于风险投资的专门税收政策规定,风险资金提供者、风险投资公司、被投资企业,在其运营过程中存在重复征税问题。另外,在对高新技术企业的增值税征收上,由于高新技术企业产品成本中智力成本占很大比重,却无法开具进项税票,也就无法在计算应税所得额时进行抵扣。

3. 政府直接采购。政府采购可以使高技术企业从资金和产品销售两方面获得一定的支持,从而增强研发能力,为高技术企业创业成功提供保证。

(七) 建立风险投资的信用担保机制

政府担保是风险投资的放大器。许多国家都通过设立担保机构、建立信用担保体制,为风险投资提供一定比例的债务担保,从而引导了数倍的社会闲散资金通过银行投向风险企业。日本早在1975年就设立了隶属于通产省的风险投资公司和具有财团法人性质的研究开发型企业育成中心,负责80%的贷款风险担保。实践证明,在当时日本资本市场不发达的条件下,它既弥补了风险投资资金的不足,同时又解决了银行风险承受能力弱的问题。

同日本当时的情况类似，我国目前的金融结构也是以间接金融为主的，城乡居民 90% 以上的闲散资金都集中在银行，如果能充分利用银行的巨额资金，风险投资的发展就有了稳定而可靠的资金来源。实际上，我国在利用银行资金支持高新科技企业发展方面也曾做过许多尝试，从 1985 年起，在中国人民银行的安排下，中国工商银行、中国农业银行就率先开展了科技贷款业务。之后中行、建行、交通银行也相继开办此种业务，到 1995 年，五大商业银行累计发放科技贷款近 650 亿元，共支持了 6.5 万多个科技开发项目。然而，银行经营的首要原则是安全性和盈利性，由于缺乏相应的贷款担保机制，金融机构很难长期将大量资金注入到这些以高风险、长期性为特征的高科技风险企业当中。特别是随着 1998 年国家科技贷款额度的取消，贷款数量更是难以保证。为此，我们认为可以借鉴国外的做法，建立国家信用担保基金，完善和落实国家经贸委下发的《关于建立中小企业信用担保体系的指导意见》（讨论稿，1999），为银行向高科技产业风险贷款提供一定比例担保，解除银行的后顾之忧。

北京中关村科技担保有限公司，即是政府为主出面建立的信用担保机制的一个例子。中关村担保公司的宗旨成为科技企业和投资人的融资中介，连接商业银行信贷资金、风险资本与科技企业的重要桥梁。其基本目标：（1）促进与推动中关村科技园区的知识、科技、人才与资金等资源优势的充分结合，推动效益高、实力强的科技企业进一步壮大；（2）促进具有出口创汇能力的科技企业发展；（3）扶植具有成长性的中小科技企业；（4）支持具有前瞻性的科技成果转化；（5）拓展科技企业的融资渠道，并积极为完善中关村科技园区的服务环境，培养和建立科学规范的信用体系服务。

中关村担保公司的运行原则是“政府出资、市场运作”，公司与国家科技部科技型中小企业创新基金管理中心和中国民生银行北京管理部签订了“贷款、担保、贴息”一体化服务协议，旨在加快中小科技企业贷款、担保和贴息的审批速度、降低企业融资成本起到积极的推动作用。在服务于创业型企业方面，北京中关村科技担保公司在海淀留学生创业园、北大和清华创业园推出了小额完全信用担保业务。对于上述创业园中技术具有创新能力和市场潜力的项目提供适当额度的无抵押贷款担保。

（八）关注人的因素，培育风险投资家群体。

加快风险投资的人才培养和建立人才竞争机制是风险投资业发展的重要条

件。风险投资能否成功，很大程度上取决于有没有一批风险投资家，我国目前缺少真正的风险投资家队伍。对风险投资家的要求是要有丰富的经营经验，有对高新技术敏锐的洞察力，善于捕捉市场信息，能有准确的判断力，可以驾驭市场风险等，风险投资家应是复合型人才。

风险投资的人才素质不仅要求是知识结构型的、风险战略型的、创新型的、管理型的，而且还具有较强的协作精神。我国过去从事风险投资的人才队伍，多为科技干部转业过来的，他们一是缺乏金融知识，二是缺乏在市场开发中的经验，三是本着政府官员的工作思维模式，从事风险投资工作。新进的人才，虽有现代科技知识、经济知识，但对风险投资的基本过程没有实践经验，往往抱着一般项目投资的理论为指导从事风险投资工作。这两类人才在风险投资工作中，常导致风险投资策略和战略上的失误。

风险投资产业是一种智力密集型的产业，风险投资家应当是复合型的管理人才，不仅应是技术方面的专家，而且必须通晓金融知识，具有敏锐的市场嗅觉和良好的管理能力。建立这样一支人才队伍，是促进我国风险投资业健康发展的保障。而我国的这类人才少之又少，因此，应大力培养专门的风险投资人才。

目前我国风险投资人才主要来自于券商、上市公司、科技公司等，基本上都是半途出家，知识的局限性大，专业性不强，没有从业经验，而风险投资最为强调实践经验和专业知识。风险投资在其发祥地美国已有 50 多年的历史，而在我国才刚开始，人才的缺乏不足为怪。以美国成功的风险基金为例，风险投资需要两类人才，一类是有很好经验的投资银行家，知道从哪个方向投资，懂得如何运作资金；另一类就是大公司、高科技企业的科学家和工程技术人员，他们有成功的经验，技术面、知识面都很广，能较准确地分析出一个主意、一个思想有着多大的科技价值和商业价值。还有，与风险投资相关的中介机构，如会计师事务所、律师事务所、科技项目评估机构、技术经济机构、投资顾问机构力量薄弱，也缺乏相应的高素质人才队伍。

第五章 制度创新研究之一：风险投资主体的确立

风险投资体系中的核心组成部分即是风险投资的主体。这里所谓的投资主体，是指筹集资本并直接进行投资决策的人或机构。风险投资主体的构成及其营运方式，直接决定了风险投资体系的效率，风险投资主体的确立必须遵循市场规律，通过相关的法律法规建设作出制度上的安排。

5.1 风险资本的来源

研究风险投资的主体，首先必须了解风险资本的来源。

风险资本的来源渠道是多种多样的，从风险投资最为发达的美国来看，主要包括以下几个方面：

(1) 富有的个人资本。这部分资本在二百亿美元左右，其中相当一部分投到早期风险企业（也称为“天使投资”，后面有论述）。

(2) 机构投资者资金。包括养老准备金、大学后备基金、各种非获利基金会。这些机构投资者传统上相当保守，主要投资于债券和高红利股票，这一方面是因为联邦和州政府出于谨慎考虑所制定的法规限制，另一方面是因为人们一般认为投资于新兴企业风险过高，难于监控。因此，本世纪上半叶，新兴企业主要依赖于个人投资者。但自六十年代末期，特别是1976年以后，风险投资可能带来的丰厚回报，促使政府放松了这方面的管制，如允许将2-5%的养老基金投资于新兴企业，于是这些机构投资者成了风险投资的主要来源之一。为了减轻这些机构投资者的风险顾虑，风险投资公司常采用利润分享和投资限制协议等方式及有限合伙制组织形式控制风险。

(3) 大公司资本。出于战略考虑，大公司常投资于与自己战略利益有关的风险企业，以合资或联营的方式注资。

(4) 私募证券基金（private equity fund）。私募证券基金通常将一部分资金投资于接近成熟的风险企业，以期得到高额回报。

(5) 共同基金（mutual fund）。因受政府管制，共同基金一般不投资于上市前的风险企业，但某些投资于高科技产业共同基金允许将少量资金，一般不

超过基金总额的 1-2%，投入变现性低的风险企业，尤其是即将上市的企业。

(6) 政府财政资金、银行等金融机构的资金等等。

因国情的不同，风险资本的结构也差别很大。例如欧洲风险资本的来源构成大体是：养老金 25%、人寿保险金 15%、投资银行 25%、增值再投资 20%、政府资金 2%、其他 10%；美国风险资本则大部分来自退休基金，约占总数的 23%，此外还有来自大企业和金融机构的资金以及少量政府风险基金。尽管资金来源不一，但各国一个共同的特点是，风险资金绝大多数是通过私募而不是公募方式筹集，这是由于公募方式必然会将投资者范围扩展到并不富有、风险承受能力低的普通老百姓，有可能带来巨大的社会风险，各国对此都持十分谨慎的态度。

美国是世界上风险投资的发源地，也是风险投资最发达、风险投资机制发育最完善的国家。上世纪 70 年代以来，美国政府出台了一系列鼓励和促进民间资本进行风险投资的扶持政策，政府和民间携手共进，促进了风险投资事业的繁荣。首先，1978 年，美国劳工部放宽了《雇员退休收入保障法》(ERISA) 的有关条款，允许养老基金有条件地介入风险投资事业；第二，1978 年和 1981 年美国国会两次下调了长期资本所得税，长期资本所得税的最高税率由 49% 下降到 28%，后又下降到 20%；第三，美国劳工部和国会在法律上确认了有限合伙制公司的合法性，为专业管理人员与风险资本的结合创造了一种有效的组织形式；第四，NASDAQ 小型资本市场的建立，使风险资本能够顺利退出企业，实现风险投资的良性循环。这些措施的实施，使风险投资有了一个较大的发展，美国风险投资已形成了一个政府直接支援的小企业投资公司和民间的风险投资公司并立、相互补充、共同发展的格局，前者投资的企业规模较小，金额也少，后者投资的企业规模相对较大，二者形成了一个合理的分工，其中民间风险资本发挥了较大的作用。

从风险资本来源的变化情况来看，以美国为例，在风险投资发展的早期阶段，富有家庭和个人是风险资本的主要来源。如 1978 年，美国风险投资的资金来源中，养老金等年金基金大约占 15%，保险公司占 16%，大产业公司占 10%，外国投资者占 18%，富有家庭和个人占 32%。到 20 世纪 90 年代中期，风险资本的来源结构发生了较为明显的变化，富有家庭和个人重要性减少，而养老金等机构投资者成为风险投资基金的主要来源。近年来，风险资本又开始呈现

出多渠道、多元化的新格局，这在某种程度上也取决于各国和地区的政策导向。

再来分析一下台湾地区的风险资本来源。台湾风险资本的来源主要是其岛内的产业界、财团、上市公司、银行、保险业、证券业、富有的个人及及部分外资。早期，台湾的风险资本来源渠道非常有限，但随着政府部分优惠政策的制订和实施，许多民间资本被吸引到创投这个行业中来。1994年之后，台湾政府又进一步向保险公司、民间银行、证券公司有限制地开放风险投资领域，台湾风险资本的来源进一步扩大，政府资金的比重逐渐降低。但2000年，随着《促进产业升级条例》的调整，台湾创投业的股东投资可抵减优惠政策被取消，而银行、保险公司、证券公司投资创投的比例上限并未同步提高，其他资金来源又未得到进一步的拓展，台湾目前风险资本的募集也非常困难。至于作为国外风险资本一个重要来源的退休基金，在台湾的风险资本结构中仍为零。

相比较，国际上风险资本的来源渠道比较多，而我国风险资本的渠道来源比较狭窄，并且较多地来自于政府。如何拓宽风险资本来源渠道是促进风险投资事业发展所必须研究的一项重要内容。

我国风险投资业的发展开始于1985年，至今也仅有十几年的发展历程，规模较小，运作也不完善，基本处于发展初期，传统计划经济下投资融资体制因素的制约仍较深。在过去较长一段时间里，我国风险资本的来源主要集中于政府财政拨款、国有大型企业和科研单位自筹资金以及与高新技术产业化相关的金融机构，另外还有来自国外的风险基金，来自民间直接投资的比重仍然偏低。原国家科委调查资料显示，我国在已转化的科技成果中，成果转化资金靠自筹的占56.8%，国家科技计划的拨贷款占26.8%，风险投资仅占2.3%。

九十年代后期，一部分国外风险投资基金开始介入我国的高新技术风险投资市场，至二十世纪末、二十一世纪初，受国际风险资本市场的快速发展、尤其是美国NASDAQ给风险投资者带来巨额回报的影响，国内的风险投资事业得到了迅速发展，风险资本的规模达到近300亿元人民币，其中，在1999-2001年间新成立的风险投资公司，其一次性募集到位的资本，大部分来自全资国有企业、股份制企业和少数民营企业，来自养老基金、社保基金和民间个人私有资本几乎没有。

目前，我国风险投资的资金来源主要有四个方面：

（一）政府财政拨款。在我国风险投资发展的初期，政府资金的一部分有

必要参与风险投资，以起到带头人的作用。目前来看，来自中央和各级政府的财政拨款，国家科学基金、国家科技计划项目的资助资金，仍然是构成我国高新技术企业种子基金的重要来源。90年代后期，各级政府纷纷从财政拨款、科技贷款中拨出专款，投资建立风险投资基金，直接资助科技成果转化。1999年6月，由国务院设立的科技型中小企业创新基金正式启动，前期额度为10亿元。各省、市、自治区和直辖市也相继建立高新技术风险担保基金和风险投资公司。

（二）企业投资者。这里企业主要是指上市公司和大中型企业。在欧美科技企业主导型的国家里，企业的研究与开发投入是风险投资来源的一条重要渠道，特别是公司战略投资。我国的一些上市公司和大型民营高科技企业通过自筹资金进行了大量风险投资和企业并购的尝试。如：中青旅于1998年斥资1.25亿元，投资专门从事高科技风险投资的北京科技风险投资有限公司。自2000年开始，清华紫光、清华同方、同济科技、联想、实达等大公司都以不同的形式参与风险投资。另外，我国科研单位自筹资金促进科技成果转化也归结为企业所进行的风险投资行为，这也是风险投资来源的一条渠道。

（三）金融机构。我国的金融机构承担了供应我国高新技术产业化风险资本的任务，主要表现在两个方面：一是直接参与部分风险较小的高新技术项目投资，尤其是在高新技术企业发展后期投资；二是替代政府职能建立科技风险贷款基金，发放科技项目贷款。1984年中国工商银行率先开办科技开发贷款业务。此后，银行业的科技开发贷款业务迅速增长，1994年为80亿元。

（四）境外风险基金。随着中国经济的发展和加入WTO，国外的资金大量涌入中国，其中风险投资基金非常活跃。1992年由美国IDG公司和国家科委联合设立的太平洋风险投资基金（中国）公司正式成立，投入资金超过1亿美元。经过几年的实践，该公司目前在我国的投资项目达30多个。1994年，著名的风险投资集团WIIG在我国设立了华登中国基金，先后对四通利方、友讯科技、无锡小天鹅等知名企业进行了投资。此外，中经合集团、高诚资产、美国科技投资有限公司等风险投资机构也开始了在我国的风险投资活动。自1995年以来，先后有50多家国外风险投资基金进入我国，基金资本额从1991年的1.8亿美元升到1997年的36.1亿美元。1997年12月，世界一流的风险投资基金向亚信公司注资1800万美元。根据2002年民间的一份统计资料，中国大陆活跃的200家风险投资机构，旗下管理的风险资本为1065亿美元，其中，

境外风险基金管理着 1017 亿美元，占总量的 95.60%，显示出雄厚的资本实力。而在上述管理的资本中，可用于中国大陆地区的资本总量为 104 亿美元，其中，境外风险资本有 59 亿美元，占 57%，本土风险资本有 41 亿美元，占 39%，还有 4% 为合资。

5.2 政府不宜作风险投资的主体

一、风险投资是一种商业行为

分析国际上风险投资的发展过程和我国的实践经验，很多政府主导型风险投资机构的运作情况已经从实证角度表明，这类机构的运作效率要远远低于民营风险投资机构。主要原因是：

1. 风险投资的股权投资性质，要求有多个受利益最大化驱使的商业行为主体，而政府主体往往难以做到这一点。风险投资公司作为一种新型企业的存在，从一开始就要建立明确的产权关系，不能让国企改革的老大难问题将来再在风险投资公司身上重演。同时，风险投资的商业性质，也理应成为一种企业商业行为而不宜成为政府行为。

2. 计划经济的产物。风险投资的高度市场化特点与官办机构的计划性相互矛盾，这从本质上决定了政府作为投资主体难以成功。政府之所以成为风险投资的主体，往往起源于一种一开始就是错误的假设，即认为政府能够准确地判定向哪个行业、哪个部门、甚至哪个企业的某个项目投资，才能既带来最高的经济效益，又具有良好的社会效益，其实这是一种过于理想的计划色彩很浓的想法。许多实践和研究表明，政府往往是不具备这种能力的，如我国最早成立的“中创公司”失败即是典型。在现实经济生活中，政府的这种错误判定往往是反面地表现出来的，这又导致公众对政府行为的不信任危机的产生，从而越是政府鼓吹的项目，对公众的吸引力就越差。这一点，可以说明我国股市为何总是“牛”短“熊”长的局面。因为公众普遍认为，我国股市在很大程度上是那些不负责任的国企“圈钱”的地方。

3. 在政府为投资主体的风险投资公司中，董事长、总经理一般都是由上级主管部门任命的，因此，资金运作者必须对上级政府负责，这就必然出现行政干预，造成部长工程、省长工程、市长工程。

4. 风险资本能否取得投资收益完全取决于投资主体的能力。风险投资是一

种专业性极强的投资,要求管理水平很高,投资者既要有相当的专业技术知识,又要有极强的管理能力,风险投资基金管理公司的项目经理,一般要求是理工背景、且又非常熟悉金融、资本市场业务的复合型人才。而政府官员中很少具备能够胜任这一工作的人才。因此,正是由于风险投资的专业性,即使政府出资参与,也应将资金交给专业机构进行管理,而非由政府亲力亲为成立公司。如果让不熟悉业务的政府官员进行管理,则只能造成管理效率低下和不公平竞争,并限制民间力量的发展。从国际实践经验来看,独立于政府体系之外的私营风险投资公司的投资业绩通常优于政府主导型公司。

二、风险投资的特点决定了政府难以担当投资的主体

1. 风险投资具有长期性和高风险性,挑战性很强,其成功离不开投资者的全身心投入,要求主要由作为金融企业的风险投资公司承担,让其全力以赴,政府难以做到。政府充当投资主体就意味着政府官员同时身兼风险投资公司负责人。其工作时间、精力恐难以胜任。此外,在我国相关领域监控机制尚不完备的情况下,这种双重身份使投资者远离压力和监督,不必对其投资结果负责,腐败当然难免出现,并且这种腐败往往影响投资方向的正确选择。

2. 风险资本追求的是增值退出,而政府直接参与风险投资,倾向于在整个风险投资制度的建立中形成路径依赖,导致在后期发展中难于退出,给风险投资的正常运作带来障碍。政府资金的来源往往是财政资金,在我国一方面要受到量的限制,另一方面财政资金的投入往往缺乏足够的利益追逐与繁殖能力。政府若以优惠贷款的形式注入资金,往往给中小企业提供了寻租机会,这种例子在美国早期、在日本和我国最初的实践中都有。

3. 政府在风险投资中若扮演主体角色,就如同既当裁判员,又当运动员,必然引致道德风险的产生和短期行为的盛行,带来较高的监督成本,尤其政府收集市场信息、辨别投资时机的能力要弱于市场,结果往往导致“市场失灵”现象的产生。而在我国不完全市场经济条件下,政府虽然不善于收集信息,却往往凭借其垄断地位,截取并滞留了大量信息,导致信息不对称,在此政府行为也表现出“寻租行为”的特征。

4. 风险投资是个竞争性极强的领域,政府不宜进入这一领域充当主要投资者。在市场经济中,政府只应该管非管不可的事,可管可不管的事就不要管。事实让,政府主办风险投资不能调动大量的民间投资,不能满足风险投资量大、

周期长的特点。在市场经济条件下，政府作为投资主体必定会压抑民间投资主体的积极性，而且，在国家财力比较有限的条件下，政府投资也无法满足风险投资巨额的资金需求。

5.3 风险投资主体的构成

一、风险投资主体模式的参照

国际上风险投资的组织经营方式大致分为三类：一是美国模式，其特点是以私营风险投资公司为主体；二是欧洲模式，特点是以国家风险投资机构为主体；三是日本模式，特点是以大公司和大银行为主体。这三种模式的形式与各自的历史条件和具体国情有关。在我国过去十几年的风险投资实践中，大部分风险投资的运作是政府主导型的“官办官营”的模式，这对于处于起点阶段的风险投资发展起到了非常重要的作用。但随着风险投资事业的发展，技术创新活动的不断深入，“官办官营”的投资模式不可避免地暴露出政府作为风险资本主要来源的不合理性和不可行性，其弊端表现为：不能调动大量的民间资本，满足不了风险投资量大、周期长的要求；导致“政府失灵”，投资决策失误；融资与投资相分离，失去了约束机制，为渎职甚至腐败提供了可能；偏离了风险投资的特点，变成了带有保护伞性质的政府行为。

二、民间资本是风险投资的主体

尽管风险投资市场需要政府的支持和参与，但是市场的主体应是具有风险承担能力的民间风险资本。因此，必须充分调动民间风险资本的积极性，发挥市场竞争机制的作用。还是以美国硅谷为例，硅谷人只占全美国的 2%，但却吸收了全美风险投资的 37%，更重要的是这些资金的 80%以上来自民间。可见，没有民间风险投资的进入，就不可能有美国硅谷的今天，而要使我国高新技术产业化的持续发展，离开民间资本，仅靠政府投资可行吗？回答是否定的。

我国民间资本进入风险投资市场的潜力是巨大的。仅从 2002 年底 8.7 万亿元的居民储蓄存款来看，我国民间资本存量之大得惊人，如果有一小部分进入风险投资市场就数额可观。关键在于国家的立法和相关法规体系的建立，对现已陈旧落后的风险投资制度要进行大胆的创新，使社会集资不再是“非法集资”，让民间资本有法可依，有法可行，使更多的人敢于也愿意拿出资金投入风险

资本市场中去；使政府逐渐淡出，不再直接充当风险资本的供给者和经营者的角色。按照“以民为主，官民结合”、“官助民办”的模式发展我国的风险投资事业。

三、培育多元化的民间风险投资主体

风险投资主体单一，风险资金来源短缺，这是我国风险投资事业发展过程中遇到的主要问题。风险资本市场的发展，必须要有更多的风险资本加入进来。因此，培育多元化的民间风险投资主体是我们首先要努力的目标。从长远看，国家对风险投资的支持主要表现在政策的支持上，风险投资的真正发展还是在于建立大批民营或集体的风险投资公司。

解决风险投资资金来源渠道单一、总量不足的矛盾，最根本的出路是开辟多元化的融资渠道，启动个人投资、金融机构、社会养老基金等民间资本。只要政府立法，并采取一定的扶持措施，我国沉淀已久的巨大的民间资本一定能够对风险投资业的发展发挥不可估量的推动作用。

（一）私人资本。富有的居民家庭和个人是风险资本供给主体之一，是风险资本市场的先驱者和冒险家，也是西方国家风险资本市场上一支活跃的力量（其中，大部分是天使投资，本章后面将有专题论述）。在中国也同样存在着个人投资者，从一项非正式的调查中，我们发现，中国的民营高技术企业的企业家起步的第一笔资金往往是来自于亲朋好友的债权或股权投资。

引导私人资本进行风险投资，可以采取三种方式：

一是对于资金实力雄厚的个人投资者，允许开办私人风险投资公司，按公司的运行方式进行风险投资活动。

个人进行实业投资，即作为天使投资者向风险企业注资，选择这条路径要求投资者自身拥有较高的投资禀赋。有能力进行实业投资的只是一部分富有的家庭和个人。但是，与国外具有工程和管理双重丰富经验的个人风险投资家相比，他们的经验和知识明显不足。我国虽然也存在许多个人（家庭）为其亲戚朋友创业提供启动资金，但这些“类天使投资者”的自身禀赋远远不及国外真正意义上的天使投资者。以上情况表明，在我国培育一大批个人风险投资家尚需时日，天使投资者作为一个群体出现还要有相当长的一段时期。

二是通过购买风险基金股份提供风险资本。居民金融资产膨胀和投资经验理性不足之间的矛盾可以通过建立风险投资基金来解决。建立风险投资基金，

集中散户小额规模的资金，由专业人士运作，既可解决小型投资者专业知识不足、缺少管理实践的困难，使居民也能通过基金进行分散投资，分享风险投资的高收益；同时又可增加投资市场上的理性行为，推动风险资本市场稳步发展。由于我国产业投资基金管理办法尚未出台，而且理论界普遍认为，考虑到风险投资基金的特殊性，在现阶段应该采用私募的方式进行募集，募集对象应主要是抗风险能力较强的机构，因此这条路径的选择在目前还存在障碍。

三是直接以合伙人的名义以资金入股风险企业（有限合伙公司），这是西方国家普遍采用的风险投资组织形式（本章后面将进一步论述）。以上三种方式都有赖于国家出台相关的法律法规，以使投资者有法可依，有安全保障。

（二）金融机构投资者

1. 保险公司。金融机构中最有实力的是保险公司。目前由于保险法的限制使保险公司的资金难以进入风险投资领域。在国外，保险资金和年金基金是风险投资资本的主要来源。积极引导保险资金进入风险投资领域，对于我国保险业以及风险投资的发展都将产生积极的影响。2002年上半年中国人民银行已经批准保险金可以进入证券市场。目前中国保监会正在加紧制订有关实施方案，这对改善证券市场以及风险资本的资金来源无疑是一个重大利好。究竟能有多少比例的保险金真正进入到风险投资领域，目前还是个未知数。但可以预见，随着风险投资事业的逐步成熟，相信会有越来越多的保险金参与到风险投资中去。

2. 商业银行。将商业银行资金引入风险投资领域，风险投资业就有了可靠的资本来源。

第一，借鉴国外经验，建立信用担保基金，为银行向高科技产业进行风险投资提供担保。我国金融机构2001年的各项存款余额为143631亿元，而商业银行控制了资本结构中的大部分资金。但是，银行直接介入风险投资受到很大限制。首先，我国实行银行与证券业分离的制度。其次，由于历史原因，我国商业银行的安全保障程度低，金融风险的隐患大，集中表现在资本金不足和不良资产的包袱过重。因此，根据我国现有国情，银行资金还尚难大规模介入风险投资领域。一种可能比较稳妥的方法是商业银行与其他机构共同发起设立风险投资基金或者在政府担保的前提下对有关的项目进行信贷融资。

第二，对风险投资公司的直接融资。诚然，风险投资公司单一的项目是高

风险的,按照国际经验,风险资本所支持的项目中,一般只有 1/3 是成功的,1/3 是不亏不盈,还有 1/3 是血本无归的。银行显然不能单一的投入到某个项目上去,一旦失败只能损失,颗粒无收,银行很难承受。实际上,作为风险投资的公司(或者是风险投资基金管理公司),一般往往要投几十个甚至上百个项目,在这么多项目的组合中,风险就可以抵冲,失败的项目和成功的项目可以互相弥补,如果一个公司经营成功的话,那么它成功项目的利润要比失败的项目要来得多,某些项目可能会以几十倍甚至几百倍的资本增值而成功退出。

另外,风险投资很多是在项目的创业期投入,在成长期就开始陆续退出,所以从它投入到退出的周期一般来说平均最多也就是五年左右,如果它能从商业银行借到 5-10 年期的中长期借款,在这个借款期内有两年的资金循环,在两年资金循环中间,失败的项目,由其成功项目的收益来冲抵,银行资金的风险就会大大降低。所以,商业银行对风险投资的融资,可以从小规模开始进入,而且要控制风险投资公司的借款比例,比如最多不能超过其原有风险基金规模,或者它的借款的比例最高不超过原有资本的某个限度,在这个限度内,如果它的投资管理很好的话,它是可以负债的。其次,银行的贷款最好有一个比较长的宽限期,宽限期内只收利息,不收本金。

3. 投资银行

投资银行的风险投资业务可以与企业并购、资产重组、IPO 等业务很好地衔接起来。根据国外经验,许多投资银行都参与建立风险投资基金,帮助上市公司以风险投资方式发展高新技术;或者直接投资风险企业。投资银行对风险投资发展的支持,体现在两个方面。其一,投资银行可以帮助成熟企业上市,从而使风险投资的撤出成为可能。其二,投资银行也为那些虽不成熟,但已具备一定实力和条件,需要融资的风险企业,进行以私募形式为主的融资,从而使公司迅速达到上市水准。融资是投资银行的专长,他们拥有庞大的资金渠道,象此次访问的如美国 Prudential 公司的投资银行便拥有包括 2000 多家基金在内的资金渠道网络,他们掌握着各类资金的投资领域,对项目的要求等具体情况。这种强有力的融资服务,对亟待发展的风险企业,弥足珍贵。

(三) 产业资本参与风险投资

与风险投资的基本特征比较,产业资本所进行的传统投资,是与风险投资存在着对立的矛盾,但随着技术创新在经济发展中的地位越来越重要,高科技

对经济的巨大推动作用已非常明显，对高科技的参与已经成为传统投资企业发展的必然环节。风险投资与高科技的天然绝配，使得产业资本抛开传统投资理念的束缚，开始追逐风险投资，二者逐步从矛盾走向统一。

第一，产业资本为风险投资提供充足的资金来源。目前，我国风险投资的资金来源不足，渠道单一，投资基金规模偏小。从国内目前已经建立的风险投资机构的资金来源看，绝大部分是由政府、银行等金融机构出资，私人、产业资本很少，并且基金规模明显偏小，远不能满足我国风险投资的资金需求，且达不到分散风险、组合投资的目的。我国目前风险投资基金总规模仅有 35 亿元左右，风险资本的缺乏限制了我国风险投资事业的快速发展。产业资本参与风险投资，有利于拓宽资金来源，发挥产业资本在风险投资中的不可或缺的作用，它是目前除政府财政资金外最现实可行的风险资本来源之一。从国外的实践来看，产业投资基金是发达国家风险资本的重要组成部分。

第二，风险投资为产业资本带来新的增长点。国内许多企业目前正经历二次创业阶段，由于进一步发展以及竞争等方面的因素，都面临着改善经营、多元化发展等问题，更多的上市公司需要通过资产重组，调整主营方向，向高科技领域发展。风险投资为企业提供了一种新的资产重组模式，通过风险投资，能迅速介入选准的领域，同时风险投资的巨额回报前景也给企业带来潜在的利润增长点。

第三，风险投资促进企业优化结构和技术进步。风险投资在促进高新技术产业化和推动技术创新等方面的作用是巨大的，企业参与风险投资，能吸收风险企业技术创新的优势，提高本企业研究开发的效率。

在国外，产业资本参与风险投资也正在成为一种趋势，如西门子、拜尔等公司都介入了风险投资，IT 业巨头微软也开始进入风险投资领域。英特尔公司曾对一些经营网络业务的公司大力进行风险投资，并通过控股将其纳入英特尔的营业体系，现在英特尔共拥有 50 多家经营网络业务的公司的股本，其市场价值超过 5 亿美元。在国外一些大公司的风险投资资金中，用于直接风险投资的占到 40% 以上。美国施乐（Xerox）公司的案例具有典型代表性，其具体做法是：母公司成立企业内部风险投资基金，鼓励研发部门提出创业计划，选择最具增长潜力的项目成立风险企业，由母公司进行孵化，并为其进一步发展向外部风险投资基金融资，在风险企业成功后，将其剥离或出售。股权结构安排是：

母公司占 20 50%，创业团队占 20%，其余为外部风险投资基金所有。

由于小企业的技术创新效率优于大企业，因此在技术创新步伐越来越快的今天，大公司积极进行高科技风险投资。这些企业从事风险投资的目的，一是通过高新技术风险投资，为企业打开了解前沿科技的窗口，以期从战略上对世界范围内的科技发展趋势进行预测，并据此对企业发展战略作出相应的调整；二是通过高新技术风险投资，与被投资企业建立战略伙伴关系，互惠互利，以合作取代竞争，共同对付来自第三方的挑战；三是通过对高新技术小企业进行适当的风险投资，鼓励小企业的技术创新，这样既可减少自己研发的费用和风险，又能获得新技术。 产业资本参与风险投资的模式选择

我国产业资本参与风险投资也已经有一些初步的尝试：(1)“视美乐”模式。直接向中小型创业企业进行风险投资。上海一百直接向视美乐公司投入 5250 万元风险投资，用于开发、生产视美乐多媒体超大屏幕投影电视，这是我国第一例该模式的运用。产业资本采用这种模式进行风险投资，为的是利用小企业在技术创新等方面的优势，当小企业成功后，可以采用增加投资、收购等方式控股吞并，达到增强企业实力、调整经营结构的目的。上海一百与视美乐公司的投资协议规定，在产品中试成功后，上海一百在视美乐公司的股权上升到 60%。(2)“中青旅”模式。中青旅股份有限公司（简称中青旅），在 1998 年斥资 1.25 亿元投资北京科技风险投资股份有限公司，持有该公司 25% 的股份，是该公司的并列第一大股东，北京科技风险投资股份有限公司是一家专门从事高新技术风险投资的机构，管理着 5 亿元的风险投资基金。中青旅通过投资于风险投资基金，进而介入风险投资领域，这种模式是国外产业资本介入风险投资比较普遍的方式，在我国，随着国家对风险投资各项鼓励政策的出台，各地纷纷出现一批风险投资基金，如深圳创投等，众多的企业参与了这些投资基金的组建。

产业资本参与风险投资，具有战略意义上的发展前景。国内一些优秀企业，如海尔、长虹等，拥有雄厚的技术和资金实力，这些企业也可模仿“英特尔”或“施乐”模式，设立内部风险投资基金，一是在企业内部孕育风险企业，使之成为企业的科技发展先导；二是对企业内的技术创新提供风险补偿；三是支持内部关联企业的技术开发；在条件成熟后，可向外发展为专业的风险投资公司。

（四）将养老保险基金引入风险投资领域

养老保险基金是美国等西方国家风险资本的一个重要来源。适度放宽养老保险基金可以进入的领域，如让养老保险基金进入风险资本市场，一方面可以找到养老保险基金增殖的办法，另一方面也会给风险投资基金带来巨量资金投入。

允许养老基金和保险公司参与风险投资标志着一个重要的融资渠道被打开。1978年美国“雇员退休收入保障法”修改条例允许退休基金在不影响整个投资组合安全的前提下投资风险投资基金，这一政策极大地刺激了风险投资的发展。美国的做法很快被其他国家和地区仿效。1995年，澳大利亚允许养老基金进行风险投资，接着意大利也允许其养老金投资于私有中小企业。芬兰积极鼓励银行和养老基金进行风险投资，在政府的倡导下，银行和养老基金这两大部门在风险投资中所占比重由1994年20%上升到1995年79%。台湾于1994年允许保险公司参与风险投资。

随着我国社会保障体系的建立和完善，养老保险将进一步扩大覆盖范围，城乡各类企业职工和个体劳动者都将要参加基金养老保险制度，养老金的资产规模将越来越大。近年来西方国家养老金广泛参与投资基金的经营活动。已经成为一个发展趋势。发达国家养老金资产管理的经验值得我国借鉴，允许养老金进行风险投资，即满足了养老金长期保值增值的要求，又拓宽了风险基金来源，保证了风险投资业的发展，国家何乐而不为呢？

（五）国外风险资本

风险投资领域的开放应成为我国对外开放的一个重要领域。如何基金引进国际风险资本，已引起我国政府部门的高度重视，并已在陆续出台一些政策法规，如2003年3月1日起实施的《外商投资创业投资企业管理规定》。

多年来，我国对外商在生产领域的直接投资持欢迎态度，但对关系到高新技术成果产业化的风险投资领域却一直没有明确的开放引导政策，这种状况必须改变。外商进入风险投资领域建立独资、合作、合资的风险投资公司或参与私募风险投资基金的发起，具有如下好处：能引入直接投资形式的大量国际资本，带来国外先进的风险投资管理经验；沟通与国际资本市场、高新技术市场的联系渠道；便捷地获取国际风险投资市场的信息。因此，我们在制定风险投资体系实施方案时，可针对外商投资机构的业务特点，在给其与国内同类机构

同等优惠待遇时，再实行有实际意义的某些特许待遇，如为鼓励国外资本以直接投资形式进入中国的风险投资领域，外商投资的风险投资公司和参与设立风险投资基金经营时间达五年以上者，其资本利得或到期本金的货币兑换及向境外转移可不受限制。外商参与投资的风险投资机构，外资比重超过规定比例（如25%），且境外债务融资工具期限达十年以上者，可不纳入国家外债指标管理范围，但需报有关部门备案；某些高新技术领域的特许进入权。

5.4 风险投资公司与投资基金

风险投资公司、风险投资基金是风险投资主体中最主要、也是最常见的组织形式，两者既有联系，又有区别，它们有时是分离的，有时是一体的。在不同的国家、地区，两者的内涵和表现的形式有所差异。

一、风险投资公司与投资基金的概念

风险投资公司与投资基金，分别表现为两个不同的法律主体。在美国，这两个名词代表两个不同的概念，两种不同的组织形式。风险投资大都属于私人资本领域。以九十年代为例，美国的私人资本中，有85%是通过加入风险基金来投入的。另外15%是投资者不通过基金，直接投入的。

在风险投资主体中，风险投资公司和投资基金是两个最重要的构成部分，而从我国的情况来看，设立风险投资基金的步调可能要缓慢得多，因此，在相当一段时间内，风险投资公司是风险投资体系中的骨干。在中国，风险投资公司是一种主营投资业务的准金融机构，从行业管理角度说，它没有货币当局颁发的金融许可证，但所从事的是一种道地的金融性业务，这就需要风险投资公司加强自律、规范运作，其主营业务大致包括：（1）对高新技术企业投资采用普通股、优先股、可转换债券等工具；（2）为投资基金代理投资业务；（3）股权转让；（4）融资咨询；（5）为融资对象短期资金需求提供担保；（6）参与被投资企业的经营管理，等等。按现行的一些地方政策政策，界定风险投资机构的标准是：直接投资于高新技术企业的资本不得低于其投资基金总额的70%或当年度投资高新技术企业的投资不低于其当年投资额的70%。

风险投资公司和风险投资基金的区别主要体现在以下三个方面：（1）风险投资公司一般可以永存，而风险投资基金则有有限的生命周期。美国法律规定私人资本基金，或风险投资基金最长不得超过10年（可以连续两次申报延期一

年)。即在 10 年之内,基金就应当退出投资,将本金与利润返回给投资者。这样作的目的是促进投资效益,防止胡子工程。(2)风险投资公司中的高级管理者往往成为所筹的风险投资基金的 GP (General Partner 普通合伙人)。(3)一家风险投资公司(也称为基金管理公司)往往管理着多个风险投资基金,每个基金有不同的投资组合公司,不同的投资领域,不同的投资期限,不同的启动时间,不同的退出时间,此起彼伏,形成交易流。

台湾地区的风险投资业发展比较成熟,但是,台湾风险投资主体的组织形式与美国有所不同。台湾习惯上称 Venture Capital 为创业投资,按照台湾的有关法律,募集的风险投资基金是以公司制的形式出现的(如中诚创业投资公司),基金主要来源于产业界、财团、上市公司、银行、保险业、证券业、富有的个人和境外资本。基金管理公司一般称为咨询公司或顾问公司。如台湾的怡和财务顾问公司,旗下管理有 9 只创投基金,合计资本额 61.1 亿元新台币,分别为中诚、中怡、东光、和讯、怡华、大仁、大中、大友和中租创业投资公司。

中国大陆目前只有一部《公司法》,还没有投资基金法,所以,大陆 200 多家风险投资机构都冠名为风险投资公司或创业投资公司,绝大部分公司中,风险基金和管理公司是一体的,而且,风险资本金一般在公司注册时一步到位。随着国内风险投资业与国际开始接轨,少数公司也开始设立基金管理公司,但因受《公司法》的限制,工商注册登记名称为“投资管理公司”。

与风险投资基金相近的另一概念是共同基金。共同基金(mutual fund),也称互助基金,共同基金是资本市场上的一种重要投资工具,在西方国家非常流行。共同基金对风险投资发展具有积极的促进作用。

在美国,共同基金是多个投资者将资金集中(pool)起来交由职业管理人员管理投资的金融产品。共同基金无论是开放式或封闭式均以公司形式出现,在社会上征募资金,绝大部分投资于证券市场,亦即上市以后阶段大企业的证券。基金公司主要靠收取服务费(管理费)获利,通常每年收取所管理资金的 0.5%-3.5%,具体取决于基金的投向和规模。共同基金投资者多为一般民众,事先不知道投资去向,因此,为了防止欺骗行为、不负责任的投资和过高的收费,政府对共同基金有十分严格的管理规定,在这一点上与风险基金形成鲜明对照。在美国六千多种共同基金中,多数基金或多或少购买高科技股,其中有些许专门投资某些高科技领域,这些共同基金在获取丰厚回报的同时,也提高了风险

企业上市时的市场价值,使更多的投资者致力于风险投资,培植新的高新技术企业。风险投资基金与共同基金的另一主要区别在于前者通常积极参与决策管理,在董事会占有席位,而共同基金则一般不得参与企业事务,在某一公司的股份持有额一般也不得超过5%。

共同基金对风险投资发展的支持,体现在两个方面。其一,共同基金是股市重要的托市资金,由于有极为庞大的资金支持,使股市交易活跃,从而保证了风险投资从股市顺利撤出,并能获得高额回报。其二,虽然原则上共同基金只能投资于证券市场,但有些共同基金从战略发展的角度考虑,规定可有少量资金,一般不超过总资金的1-2%,投资于非上市企业。对于趋于成熟又急需资金的风险企业来讲,这种资金的支撑极为重要。

二、风险投资的主要组织形式

1. 美国典型模式——有限合伙制

有限合伙制是风险投资基金最主要的组织形式。美国风险投资机构常采用有限合伙制,这在很大程度上是因为养老基金、大学和慈善机构等投资者为免税实体,这一结构保证了它们的免税地位(如以公司形式则需交公司税)。这类机构的数量在1986年资本所得税改革以后有了极大增加。有限合伙制风险投资机构一般有2-5个合伙人,大一点的公司常雇用2-5个产业分析人员(Specialist),并聘请一些兼职分析人员,机构规模在5-10人之间,最大的不过30人。其资金来源主要来自于机构投资者、富有个人和大公司,以私募形式募集,主要投资于获利阶段以前的新兴公司,通常是高科技公司,一般在企业成熟后即以上市或并购等方式撤出。

有限合伙制风险投资机构中,有两种合伙人,即有限合伙人和主要合伙人。通常有限合伙人负责提供风险投资所需要的主要资金,但不负责具体经营;而主要合伙人通常是风险投资机构的专业管理人员,统管投资机构的业务,同时也要对机构投入一定量的资金。由于主要合伙人付出了艰辛的劳动,将从有限合伙人的净收益中按10%—30%提取报酬。这种合作通常是有期限的,一般在七至十年,但主要依据公司投资生命周期和主要合伙人的意愿。据统计,美国的风险投资基金中,有限合伙人与普通合伙人的投资比例大约为99%和1%,而两者收益分配比例一般为80%和20%。

合伙人的集资(Pool)有两种形式,一种是基金制,即大家将资金集中到

一起，形成一个有限合伙制的基金。另一种是承诺制，即有限合伙人承诺将提供一定数量的资金，但起初并不注入全部资金，只提供必要的机构运营经费，待有了合适的项目，再按普通合伙人的要求提供必要资金，并直接将资金汇到指定银行，而普通合伙人并不一定直接管理资金（No Siting in Money）。这种方法对有限合伙人和普通合伙人都十分有益。首先，对有限合伙人来讲，可以降低风险；而对普通合伙人来讲，省去了平时确保基金保值增值的压力。所以后一种形式已被越来越多的有限合伙制风险投资机构所采用。

台湾的风险投资基金-创业投资公司，一般实行有限合伙制，风险资本实行承诺制形式，逐步到位，在台湾称此为“授权资本制”。创业投资公司可以自任基金管理人，但更多的是委托专业管理团队（顾问公司）进行管理。

2. 公开上市的风险投资公司

少数风险投资公司在资本市场上市，通过证券市场向社会投资者募集风险投资基金。这种基金为封闭型，可以上市自由转让，风险投资基金与一般共同基金的重要区别在于，风险投资公司要参与企业的决策管理，并在董事会中占有席位。共同基金则一般不参与企业管理，在公司中的股份持有额一般不得超过 5%。投资于新企业的方式与有限合伙制公司基本相同。由于按照证监会 Securities and Exchange Commission (SEC) 的要求，这类公司必须向公众公开其经营情况，所以它们较后者更容易了解。总之，公开上市的风险投资公司与有限合伙制公司运作是基本相同的，只是其资金来源不同。

3. 大公司的风险投资机构

国际上一些跨国大公司多以独立实体（风险投资公司）、分支机构或部门的形式建立了服务于公司战略发展的风险投资机构，如 Intel Capital, IBM Venture Capital, Sun's Venture & Strategic Investment fund, Acer Technology Ventures。这些机构在运作方式上与私人风险投资公司相同，但目标迥异，这是由于资金来源不同决定的。后者通过培育公司，使其成功上市而追求高额回报，前者在大公司资金的支持下是为母公司寻求新技术。当大公司的战略风险资本投资于一个新创公司时，是希望建立技术窗口，或希望以后把它变为一个子公司。因此，与一般风险投资公司的区别在于，大公司的风险基金更注重投资的战略意义，而并不是将短期投资回报和风险资本的尽快退出放在首位。

4. 美国的准政府风险投资机构

(1) 小企业投资公司 (SBIC 和 MESBIC)

小企业投资公司 (SBIC) 是根据 1958 年小企业投资法创建的, 以便为小企业发展提供长期资金。SBIC 由私人拥有和管理, 但要得到小企业管理委员会 (SBA, Small Business Administration) 的许可、监控以及资助, SBA 可提供融资担保。1969 年, 商业部非白人企业家办公室 (Office of Minority Business Entrepreneurs of the Department of Commerce) 成立了 MESBIC (Minority Enterprise SBIC) 与 SBIC 相似。它们的目的是为非白人低收入者特别是残疾人开办新企业提供长期资金。1986 年拿到 SBIC 许可证的有 140 家企业。SBIC 可以购买新企业的股票或有价证券, 提供贷款, 然而, 自从 SBIC 必须为从 SBA 举借的债务负责以后, 优惠贷款和购买股票成了“标准”形式。这样可以保障 SBIC 尽快偿还其债务。从这个意义上讲, SBIC 对处于创建阶段的新创企业来讲不十分合适。

上述投资可以到 10 万美元, 也可以高于 100 万美元, 主要根据每一个 SBIC 的偏好而定。SBIC 支持的范围很广, 从餐馆、零售到建筑、通讯和高科技公司。除了受到 SBA 提供资金而带来的某种限制以外, 其投资目的与私人投资公司相似。SBIC 只能投资于小企业, 其定义为: a、净收益在 600 万美元以下; b、前两年税后利润平均不足 200 万美元。此外, SBIC 不能投资于: a、投资公司; b、信贷部门; c、雇员在 500 人以上的产业化公司。

(2) 企业发展公司 (Business Development Companies)

企业发展公司 (BDC) 也是由私人投资者拥有、州政府颁发许可证、由证监会 Security Exchange Commission (SEC) 监控的公共机构。它们根据本地经济发展之需要进行投资, 促进经济发展和创造就业是其目的。因所服务的企业不同, BDC 的政策也各有不同, 有些运作方式与 SBIC 类似, 提供风险投资, 并得到 SBA 的支持; 有些象银行和其他金融机构一样提供贷款; 还有一些从事租赁业务 (lease buy-backs), 建立新的生产基地, 让企业家们租用或以分期付款的方式购买, 其期限一般在 20 年以内。拥有 BDC 的个体风险投资家通常提供管理服务。事实上, BDC 需要按 1980 年小企业投资促进法的要求, 实际参与新企业的管理以获得 25% 或者更多的利润分成。

上述准政府风险资金与真正的风险投资有较大区别, 所以许多机构并不将其纳入风险投资的统计范围, 风险投资家也不将其归入自己的阵营。但两者之

间依然存在密切联系，有些风险投资公司就是由小企业投资公司（SBIC）发展起来的。

5. 国际间合作模式

（1）以色列国家投资公司。该公司由以色列政府、美国政府和一些犹太富人出资，更类似于招商银行，但也大量投资于处于创建时期的公司，美方伙伴一般负责推销。

（2）爱尔兰软件开发基金模式。爱尔兰政府选择软件行业作为高新技术产业发展战略的重点。为此，他们与美国有关机构联合建立了风险基金，组织爱尔兰的软件人才将美国成功的商业软件欧洲化。这些德语化、法语化的软件已在欧洲大量销售，从而使爱尔兰成为欧洲重要的软件出口国。

（3）日本的日美金融公司。众所周知，日本公司在尖端技术方面的创新能力不强，为克服这一问题，他们便与美国的风险投资家合作，建立联合投资公司。由后者根据前者的期望，在美国特别是硅谷地区，寻找符合其要求的高新技术企业进行收购，从而实现对该技术的买断。待该技术可以市场化时，将其移植到日本，发挥日本公司生产组织能力较强的优势，进行大规模生产。

（4）国际金融公司（IFC，International Finance Corporation）。该公司是附属世界银行的一家私营公司，旨在通过投资于成员国的私营部门，促进它们的经济发展。该公司是世界上最大的直接以贷款和股份形式向发展中国家私有企业投资的多边组织。该公司共发起了 36 个风险投资和私募证券基金，主要投资于一些发展中国家和地区的小企业。这些基金一般在所投资企业中占 20-30% 的股份，寻求 25% 左右的年回报率，基金一般委托给专业投资公司管理。IFC 的其它角色还包括为成员国风险基金的建立提供建议，评估市场，寻找投资者和基金管理人员，设计基金结构等。如该公司曾应土耳其政府的要求，起草了该国管理风险投资基金业的立法，该法案于 1994 年得以通过。公司机构的设计则通常包括税赋效率、法律形式、基金投资者的地位、基金管理与管理者报酬分离以及投资战略等。

三、风险投资公司的运作方式

风险资本的投入方式主要采取股权形式。包括购买优先股、认股权、可转换债券等形式。具有两个特点：一是风险投资公司对风险企业投资通常不以取得对投资对象的控股权为目的。风险资本投到风险企业，实现与科技发明专家

的结合,促进高新技术产业化。科学技术发明者以技术入股,风险投资公司以参股方式参与创业投资。二是风险投资公司通常要参与对所投资风险企业的管理。包括风险企业的发展战略、技术创新评估、市场分析与投资回收,甚至招聘企业的管理人员等。

风险投资是风险投资者、技术专家、管理者之间利益共享、风险共担的一种投资运作机制。美国风险投资运作分三个层次:一是在风险投资公司层面,由风险投资公司以其人才,全权负责对风险资金的使用、经营和管理(包括有限合伙人和普通合伙人等提供的资金和社会募集的资金管理)。二是在风险投资公司与风险企业的相互关系层面,风险投资公司通过在风险企业拥有的董事席位和投票权,参与对风险企业的管理。包括就改善企业经营状况提出咨询,定期了解企业经营进展情况,审查财务分析报告,确定或更换主要管理人员等。三是在风险企业层面,给予企业管理者和技术专家个人入股。为了鼓励技术创新,技术专家的技术发明可以占到相当比例的股份,一般可拥有20%-25%的股权。

风险投资公司除了募集风险资金,很重要的工作就是选择项目和选择投资阶段。一般说来,风险投资公司投资签约的项目只占其全部申请项目的0.1%不到,大量的精力用于项目筛选、论证。选择项目的标准主要有两条:一是年增长率高于15%,二是内部收益率大于25%。风险投资对风险企业的投入,要随着产品开发的不断进展分批注入资金,主要方式是认购企业发行的股票或公司可转换债券。依据美国风险投资界的概念,风险投资全过程分为4-5个阶段。据统计资料显示,1996年,美国风险投资总投资额为100亿美元,其中种子期占1%,创建期25%,扩充期17%,成熟期41%,重整期16%,主要集中在创建期和成就期。

风险投资公司运作的成功与否,关键在于管理团队,也就是风险投资家。一般而言,风险投资公司集中了一批具有企业家背景、或具有投资银行和理工背景的高效率、复合型人才。所以,风险投资家往往要求具备很高的个人素质和团队协作精神:①与先进技术为伍。因为拿着项目来和你谈的人,都是拿着自己最新的idea、最新的技术来和你谈,所以风险投资家每天生活在未来里面,如果你很喜欢生活在未来里面的话,你会很快乐。但是,从另外一方面看,你会很辛苦,你得不断更新知识,不能落伍,你会半夜还在上网。②长期经营、

生涯布局。如果认为做风险投资两三年后就不做了，奉劝你就不要做了。一旦进了这个行业，就要有长期经营的打算。风险投资需要的是复合型、综合素质的人才，不是说你懂财务、技术、制度管理就可以，所以，培养一个风险投资人才需要相当长的时间。除了理论知识外，相关行业的经验非常重要，在某一特定的领域，如 IT 行业，已经尽职调查了几十、甚至几百个项目案子，并有了几个成功的投资项目案例，这就是风险投资家最大的资本。③ 开放心胸、广纳百川。在风险投资行业，一定要 open-minded。如果什么都不懂的，又不敢问，自己躲在家里，那是不行的。风险投资行业内的信息沟通非常重要，VC 之间不存在竞争，更多的是合作。④ 广结善缘、助人人助。所有来找你投资的，应该都不是你的仇人，不管他的案子好与坏，都不要击伤人。做风险投资，广结善缘有很多好处：第一、这样才能够有案源 (deal flows)，第二、做 due-diligence 时，如果跟他的交情不够，他不会跟你讲真话，第三、如果在投资管理中，你缺一个 CEO、CFO，要人帮助，第四、在投资退出中，你需要朋友帮你找一些有兴趣的投资人。所以要广结善缘，帮助别人，这样别人才能帮助你。⑤ 分享知识、分散风险。当看到一个好案子的时候，如果你一个人藏起来，自己独自干，这就象把所有的鸡蛋放在同一个篮子里，风险是很大的。应该多找一些志同道合的好朋友一起来看这个案子，由于每人都有不同的经验和角度，或许可以减低风险。在风险投资界，有一句非常有名的话：Venture Capital is People Business 投资是人的事业。

这里，让我们一睹一个台湾风险投资家的心境写照：

A. 昨夜西风凋碧树，独上高楼，望尽天涯路。当所有的项目案子在天空中飘来飘去，你也不知道哪个是真的、哪个是假的，你就会觉得自己好孤独，前程渺茫。

B. 衣带渐宽终不悔，为伊消得人憔悴。看到一个好案子，你会非常高兴，拼命找出它的问题，做好 due-diligence，半夜三点打电话给美国，看是不是说谎话。

C. 众里寻他千百度，蓦然回首，那人却在灯火阑珊处。也许翻翻你以前看过的一些丢在一边不投的案子，你会发觉还是一个很不错的案子。所以做风险投资有两种后悔的情况：第一种是当时觉得这个案子很好，投资之后却发现自己跳到了一个火坑里，很后悔；第二种情况是当时看一个案子不怎么样，丢

到垃圾桶，也许一年以后朋友告诉你，他在这个案子上赚了一百倍，你心里会不会很后悔。

四、我国风险投资公司的发展状况

经过十多年的发展，从组织形式看，风险投资公司已经成为我国风险投资机构的主体。依据北京创业投资协会组织的调查，至 2001 年底，我国各类风险投资机构的数量已经达到了 250 家以上，其分布与科技、经济发达程度有极为密切的关系。这些机构的分布以北京、上海和深圳最为集中，平均拥有 60 家以上。其次，南京、杭州、天津、广州、成都、武汉、西安等城市分别有 10 家左右。再次，大连、沈阳、长春等城市各有 5 家左右。一般省会城市有一到两个。

由于我国尚没有与投资基金相关的法律、法规，目前，风险投资机构的组建主要依据《公司法》和七部委文件。因此，公司型机构是我国风险投资机构的主流（这一点与大陆法系国家和地区基本一致，如欧洲、日本、台湾等）。调查显示，我国主要从事风险投资业务的机构有以下三种类型：风险投资公司、风险投资管理公司和公司（或企业）下属非独立法人的风险投资部门，其中以风险投资公司最多，占 64% 左右。从资本规模上看，目前我国每个风险投资机构平均管理的资金是 172 亿元，其中纯内资的机构管理的资金约为 1.1 亿元左右，外资机构的资金规模均在 2 亿元以上，而内资机构资金规模则基本呈正态分布。

我国现有风险投资公司大致可分为以下七种类型：

1. 国有独资的风险投资公司；
2. 政府控股或参股的风险投资公司；
3. 民间独立创办的风险投资公司；
4. 外资设立的风险投资公司及其在华代表处；
5. 上市公司、大公司和专业性机构组建的风险投资公司；
6. 由高新技术开发区或创业园设立的风险投资公司；
7. 证券机构的风险投资部。

五、发展基金型的风险投资主体 —— 风险投资基金

直接投资型机构即风险投资公司的投资能力受资本金限制，其发展能力是

有限的。目前我国风险投资公司有 200 多家，发展速度虽然很快，但是这些公司的注册资本金比较小，大部分不足 1 亿元人民币，其资金供给能力相对于众多投资项目的资金需求量而言，可谓杯水车薪。鉴于此，我国有必要发展基金型的风险投资主体，即风险投资基金。由于基金型风险投资调动资本的能力更强，运作效率、专业化程度以及对投资者的保护程度更高，更符合风险投资特点，因此，应该成为我国风险投资主体今后的发展方向。

在风险投资基金的设立和运作过程中，制度创新是更为根本的要素，政府的作用应当是规则的制定者和市场的看护者：

第一，确定我国风险投资基金基本模式。以我国目前的状况而言，应该发展企业法人和私人投资者共同参与、国家扶持的风险投资基金发展模式。主要原因在于：从资金供给能力上看，当前，政府财政资金紧张；银行业存在分业经营的限制，不能涉足产业投资；而私人储蓄增长势头良好，储蓄集中度日趋提高；企业法人的资金量也是相对宽松的，因此有必要充分发挥企业法人和私人投资者的力量。从管理能力上看，有关研究表明，我国法人持股型企业往往具有相对完善的治理结构，股东对管理层的约束相对严格。综合这两方面因素，企业法人和私人投资者有能力成为我国风险投资基金的主要运作主体。

第二，制定和完善相关的法律法规，创造良好的政策环境。如：出台《产业投资管理办法》、制订《风险投资基金管理办法》，使得风险投资基金的设立和运作有法可依，引导其投资行为与国家的产业政策相符；制订中外合作或合资风险投资基金设立办法，鼓励境外资金参与风险投资企业的各个发展阶段；修改《保险法》，使现有的保险公司可以便利地开展风险投资保险与技术转让等保险业务；放宽保险资金使用限制，使其可以投资于风险投资基金；制订《高科技企业界定细则》，准确衡量高科技企业的“含金量”，防止风险投资企业过分包装；制订税收减免等优惠税收政策，采用间接调控手段推动风险投资基金发展，促进科技进步；作为一项长期任务，政府还应该运用法律工具推动社会信用意识培养进程，减少风险投资中的欺诈行为。

第三，改善风险投资基金的公司治理机制，规范风险投资主体行为。由于风险投资基金涉及投资者、基金管理公司和被投资企业等多方参与主体，存在着投资者与基金管理公司、基金管理公司和被投资企业双重的委托—代理关系，无论是在何种企业代理理论模型中，投资者和管理者的信息不对称都是关键因

素。所以必须吸取我国证券投资基金的经验教训,对风险投资基金的治理结构进行设计,在董事会组成和决策程序、管理者权力、内部控制、信息披露等问题上作出严格规定,一方面使得基金的投资者能够及时有效地监控和参与基金的管理,保护基金投资者的利益,另一方面也使得风险投资基金在设立初期就得到规范有序的发展,维护市场参与者的信心。

第四,发展完善的、多层次的股权交易市场,规范企业的兼并收购行为。由于项目企业具有不同的发展阶段,对应着不同类型的融资需求,除了设立创业板市场外,还需要建立和完善其他不同层次的资本市场,满足不同发展阶段的风险投资企业的资金和股权交易需求,保证退出渠道的多样性。同时,我们要清晰界定每个市场之间的“接口”条件,形成与风险投资企业发展阶段相适应的“阶梯”型市场体系。

六、风险投资基金的管理

国际上,风险投资公司大部分采用有限合伙制的基金管理模式,在有限合伙机构中有两种合伙人,即有限合伙人(Limited Partner)和普通合伙人(General Partner)。有限合伙人为基金的主要出资人,如机构投资者、富有个人和大公司,有限合伙人的资金通常占投资基金的99%,有限合伙人不负责公司的具体经营,只承担有限责任。有限合伙人一方面用合同条款对普通合伙人加以约束,同时也进入基金的董事会对重大决策施加影响。普通合伙人出资比例很低,通常只有1%。普通合伙人通常为专业的风险投资家,统管投资机构的业务和基金的运作,包括筛选风险投资项目、评估项目、参与被投资企业的经营管理和投资回收的全过程管理,普通合伙人承担无限责任。这些普通合伙人既有风险投资经验、又有管理技能,并在投资过程中付出了艰辛的劳动,所以他们将从有限合伙人的净收益中提取15%~25%的报酬,另外再收2~3%的管理费。

基金的操作模式可分为两种方式:一种是基金制,即大家将资金集中到一起,形成一个有限合伙制基金。另外一种为承诺制,即有限合伙人开始承诺将提供一定数量的资金,但起初并不注入,只提供必要的机构运营经费(管理费),等有了合适的项目,再按照普通合伙人的要求提供必要的资金,并直接将资金汇到指定银行,而普通合伙人无须直接管理资金。这种方法对有限合伙制非常有利首先有限合伙人可以降低风险,而普通合伙人则省去了确保基金保值增值的压力,所以承诺制已经被越来越多的机构采用。

比较适合我国国情的是将风险投资业务委托给风险投资管理公司管理的模式，一家投资管理公司受委托管理多家投资公司（基金）。管理公司负责考察、评估和论证项目，再将项目推荐给基金公司，并利用受托管理的投资公司（基金）的资金进行投资。这一模式相对于国内现行的有限责任公司模式有以下优势：（1）可充分吸收有限合伙制的优越性、提高职业经理人的积极性：管理公司相当于有限合伙制的普通合伙人，承担风险资本管理者的责任，提供科技知识、管理等服务，并对所管理的投资公司（基金）收取一定的管理费和相应的利润提成，提高职业经理人的积极性。（2）形成资本的有效放大，降低运作成本：由于一家风险投资管理公司可以管理多家风险投资公司（基金），从而可以形成有效的资本放大，大大减少人力、物力等方面的开支，提高投资收益率。真正实现专家理财，提高投资决策的科学性和准确性。（3）解决系统管理与科学决策的问题：由于管理公司的经理层往往既是管理公司的出资者，又是经营管理者，利益与基金公司的利益一致。而且在重大投资决策中，投资公司（基金）的股东还要参与决策，保证了系统管理与科学决策的执行。（4）提高经营者的积极性，降低经营中的道德风险：风险投资管理公司以管理风险投资公司（基金）为主要业务，而投资公司（基金）是管理公司发起组建的，管理公司中管理层往往又持有管理公司的股份，使得管理层利益直接与投资公司（基金）的收益挂钩。（5）可避免大股东对公司的操纵，贯彻效益第一的经营原则：由于受托管理的投资公司（基金）往往不是在某家机构为主的情况下组建的，在投资过程中大股东操纵的问题不容易发生。

风险投资基金的理想管理模式是建立市场主导型机制，即风险投资基金的资金主要由资本市场提供，在投资人、基金管理人、风险企业之间形成一种互相关、互相制约的市场机制，其内容包括：

第一，基金的事后决策权与评估管理过程分开。对于风险投资这一特殊行业，有限合伙制具有很大的优越性，它可以将激励机制和约束机制完美地结合在一起。但是因为我国的市场经济与风险投资都还处在起步阶段，市场机制还不完善、风险投资专家人才匮乏，如果照搬有限合伙制建立风险投资基金，将缺乏有效的制度性监督约束机制，投资者的利益得不到切实有效的保障。所以不管在组织形式上具体如何，但是基金的投资者应保留最后的投资决策权与监督权，通过基金公司董事会必要的监督，对基金经营权进行有效的约束。这样

既可以充分利用基金管理公司的专业优势,为基金公司选择推荐优秀项目和提供后期管理,也可以切实地保障投资者利益。

第二,风险基金发起人与管理人以现有的风险投资公司为主。由风险投资公司作为基金公司的发起人与基金管理人,参与发起设立共管理风险投资基金,逐步将现行的以风险投资公司为主的风险资本向以基金为主的方向推动,使风险投资基金逐渐成为我国风险资本的主流。首先,因为现有的风险投资公司在长期的运作过程中已经摸索出一些投资管理经验;其次,由于风险投资公司在基金中有相当比例的投资,对投资行为形成了利益的约束;最后,因为风险投资公司处于与风险企业接触的第一线,可以及时把握行业动态,有利于合理选择设立基金的时机与规模,将“找项目”与“找钱”有机地结合起来。

第三,风险投资基金应以私募为主。由于风险投资的投资周期相对比较长,风险较大,许多风险投资在投资初期阶段很难见到效益,采用私募方式一方面可以较少涉及千家万户的公众利益,有利于社会稳定,也可以减少政府的监管;另一方面机构投资者实力雄厚,投资需求较强,不需要做大量宣传与广告公开发行招股说明书等,大大降低了筹资成本。

第四,基金的组建可采用承诺制。为降低投资者的风险,一开始发起设立基金可以采取承诺制方式,以合同方式将一定额度的资金委托给风险投资管理公司进行投资与管理,基金公司的资金根据项目考察情况,依个案逐案投入项目。对基金管理人,可减少管理公司在设立初期对资产保值增值的压力,更加专注与风险投资本业;对出资者,因为资金分期投资到位,也在无形中降低了投资风险。

第五,合理设计与构造基金管理制度。现有法律体系对风险投资基金管理人缺乏有效的制度性监督约束机制,而采用以往的公司制风险投资基金公司。为实现优秀专业管理与科学决策的贯彻与实施,可以分别设立基金公司与基金管理公司,基金管理公司可作为一定意义上的普通合伙人,负责筛选评估项目,而基金公司则对管理公司推荐的项目进行最后投资前的审核与决策。基金公司与基金管理公司之间通过合同明确双方的权利义务关系,既可以实现将基金运作权交给风险投资家,双方又有明确的约束关系。而在基金管理公司的报酬体系中,可以对基金管理人实施约束与激励机制,激发经理人的工作积极性,充分发挥基金管理模式的优势,借鉴现代意义上类似于公司的有限合伙制。一是

应该引入公司制度中的“股东既享受有限责任保护又能够对公司实行必要的控制”的机制，以切实保护投资者利益，并鼓励其投资的积极性。另一方面也要吸取有限合伙制的优点，将经营权交给风险投资专家，实现专家管理，将激励与约束机制完美地结合在一起，才可以发挥两者的优越性。

5.5 天使投资

一、什么是“天使投资”

天使投资（Angel Investment）是风险投资的一种形式，本章所述的“民间风险投资主体”中，第一部分资本来源是私人资本，而“天使投资”的资金大都由民间私人资本组成。因此，天使投资是自由投资者或非正式风险投资机构对原创项目构思或小型初创企业进行的一次性的前期投资，盛行于欧美。通常被投资人只要有一个明确的商业计划，甚至只有一个营运构思就可能得到天使投资。

天使投资人（Angels）通常投资于非常年轻的公司以帮助这些公司迅速启动。在风险投资领域，“天使投资人”这个词指的是新创企业的第一批投资人，这些投资人在公司产品 and 业务成型之前就把资金投入进来。天使投资金额较小，从几千美元到几百万美元，一般不能提供后续资金。以美国为例，天使投资占其风险投资的40%至50%。具体地说，美国硅谷地区的风险投资中，适合个人创业的天使投资占了风险投资的大部分。投资专家有个比喻，好比对一个学生投资，风险投资公司着眼大学生，机构投资商（又叫合伙人投资）青睐中学生，而天使投资者则培育萌芽阶段的小学生。天使投资可谓风险投资的先锋部队。在初创企业仍停留在创业者的笔记本上或脑海中时，风险投资基金（除了种子基金以外）一般对这些尚未诞生的“腹中婴儿”兴趣缺乏。此时，一些个体投资人如同双肩插上翅膀的天使，飞来飞去为这些企业“接生”。

当创业者为新构建企业筹集资金时，他们往往只想到向朋友、家庭和同事们伸手。只有少数智者才能够把筹资的触角伸向100万美元以上个人资产净值的天使投资者。在公司蹒跚起步的初始阶段，创业者往往需要融通大笔的资金作为前期的垫资。此刻，天使投资者的适时出现恰似久旱之后的及时雨，滋润着新生的企业满怀希望的每一天。

二、天使投资的起源和发展

天使投资是从 Business Angels 演化而来。在美国，杂技演员或者小丑常常在戏剧幕间休息时进行表演，刺激票房。久而久之，这些非正规的表演者得到了“Business Angels”的雅号。最初，天使投资人（Angels）仅指为纽约百老汇戏剧提供资金的人士，原因是百老汇戏剧风险颇高，令其投资或血本无归（演一两场便关门的事时有发生），或得到几十倍的回报（连续上演很多年，不过这种可能性较低）。随着时间更迭，天使投资者开始结盟，最大程度进行资金整合和智慧整合。最早硅谷有四个天使投资联盟组织，现在这样的组织已经发展到相当的数量。

在描述天使投资的发展时，还有人将天使投资喻为圣诞老人。事实中，美国的科技产业很多是从 grudge（居民别墅旁的私人小车库）开始的，grudge 本来是用来停车的，但是美国地广人稀，门前停两三辆小汽车没问题，所以车库空着没用，有些人就在里面放除草工具、乒乓球桌等等。有非常多的科技界有名人士，包括现在排名在前几位的科技界巨头，如 apple、intel，他们当年就是从车库开始做起的。所以美国有一家网站叫 grudge.com，帮助有创业构想的人找投资，教这些人怎样创业，很多人把他们的 business plan 交给这家网站，如果好的话，这家网站就直接投资它了。但是，这些还只是有一个想法但没有钱的人，谁来投资哪？“天使”，他们是无怨无悔的，敢于冒风险的，这时投入的资本叫 seed money。所以，风险资本从某个角度像个天使，是圣诞老人来送你礼物的。

20 年前，新罕普夏大学（University of New Hampshire）的风险投资研究中心（Center for Venture Research）开创了用“天使”来形容这类投资人在其他领域投资的先例。过去 20 多年中，天使投资市场规模随着美国经济和爆炸式建立的创新科技企业一起迅猛扩展。据来自美国权威天使投资协会的统计，从 1996 年开始，由天使投资人投资的创业企业的数量以每年 35% 的速率增长，在 1999 年，天使投资人在创业企业共投资 550 亿美元，远远超过机构风险投资行业的投资总量。即使在 2000 年市场下滑的环境中，天使投资人继续保持对创业企业强劲投资。到 2001 年止，在美国大约有三百万人有过天使投资经历，其中大约有 50 万人为持续的天使投资人，参与创业企业管理、活跃的天使投资人的数量也在快速增长。在美国，天使投资人一般以团体的形式集合在一起，每个投资

团体大约平均有 85 位投资人会员，每年的投资回报率大约为 35%。天使投资人对大约三分之一向其寻求投资的创业公司进行投资。每个团队每年的投资大约为 200 万美元至 500 万美元。一个创业企业从天使投资团体一般获得 35 万美元的投资，大约占其本轮总融资额的三分之一。

三、天使投资人是什么模样？

天使不是谁想当就可以当，根据美国证券管理协会（SEC）的规矩，只有身价超过一百万美元者才有资格跻身天使的行列。通常的情形是，几个投资人合在一起，大家掏腰包，共拿出 10—100 万美元，换取被投资公司 20—30% 的股份。别看这笔钱不大，但却是滚雪球的第一步。全美国每年有 400 亿美元这样的资金投入 5 万家新创公司，这要比风险投资公司的种子基金高出 30—40 倍。2001 年，美国有 150 个正式的天使投资俱乐部。

天使到底是什么人？美国的天使投资人主要可以分成三大类：

第一类是传统意义上的富翁，他们当医生或律师，收入颇丰，或者继承了祖上的大笔遗产，沉浸于打高尔夫球及出入乡村俱乐部的生活方式，对高速发展的高科技产业既陌生又羡慕，唯恐自己落伍；

第二类是创业者，无论从事传统产业还是新型产业，他们如同娱乐圈的“演而优则导”，实行“创业优而创投”，从“千里马”摇身变为“伯乐”；

第三类本身即是新经济的栋梁之材，他们任职于高科技公司，平时日日夜夜写程式、抓虫子，赚来的钱没时间花，对技术的发展又不乏独到的见解，心动不如行动，要么自己创业，要么用金钱支持。这第三类天使也使得天使的平均年龄在过去五年里从 60 岁降到 49 岁。

在台湾有相当多的天使，得天独厚，如雨后春笋般。基本上大部分上都是：
① 产业公司董事、监事、大股东、本身值得产业的运作，由他们来做一些投资。
② 上市公司退休之高阶主管。
③ 企业家第二代，自己本身就有一大笔资产在手，在可以激活一些产业的公司做投资。

综上所述，不管天使的背景有多么不同，财富的来源如何相异，他们有一些共同的特征：一是有雄厚的资本，输得起，而且人脉充沛；二是他们身上综合了赌博和探险家的特征，他们绝不甘愿看着钱财在银行里接受政府保险的保护（代价是超低的利息），也不乐意接受全方位证券商的理财；三是他们甚至不屑投资风险基金，他们要亲身充当风险投资家，享受一分“高高在上”、“指手

划脚”的成就感，特别是从未来的夸耀中得到无限快感：“想当初，比尔在我办公室门外等了三个钟头。要是没有我的英明远见，你今天在电脑上会看到视窗吗？”表 5-1 列示的是美国天使投资团体前十名的情况。

有些风险投资家看不起天使，把他们当成乌合之众，因为他们缺乏系统的知识，加上组织松懈、沟通管道不畅、效率奇低，不符合商学院传授的高效供求原理；但风险投资业离不开天使，因为天使为他们源源不断地输送着已经满月但仍未断奶的婴儿，而风险投资因为钱太多，只能投资较成熟的初创企业，以便早早上市或出售，尽量降低风险。其实，天使和正规的风险投资都以高风险、高回报为特征，天使投资的案子至少有百分之九十彻底泡汤，比风险投资要高，但近年来，活跃天使的回报率也在 30% 左右。如果我们把风险投资当作传统金融体制（如银行）的先锋的话，那么，天使便是风险投资这个先锋的先锋。

表 5-1

美国天使投资团体前十名

团 体 名 称	洲 别	成 立 时 间	成 员 数 量	2000 年 投 资 案 例	平 均 投 资 规 模	可 投 资 本
Band of Angels	CA	1995	150	22	\$1.1 - \$1.2m	\$9 - \$100M
Northwest Capital Network	WA	1994	650	20	\$100 - \$200k	\$50 - \$60M
Angel Capital Network	CA	1999	150	12	\$1.9 - \$2.0m	\$10 - \$15M
Pennsylvania Private Investors Group	PA	1991	50	12	\$400 - \$500k	\$25 - \$30M
Private Investor Network	NJ	1989	35	12	\$300 - \$400k	N/A
Alliance of Angels	WA	1997	170	10	Under \$10m	\$7 - \$10M
Comman Angels	MA	1998	90	10	\$0.9 - \$1.0k	\$10 - \$15M
Nynma Angel Investors	NY	1997	50	10	\$500 - \$600K	\$10 - \$15M
The Gathering of Angels	NM	1996	400	7	Under \$10m	\$7 - \$10M
St. Louis Angels Network	MO	1999	44	7	\$100 - \$500k	\$1 - \$2M

与企业家相比，天使投资家是小型企业残酷的商业竞赛中谨慎的旁观者。让他们以个人的名义无端地为某个公司贷款作担保无异于让他们跳崖自杀。然而，他们会长时间忘我地工作，以试图从鱼目混杂的商海中窥睨商机。作为一名在风雨飘摇中航行的老练舵手，天使已经习惯于不惜让 99 个平庸的企业家懊悔不已而去惠顾他们认为将会获得巨大成功的企业。与一般意义上的风险投资观念不同的是，天使首先想到的是最大限度地降低风险。为此，他们常常像猎人一样细心地搜寻，以期从表面上徒具热情的企业群体中发掘出耀眼的明星。

天使投资家为人所称道的不是虚伪的谦恭和卑鄙的奸诈，而是选择投资方案时的审慎与理智。正如他们所言：“在过去 25 年的投资生涯中，许多对未来成功充满自信的企业家，而我却只支持过其中的一小部分，因为绝大多数企业领导者表现出的自信是很盲目的。我曾经担任过一些公司的董事，并实际参与了公司的股票发行上市、兼并与收购及财产清算等业务。在此期间，我一直在不断地寻找，我非常清楚我在寻找什么，我所渴求的既非魔力也非运气，而是具有非凡的品质、开阔的视野和丰富的经验的合作者。”“天使投资”犹如新鲜的血液灌输到初创者的每一根经络，就像可爱的天使，为你带来无限的希望和憧憬。

四、天使是如何修炼的？

首先需要冒险精神，其次外在环境的影响也不可或缺。通常，天使投资都不是单枪匹马的“独行侠”，而是几个人“结伴而行”。在小城镇，有钱人互相都认识，一个人投资初创发了财，其他人自然兴趣倍增，纷纷加入这个行列，于是一家天使俱乐部便应运而生。通力合作的好处是分担风险，提高“命中率”，毕竟大部分寻求资金的初创公司均以新科技为号召，而这些科技不是几张 PowerPoint 简报就能讲清楚的。在大都市地区，天使俱乐部是人为的产物，往往由一个号召力强的人出面组织，旧金山地区的 Hans Severiens 便是这样一个人。他原本就是投资银行家兼风险投资家，属于创业者争先恐后追逐的目标。在跟这些创业者打交道的过程中，他对某些主意十分看好，愿意自己掏钱，但整个审核过程又十分耗时，个人知识面又不可能包罗万象，于是他拉来曾任英特尔主管的朋友 Jack Carsten，成立了硅谷天使联盟（Silicon Valley Band of Angels）。该组织从两个人发展到 140 人，每月聚餐一次，听取创业者兜售他们的募资计划。至 2000 年中期，他们已经投资了 122 家新创企业，共投入 7400

万美元。

在股市非理性膨胀时，资金流源头的天使们也必定人气旺盛；但是，当有人把最基本的养老金当作扮演天使的门票时，天使投资便进入了“发高烧”的阶段。在正常环境里，要把一个普通富翁变成天使并不容易，因为一枪命中的比率并不高，所以往往需要用无形的“身价”来作为诱饵。纽约州的布法罗俱乐部拉拢潜在投资人的方法似乎很有效：“你想跟布什总统合影吗？你可以来参加我们的筹款会，我是 XYZ 高科技公司的董事，我可以帮你混进去。”或者“你想来我们俱乐部打牌吗？我知道你跟 XYZ 高科技公司无关，不过我投了钱，你是我的朋友，他们不会把你赶出去的。”

由此可见，身份地位跟经济回报一样重要。在投资成功后，天使们还可以大声宣传：我投资 XYZ 不是为了钱，而是为了回馈社会、扶助后代、鼓励高科技产业，促进国民经济的增长。即使你不愿往自己脸上贴金，自然有媒体为你代劳，把你捧为新经济的“先知”。

有些天使，在一个案子上只投 25000 元，但圈子里也有“hundo”这么一个说法，每个 hundo 是十万美元。每当一组天使撞上“六合彩”的时候，这个圈子会不可避免地出现“涟漪”现象。比如 1995 年 Jeff Arnold 在亚特兰大筹钱时，人人都把他当成胡子还没长全的小孩子，可曾经创办过五家医药公司的 Jouko Rissanen 却愿意听他说上十分钟。后来他投资了一百万美元，其他还有一位美林证券代理、电视台明星、当地富家后代纷纷跟进。当 Arnold 的 WebMD 股价冲到 100 美元以上时，这些天使也成为千万富翁，他们抛售少部分股票，继续投资其他新创公司，其中一位经常在当地的一家咖啡馆里谈生意，动辄“来一个 hundo”。Rissanen 坦承：“当你的投资一下价值翻了 200 倍，你一定飘飘然觉得自己是绝世天才。”WebMD 的股价现在已经从天尽头返回地面，但这一批天使们却谁也没有彻底撒手了断。不过，外围的天使却再也不敢轻举妄动，其中一人感叹道：“我已经从中赚了两艘游艇和一辆汽车，我还是就此罢手吧。”

事实上，即便是玩票性质的投资活动也需要高强度的脑力劳动，你可以光凭着直觉去选择案子，也可以“只会看人不懂技术”，但最终襁褓中的婴儿能否长成健壮的成人，这中间的艰难曲折却足以让天使们夜夜失眠。新罕普什的早餐俱乐部（Breakfast Club of New Hampshire）透露，该天使组织所投的案子中，每十个最多只成功两个，另外有两个会早早夭折，“死得很惨”，最要命的是其

余的六个，不死不活，还不时前来求援。面对创办人的苦苦哀求，天使们心肠再软，也没有办法，不愿意再给钱，只能说“你有没有试试这个？”“你还是试试那种方法吧。”美国的天使队伍近年来人数剧增，导致总体素质下降。随着股市的调整，这个投资界的最前哨也开始回归理性。话说回来，一个社会的富翁如果只会打麻将排遣多余的金钱，那还不如把这场赌博游戏转移到初创企业。麻将桌和拉斯维加斯玩的是“零和游戏”（zero-sum game，即某人所赢必定是他人所输），但创业可说是“多米诺骨牌游戏”，一旦方向正确，它能产生绵延不断的财富效应，也因此刺激整个社会的经济繁荣。

五、“天使与魔鬼”

初创企业或者是“等米下锅”，或者是“万事俱备，只欠东风”。这时，Angel来了，“及时雨”来了，风险投资者将资金注入到融资方时，融资人往往会将天使投资人奉为天使。但任何事物都有两面性，融到资金后，如果融资方并没有按照预期的进度，完成企业的研发、销售和利润的话，投资人往往会利用当初协议条款的否定条款进行干预企业的日常运转，甚至更换管理层，此时，融资方又往往认为投资方成魔鬼了，各种诅咒随之而来。如何使创业家和投资家更好地融合在一起呢？关键一点就是企业要不断创造出价值，投资方也不断协助企业成长发展壮大，双方应明确共同的利益——将企业做大做强，迅速实现盈利，回报股东。只有这样，融资方才能自始至终地看到天使的模样。

六、天使投资是创业企业发展过程中不可或缺的一环。

高科技产业化是指从实验室的成果到产品走向市场的过程，这个过程大致要经历种子期、导入期、成长期、扩张期和成熟期五个阶段。其中，种子期是指技术的酝酿与发明阶段，实验室的样品要形成正式产品。这个时期所需资金量小，没有正式产品，成功率低，风险极高。这个阶段在企业发展过程中不可避免，而很多风险投资不愿意承担风险，因此天使投资浮出水面。天使投资者看重的是投资种子期公司所能得到的高回报。成功的高科技企业的资产在十年左右可以扩大10~20倍，甚至上百倍。1976年，美国的风险投资家瓦丁个人投资20万美元创建Apple计算机公司。仅仅四年后，他持有的股份价值达到1.54亿美元，增长了770倍。

在美国，受益于天使投资的企业不胜枚举，天使投资者获得巨大成功的例

子无时无刻不在鼓励更多的人进行尝试。1993年,金柏林向西埃纳公司投资169万美元,1997年上市后回收1.5亿美元。享有“天使投资皇后”美誉的麦克琳在1998年投资10万美元建立美国健康保健交易系统。1999年,她外筹130万美元,赢得了350亿美元的市场份额。他们的传奇故事让很多天使投资者感到振奋,也让更多的创业企业看到希望。

迈入新世纪,纳斯达克市场接连受到打击。然而,很多处于种子期的公司并没有因为恶劣的大环境丧失信心,他们相信,自己有能力吸引天使投资者的帮助。新世纪头一年,一位年仅24岁的杜克大学毕业生刚刚从著名的天使投资机构Common Angels得到200万美元的风险投资资金。在纳指低迷、舆论谨慎的情况下,天使投资者仍然敢于冒险,这无疑会给更多的种子期公司注入了强心剂。

一般情况下,如果投资额在10万美元到250万美元之间,美国的天使投资者都跃跃欲试。根据美国一所州立大学投资研究中心的调查,美国天使投资者的数量有4万家左右,实力不俗。据统计,2001年的一年里,天使投资者共向大约5万家公司投资,投资额达到400亿美元,在美国风险投资总额中占有相当大的比例。很多颇具规模的公司都是在种子期得到天使投资后蓬勃发展。美国能够拥有数量庞大的高科技公司,天使投资者功不可没。

中国的天使投资尚处于萌芽发展阶段。中国大陆现有的天使投资人大多来自海外,主要有三类:第一类,外国公司在中国的代表或者管理者,比如微软副总裁李开复博士和微软中国研究院的张亚勤博士就曾投资清华学生创业团队的东方博远。第二类,对中国市场感兴趣的外国人和海外华侨。比如亚信当初的投资人爱国华侨刘耀伦先生和投资搜狐的美国麻省理工学院尼古拉庞帝教授。第三类,本地的富人和成功的民营企业家。当前,中国天使投资人主要由前两类组成。但后一种可能成为未来中国天使投资人的主力军。

天使投资人,中外有很大的差别。国外天使投资人往往是几个人“结伴而行(Band of Angels)”,以团体的形式存在,通常的情形是,几个投资人合在一起,共同拿出10万至100万美元,换取被投资公司20%~30%的股份,天使俱乐部是他们的主要组织形式。而中国现有的天使投资人一般是单枪匹马的“独行侠”,以个体的形式存在,如TOM.COM的王选、新浪茅道林、连邦的苏启强、西单电子商务的王峻涛等。国外大多是事业成功的企业家和金融家从事天

使投资，投资以后他们只是提供指导和建议，并不直接参与经营管理。而中国的天使投资人大多是亲历亲为，身兼投资家和创业家的双重身份。正如中国科技信息杂志总编辑杨昕所言：“创业者希望在中国出现美国式的中国天使投资人，太难了！”一方面是由于中国缺乏资金募集机制，中国私人募集资金至今还被冠以“非法集资”的头衔，另一方面是由于用于投资的资金大多是投资家创业时期积攒的辛苦钱，把这些钱完全交给别人“摆布”，他们当然不放心。

总之，与美国等风险投资发展比较成熟的国家或地区相比，中国的天使投资规模还非常小，还不成熟。严格地说，在中国的创新体系中，创业企业发展过程中还缺少天使投资这一环节。目前，我国国内也存在巨额民间游资，但是，尚未形成完整的风险投资体系，尤其是法律法规不完善，天使投资的环境尚不完备，很多持有大量资金的个人对于天使投资了解不够。随着内地风险投资制度不断创新，风险投资环境的一步步成熟，人们期待中国内地的天使投资者走上历史舞台，推动科技创新事业的发展。

七、天使投资派生的“创意投资”

创意投资是指投资双方对一个预期效益比较超值、具有整合传统有形资源 and 无形资源的实施创意进行的民间投资，它既是天使投资的一种“低股权高回报”的后续投资方式，也是风险投资在非资本经济体制及计划型投资环境下的一种杂交优化形式，它能使知识资本在新经济时代实现产权结构明晰、资产倍速增值。创意投资所整合的传统有形资源是指成熟的和有盈利业绩的行业和模式；所整合的无形资源（创新无形资本）是指实用和可持续发展的运营过程及方式。而实施创意在寻找和接受资金前，必须具备两个条件：首先是“创意运营”，创意方必须拥有一个可操作性创意；其次是“创意团队”，创意方必须拥有一个具有跨行业的经营和管理经验，有创意意识的团队人才组合，二者缺一不可，“二者合一称之为天使组合！”

创意投资无法解决那些曾经和他一样梦想很多但却囊中羞涩的人的问题，“要想彻底解决这些问题还必须营造天使产业投资，通过天使投资群体的集合效益来孵化‘小鸡’、扶植精灵。”天使投资愿意对这些原创项目构思或小型初创企业进行一次性的前期投资。通常被投资人只要有一个明确的市场计划，甚至只有一个营运构思就可以获得天使资本的投资。

八、天使皇后麦克琳

硅谷大名鼎鼎的天使投资家麦克琳具有投资皇后之称，它的名气是如此之大，以至人们往往说，只要你能得到麦克琳的支持，你的事业就能开始腾飞。当然，回顾风险投资人无不经验丰富，精明之至，要想说服麦克琳，并非易事。硅谷一些风险投资公司主管认为麦克琳是当代最了不起的销售商。在硅谷最为杰出的一名华裔风险投资人杰瑞佛·杨，作为风险投资机构合伙人公司的主管，就曾亲自领教过麦克琳的销售才干。有一次，麦克琳打电话给杰瑞佛·杨，要他参与一项有关啤酒公司风险投资计划，杨先生回答说，他对啤酒也一无所知，因此，最好是不予介入。但是在麦克琳的鼓动下，杨先生最终答复：“好吧，我把支票寄给你。”但是，他依然不了解事件的始末。

麦克琳幼时家贫，全家共有十姐妹，高中毕业时，她获得美国名牌大学哥伦比亚大学的部分奖学金，但是，父亲不愿为她进行经济担保。于是，她只好进入长岛大学读书。不久，她去巴黎，担任模特儿工作。后来，麦克琳返回美国，毕业于加州艺术大学数学系，然后进入一家网络公司担任工程师，由于努力工作，她很快就被提升为销售主管。1982年，麦克琳出售了自己全部家产，用7万美元投资，与他人合作，成立网络设备技术公司，在以后的一段时期内，她没有领取分文工资。在20世纪80年代，硅谷风险投资公司数目不多，要想获得风险投资极不容易。对于一名妇女企业家来说，更为困难。但是，麦克琳不屈不挠，坚韧不拔，终于说服一家风险投资公司，获得430万美元投资。在后来的十年里，麦克琳又先后争取到2千万美元风险投资，并争取到IBM公司等大型客户。

1987年，该公司上市，使投资机构获得十六倍的回报，但是，麦克琳本人只得到一百万美元，不到公司收益的百分之一。对此的教训，它将铭记终生。她的格言是：“在任何情况下，千万不要出让过多的股份！”或许，对于希望得到风险投资的未来企业家来说，这是一个永恒的准则。商场毕竟是残酷无情的，您要是不能保护自己的商业，最终可能一无所获。到那时，你能怪谁？怪你自己！麦克琳变得聪明，更加成熟了，她已不是风险投资行业初出茅庐、乳臭未干的新手了。但是以后的一家新建公司，麦克琳坚持保留百分之二十一的股份，1993年，该公司被其他公司买下时，她的股份已值六百万美元。从那以后，麦克琳决定自己不再作为企业家，而是以天使投资人的身份，参与高科技行业的

运作，其中，有一家公司就是昔日闻名全球的思科公司（Cisco）。

作为天使投资人，麦克琳具有几个超常的优势，首先，它进入美国网络也很早，对网络行业内部运作以及未来发展方向可说是了如指掌。其次，她在硅谷具有极为广泛的人际关系，在主宰硅谷命运的巨头之中，她是无人不知，无人不晓，很容易寻求合作伙伴。此外，她还在斯坦福大学工程学院研究生院开设企业运作课程，并为自己所投资的公司服务，是合适的企业管理人才。最近，她的一名学生计划成立一家先进激光诊断技术公司，她在未看到任何技术产品成型之前就开出支票，予以支持。最后，当然是最重要的条件，她本人有相当雄厚的财力，对于她来说，拿出 70 万美元资金，亦不是一件困难的事情。

5.6 企业孵化器

一、我国企业孵化器的发展

目前我国的孵化器基本上都是由各地科委、高新技术开发区管委会或高校投资兴建并派员运作的，一般都定位为公益性科技事业服务单位，有着准政府的性质。主持孵化器运营的管理人员大多具有政府背景而缺乏企业管理经验。由于事业单位编制所限，孵化器的管理人员一般都较少，只能对在孵企业提供一些基本的服务。在孵化器建立初期政府的推动作用是有必要的，但政府不可能具备发明新技术和管理企业内部复杂过程的能力，因此政府只能对孵化器进行全面的支持，而不能成为承担新创企业风险的主体。孵化器产业投资主体单一、政府色彩浓厚的状况，将不利于这一新兴产业的长远发展。

从国际经验来看，孵化器有多种所有制形式，但孵化器的经营都是采用企业化经营模式。事业单位的运作模式基本上是直接或间接地依靠政府资助，自身没有创造价值的紧迫感和相应的能力，创造的价值相对有限，从长期看是不可持续的。同时，我国各地科委所属的孵化器，对在孵企业的资金支持力度十分有限；而事业单位的运作制，又使得目前的孵化器难以与风险资本有效地结合起来。这一切，既阻止了孵化器这种组织形式效用的充分发挥，又影响了我国孵化器产业的发展。我国孵化器产业发展的一个倾向是，大多数孵化器不是被看成是一个小型工业园区，就是被看成是现有工业园区的附设机构。孵化器的总体政策，基本上是沿用工业园区的模式，孵化器的优惠政策也是向工业园

看齐。而事实上,工业园是依靠投资推动经济发展思路的产物,而孵化器则着眼于以创新推动经济的发展。这两者的性质截然不同,无法等同。

二、孵化器与风险投资的联姻

孵化器与风险投资的结合是一个必然的过程,也是一个渐进的过程。风险资本是为形成和建立专门从事某种新技术生产的小型公司而以持有一定的股份形式而承诺的资本,某种意义上,风险资本不仅向新企业注入资金,而且提供建立新企业、制定市场战略、组织和管理所需要的技能。孵化器作为进行科技创业的专门服务机构,把创业投资(风险投资的另外一个名称)作为支持科技创业最重要的手段之一引入到科技人员的创业过程,可以说对创业者创业起到催化剂的作用。

投资家投入资本时追求的是资本收益,而不是利润或股利。但是现实生活中由于投资者与创业者的信息交流不充分,两者的交流和沟通上存在严重阻塞。多次的调查中,经常听到这样的声音,孵化器中往往有一些具有良好市场前景的企业和项目,由于缺乏资金的支持而难以为继;而拥有大量资金的风险投资公司则为找不到好的项目而苦恼。如果两者结合发展,是否有助于解决这个问题?

风险投资家要在风险很高的情况下,通过对企业技术、管理、资金方面的判断确定是否投资。由于不确定性很大,它们对创业者素质给予高度重视。可见在风险投资的项目选择上和投资监控上,最关键的是对创业者的选择和对其经营活动的监控。由于科技企业进入孵化器之前,孵化器就对其进行多方面的考核。企业在进入孵化器以后,孵化器通过对企业的服务能够较长时间、比较深入地了解企业的发展情况和企业家的素质和能力,特别是那些接受孵化器创业资金和担保资金支持的企业,孵化器对其的考核和了解与风险投资的前期考核极为相近,完全是风险投资家所希望了解的内容。另外,通过企业孵化器进行风险投资,可以在一定程度上将“远程投资”转变为“近程投资”。尤其是那些对中国国情十分了解,而又具备一定的风险投资(包括种子资金和担保资金的成功使用)经验的孵化器经理,将是风险投资家的良好合作伙伴和得力助手。基于这点,如果风险投资与孵化器结合起来,或者风险投资介入孵化器产业。便可降低投资风险,对孵化器来说则能更好地培育入孵企业。

科技人员在孵化器孵化中的创业过程主要是科技企业的初创期、发展期和

扩张期，而风险投资的种子资本、初创资本、创业资本和发展资本的投入恰恰覆盖和支撑了科技人员的创业全过程。进入扩张期后，大多数科技企业将从孵化器“毕业”；而接受风险投资的企业在扩张期也正好是风险投资的“收获季节”，将以公开上市、股权转让、企业并购上市等方式退出，以获得风险投资的高额回报。当然，这种科技创业者在接受风险投资的同时就进入孵化器发展和从孵化器一毕业就“上市退出”只是一种理想的状态。在实际运作中由于风险投资在各地的发展不平衡，创业者的境况不同和风险企业的千差万别，对孵化器而言的“进入”和“毕业”，对风险投资而言的“投入”和“退出”往往不是同时发生，而是在创业过程中先后完成的。但显而易见的是，风险投资过程将完全覆盖孵化企业的全过程，而且在创业过程中插上风险投资翅膀的科技企业要远比“只有孵化翅膀”的企业成功率更高，发展得更为迅速、健康。

与国外，特别是美国和欧洲的创业环境相比，中国的孵化器与风险投资的结合尤为必要。美国的创业投资非常活跃，风险投资机构非常多，创业投资人也很成熟，他们可以在任何一个地方，很容易找到项目，而不一定非要借助孵化器这个壳。而国外孵化器里的在孵企业也很容易找到风险投资，他们所缺乏的更多的是在咨询上的服务，因此两者不一定要形成一种体制化的结合，在中国却非常有必要推进两者的结合，因为中国的孵化器和风险投资兴起得比较晚，人才缺乏，项目来源上也需要其他方面的帮助，再加上中国信用体系不规范，不成熟，因此双方都需要彼此扶持实现自身的发展。

从创业发展的角度来看，孵化器与风险投资的融合必将越来越紧密。如何建立孵化器与风险投资之间的互信关系和信息沟通体系，是推动两者融合的当务之急。据资料，北京正在建立一套监测系统对在孵企业进行长期的监测，根据监测数据，每三个月或六个月做一次在孵企业评估，并将得出的评估信息传达给风险投资人。在有充分依据和互相信任的基础上，风险投资人就可以较为准确地判断出是投入资金好，还是保持观望的态度好。

早在 1993 年前后，就有不少地方孵化器开始了风险投资的探索，利用孵化器本身去运营风险投资，建立基金投入在孵企业。这种方式相对于原来经典意义上的孵化器来说，更难经营和操作，但不乏成功的例子。武汉、成都、西安、上海等地都有类似探索，其中最典型的例子是，上海创业服务中心向 14 家科技企业投资 2000 万元，历时 4 年，成功率达 85.7%，总收益率达到 70%，全部被

上市公司收购。最为成功的案例是迪康制药公司接受投资 20 万元, 开发系列新药, 总收益额达 1780 万元, 收益率为 8900%。

三、企业孵化器的营运模式和特点

企业孵化器是一种社会经济组织, 它的运行也遵守经济组织一定的规律, 也有成功和失败。企业孵化器与风险投资有一种天然的相关联系, 自二十世纪九十年代新经济兴起以来, 风险投资直接参与企业孵化器的运作, 以输出资本和经营管理为手段, 培育新创企业快速成长, 取得很大成功。

(一) 影响企业孵化器发展的因素

1. 外部因素: 企业孵化器的正确选址、企业孵化器的技术支持、政府的资助和优惠政策和孵化器的项目的来源。

2. 内部因素: 企业孵化器的营运机制模式、经营管理队伍、投资主体对孵化器的投资规模、企业孵化器具有的孵化能力和对创业企业的吸引力。在内部因素中, 企业孵化器的营运模式是主要因素, 对企业孵化器的成败与长远持续发展有重要影响。

(二) 企业孵化器的种类

企业孵化器可以分为: 综合性科技企业孵化器、专业技术孵化器、大学科技园、海外学人创业园、国际企业孵化器、孵化器网络、专利技术孵化器、流动孵化站、行业技术孵化器等多种。

虽然企业孵化器种类繁多, 但其按资产性质不同, 可分为社会公益类和营利类两类。企业孵化器都具有社会公益性, 社会公益类企业孵化器是指它的营运不以盈利为经营目标, 政府是其投资主体和资源补充的来源, 其营运目的是通过无偿培育中小企业群实现政府、社会长远的经济社会目标。而营利类企业孵化器是国内近几年兴起的新型企业孵化器, 它是以企业投入为主的经济实体, 以经营孵化器产业为主营业务。这类孵化器完全按企业运行, 以追求长远利益最大化, 目前常见有各类孵化器公司。

(三) 企业孵化器的营运模式和特点

企业孵化器按营运模式可以区分为完全事业型、事业企业型和企业型三种:

[模式一]: 完全事业型企业孵化器

完全事业型企业孵化器都是社会公益性, 它的投入主体比较单一, 主要是政府, 组织形式大部分是政府科技管理部门或高新技术开发区下的一个事业单

位。孵化器的工作人员由政府派遣，运作经费由政府拨款或部分拨款；经营目标是按政府发展目标或为高新开发区培育企业，提供技术依托。

此类孵化器拥有的资源无偿提供给在孵企业，孵化器不追求营利收入。而孵化器资源流出主要有两种形式，一是提供孵化环境如物业和共享网络通讯设施；二是提供创业服务，如创业培训、指导，政策、法律、金融咨询，市场推广指导和信息服务。孵化器的经济平衡是通过社会和政府税赋收入来实现的。

完全事业型孵化器模式特点体现为：

(1) 经济来源于政府，其持续发展能力和创新能力受政府政策的影响和行政效率的影响。(2) 此模式能给创业企业无偿提供场地、服务资源，有利于企业创业起步。但与创业企业的关系松散，容易出现为创业企业提供的服务停留在表面、办事效率慢等问题。(3) 这种模式适应于企业孵化器刚开始出现的发展阶段；也适应于需要政府重点扶持的专业孵化器，如留学人员创业园、计算机软件园等，我国的科技企业创业服务中心刚开始起步时，大部分城市采用这种模式，曾对促进孵化器的起步发挥过重要作用。

[模式二]：事业企业型企业孵化器

事业企业型企业孵化器有事业型的投资主体特征，又有企业型的经营特点。投资主体：政府或社会团体给予创建时的投入经营主体；政府委托经营或企业经营，即国内常说的事业单位企业管理形式；经营目标：政府给予一次性投入后，形成资产，以拥有的资产，实现收支平衡。

事业企业型企业孵化器的经济平衡是在孵化器内部实现的。这种平衡有两种情况，一种是收入满足孵化器运行成本下的平衡，可表示为：

$$W=V_1$$

式中：W 表示孵化器获取的收入，V₁ 表示孵化器管理成本。

一般孵化器对在孵企业都采取扶持政策，以低于市价的租金提供物业，并提供多项免费服务。所以，孵化器获得的收入要少于孵化成本，把孵化器提供给创业企业的孵化成本记为收入即 $W < V$ ，这就要求孵化器具有一定的规模并尽量降低运行成本。另一种平衡是达到资产的保值平衡，即： $W=V$ ，此时孵化器的收入等于孵化成本，在孵企业只能享受成本价格的孵化服务。

事业企业型模式的特点体现为：(1) 通过孵化服务获取收入，促进了孵化的创新动力，也提高了孵化器的活力，有一定的持续发展能力。(2) 组织形式

企业化和利益与创业企业共同化,提高了服务效率,有利创业企业的成长。(3)这种模式目前我国以政府为投资主体的企业孵化器的经营管理中广泛采用,正在对我国的孵化器的事业发挥作用。

[模式三]: 企业型企业孵化器

企业型企业孵化器指完全按企业方式经营运作,把建立孵化器时的投入作为经营资本,自负盈亏。以资产保值增值为经营目标,以孵化培育创业企业作为经营手段,既达到社会目标——培育科技企业,又实现经营目标——孵化器盈利。

投资主体多样化,有政府参与,有企业和其它社会团体。以企业为主,组成股份制投资结构。经营主体和组织形式:公司制。法人治理结构;经营目标:资产保值、增值;经营方式:常与风险投资、大学结合在一起,经营孵化器产业,资源多方面综合性利用,提高经济效益。

企业型企业孵化器经济的平衡有两个层次:一是达到资产保值的成本—收入平衡,表示为: $W=V$,即孵化器经过多种经营获得收入 W 等于孵化器的孵化成本 V ,这是维持孵化器长期运行的必要条件。二是达到资产增值的平衡。可表示为 $W=V+S$,即孵化器的经营收入 W 要等于孵化成本 V 加投资增值 S ,实现资产增值平衡是孵化器自身发展的必要条件,也是按市场经济运作的要求。

企业型孵化器模式特点体现为:第一,这种模式是一种高度市场化的模式,能实现资源的合理配置,有较强的自我积累、自我发展能力,同时,由于孵化器有自主经营权,故大大提高了孵化器的创新能力,同时,也存在经营风险。第二,这种模式只有结合风险投资一起发展,才能使孵化器从全方位培育企业的成长,并从中获得收益。它的成功能解决在孵企业的成活率和成功率问题。第三,这种模式在发达国家取得成功的比较多,如美国有一大批企业型的孵化器在支持新经济的形成。目前我国有一批由风险投资企业、上市公司和大学等多元投资主体建立的企业型孵化器正在兴起,是企业孵化器的发展方向。

第六章 制度创新研究之二：政府角色的定位

在整个风险投资体系中，政府这一环节是不可缺少的，各国实践表明，政府在风险投资发展中发挥了非常重要的作用。但是，政府不能既当裁判员，又当运动员。关键是要按照市场经济规律，对政府的功能角色进行合理的定位。

6.1 风险投资离不开政府的作用

一、风险投资作为一种新兴的产业，具有“公共产品”的性质

风险投资所包含的“公共产品”属性，具有外在性的特点。风险投资的外在性本身属于市场有时候会失灵的范畴，在这样的市场里，经济当事人的行为所造成的部分成本或收益不能由经济行为人所承担或取得。外在性有正负之分，正的外在性是指某种经济行为的全部收益要大于经济行为人个人本身所获得的收益。风险投资的成功具有正的外在性的特点。解决外在性的方法，是使外在性内部化。一个成功的项目会产生很大的正的外在性。为使风险投资的外在性内部化，需要政府采取适当的行动来加以弥补。

因此，政府所从事的风险投资实质上应该是一种政策性投资，其目的应是用较少的资金带动全社会的风险投资，为高新技术产业的发展创造一个良好的政策扶植环境，积极拓展筹措风险资金的渠道。

在风险投资体系建设中离不开政府的参与，但政府又不能作为投资主体进行直接投资。如前所述，在美国，政府为了对风险投资进行支持，设立了小企业管理局，通过小企业管理局来对小企业投资公司（由私人拥有并管理）进行监控，通过对小企业投资公司的资助和融资担保来对风险企业进行扶持。由于政策得当，美国创新型的以高科技为基础的小企业得到顺利发展并取得骄人成绩，如微软、英特尔、雅虎等。

二、政府是风险投资的第一级推进器

美国早在1958年，就由政府颁布了小企业投资法（SBIA），允许经小企业管理局（SBA）批准设立小企业投资公司（SBIC）项目，为投资高成长性企业

的基金提供资本。到 1965 年,获得许可证的小企业投资公司达到 700 家。其后美国政府又设立了大量的政府项目,培育高新技术产业和风险资本市场,据不完全统计,从 1983-1997 年,仅在小型企业创新研究(SBIR)一个项目中,就投入了 70 亿美金。

台湾 1983 年颁布《创业投资事业管理规则》,由开发基金和交通银行两家机构直接出资新台币 24 亿元,直接投资和参与投资其他创业投资公司的资本金。

新加坡经济发展局 1985 年设立 EDB 创业投资基金,其后,1990 年、1994 年和 1999 年又分别设立三个种子期创业基金,金额分别为 700 万新元、2100 万新元和 5000 万新元,其中,最后一个基金由私人创业投资公司华登国际管理并出资 60%。

以色列 1993 年投资 1 亿美金创办了 Yozma 高新技术风险投资基金,截止到 1995 年底,Yozma 与外国的投资者合作,共同设立了 10 个风险投资基金。这些外国投资者包括:Walden、美国的 Oxton、Advent 等,另外也包括奔驰(Daimler Benz)、DEG、GAN、新加坡 Technologies 等国际著名的集团公司,从而使以色列风险基金的总量达到了 5.5 亿美元。通过合作,不仅使以色列公司很快加入了国际市场的行列,而且也使以色列基金管理得到了培训。Yozma 被普遍认为是以色列风险资本产业的催化剂。在欧洲,比利时成立政府投资公司佛兰德投资公司(GIMV),对创新企业和中小企业直接投资,该机构由私人投资经理管理,并且吸引工商界私有资本。德国 1995 年也模仿这一模式成立了私人共同筹资的风险投资公司,澳洲和欧共体也有此类公司

但是,政府的运作程序和风险投资需要的冒险和进取精神、灵活性以及商业性是不相适应的。表现为对政府的钱监督环节多,要求的透明度高,决策程序相对长;同时政府独资或控股的公司,将难以给出有效的约束机制和激励机制,难以防范道德风险等。各国政府对此有所认识,一方面,政府的风险资本开始和私人资本共同投资,同时引进私人的投资公司进行管理;另一方面采取多种措施培育一个充满活力的市场。

三、政府对市场的扶持作用

政府在风险投资业上的作用一般是通过对各种类型的风险投资机构提供长期优惠贷款和融资担保支持风险投资。比较各国的发展经验,不论经济制度、

技术水平、经济实力或是文化制度有多大的差异，政府对风险投资的发展都持积极的扶持态度，并实行多种措施加以扶持，对风险投资的发展有很大的促进作用，由此才有全球风险投资的风风火火。由于国情不同，各国政府在其中的作用又不尽相同。美国是最典型的自由经济国家，虽然风险投资发展得很迅速，规模很大，但政府并不直接投资，只是采取各种举措加以扶植。

1. 提供法律保证，坚定投资者信心。即政府部门通过制定专门的适用于风险投资的有关法律，给风险投资公司和风险投资企业提供公平发展的符合市场规律的环境，促进高新技术产业化。1958年，美国颁布《小型企业投资法案》，并据此建立了小型企业投资公司制度（SBICs），确立了风险投资基金的合法主体地位，鼓励风险投资基金对不同产业公司提供初期融资，以增加中小企业的投资渠道，带动美国高科技产业的发展。由于创新型企业一开始多是小企业，1958年《小企业法案》极大地刺激了美国风险投资业的发展。与此同时，不受小企业管理局管制因而也没有政府优惠信贷支持的风险投资基金也开始大量出现。1991年之后，美国联邦政府进一步改善其对“小企业投资公司”的支持，一些地方政府还相继提出了本州帮助风险投资基金公司的方案。所有这些，都带来了美国风险投资基金的空前增长。

2. 通过制定优惠的税收政策和给予经济补贴来帮助风险投资公司和风险投资企业。如美国国会曾经将长期资本收益的最高税率从29%增加到了49%，由于这项规定的出台，风险资本规模6年间就从1.71亿锐减到0.01亿美元。在企业的压力下，1978年美国将风险资本盈利税率从49%降低到28%，1981年，从28%降低到20%，并采取了诸如放宽各类基金参与直接投资的限制等一系列扶持措施，极大地改善了风险投资和创业环境。

3. 建立配套措施。第一，确保技术产权的合法性，如规定科技人员的发明享有明确的技术权益；第二，吸引更多的参与者，如允许养老保险基金、银行、保险公司、证券公司在进出余额及盈利中划出5%用作风险投资，允许共同基金划出5-10%用作风险资金，允许国外风险投资机构进入国内市场；第三，财政支持，即政府向风险投资者和风险企业提供无偿资助，如设立了“小企业风险研究基金”，规定国家科学基金会与国家研究发展经费的10%要用于支撑小企业的技术开发上。1982年，《小企业发展法》规定研究发展经费超过1亿美元的部门，将财政预算的1.3%用于支持小企业的发展，可以为每个企业提供

5 万美元用于可行性研究, 20 万美元用于市场可行性研究, 或用于购买小企业的产品; 第四, 分担后顾之忧, 如建立二板市场, 有利于风险投资的变现, 同时美国政府还使用“政府采购”的方式, 收购大量的高科技企业的产品, 刺激了成果的转化和产业化过程, 进而推广到国民经济部门, 形成了强大的高科技产业。美国著名的高技术公司, IBM、惠普、得克萨斯仪器公司都很大程度受惠于“政府采购”; 第五, 放松管制, 为了支持风险企业高新技术的合作开放, 美国政策尽可能放宽行政限制, 给风险投资以切实的行政支持。

6.2 风险资本市场上, 政府功能的错位

在风险资本市场上, 政府的功能是有限的, 政府一定要注意自己的角色, 避免进行“包办”, 否则欲速则不达。由于政府功能错位所带来的教训是深刻的。政府不能开“店”(风险投资公司), “店”应由社会开。美国小企业局开了一批“店”叫做“中小企业投资公司(SBIC)”, 1960-1970 年占风险资本的 1/3。然而, SBIC 计划是按照政府意志创建的, 由于政府行为主导带来的弊病, 至 1988 年, SBIC 管理的风险资本占全美风险资本总额的比率降至 1%, 可以说 SBIC 计划遭到了彻底的失败。原因是它本身靠贷款, 无法长期维持。

美国经济学家对 SBIC 计划失败的原因进行了大量的研究, 主要结论有:

第一, 政府以四倍的杠杆向中小企业投资公司发放优惠贷款, 表明在 SBIC 计划中风险投资的主体已经是政府, 而不是民间; 同时, 发放优惠贷款也不符合风险投资的股权投资性质, 为中小企业投资公司提供了寻租的机会; 中小企业投资公司面临着还款压力, 还要向政府支付一定的利息, 于是, 它们将政府贷款转贷给经济效益较好的普通工商企业, 以赚取利差。这样, 政府的贷款中有很大部分并未能用于风险投资。这从一个侧面反映了政府的监管能力是多么有限。

第二, SBIC 计划失败的原因还在于, 这一计划从开始就有一个错误的假定, 认为政府能够判别向哪个企业项目投资会获得较高的经济效益和社会效益。而许多经济研究都表明, 政府不具备这种能力。

第三, 中小企业由于有政府的大力支持而又缺少对风险投资家的激励机制, 难以培养和吸引高素质的风险投资人才, 因而造成管理不善和严重的亏损。总之, 美国中小企业投资公司计划的失败表明, 政府不应当主办或主导风险投资。

在中国，过去较长时期里，因计划经济形成的政府依赖作用挥之不去。若政府出钱投资于风险企业，这笔钱自然被认为是政策性资金，等于是财政无偿拨款，或有去无回，或平均主义洒胡椒面，因支持强度不够而起不了作用。而政府在风险投资中的“积极”参与，产生了很坏的负面作用。“中创公司”被迫倒闭即是个典型。中创公司成立于1985年，那时我国的经济体制基本上是计划经济，公司由政府出资，重大事情由政府过问，经营首先考虑稳健原则。可以说中创公司基本上是计划经济的产物。政府承办风险投资公司，风险只能由政府承担。

6.3 政府角色如何定位

如上所述，各国发展的经验已经充分证明，政府在风险投资体系中扮演着重要的角色，风险投资的发展离不开政府的引导与扶持，关键是要对政府这一角色进行科学的定位。政府应该是“游戏规则”的制定者。在风险投资这个竞技场上，政府不应是主角，而只能是裁判员，政府可以通过规则的制定，促进风险投资业的健康发展。其特点表现为：在风险资本市场体系中，政府搭台，企业唱戏，政府只是提供启动基金，营造良好的风险投资发展环境。

一、建立政策法规支持体系，营造有利于风险投资的环境

1. 通过出台国家大政方略，建立国家创新体系，改革科研激励机制，提高科技成果的创新性、可转化性和市场化潜力，为科技风险投资提供源头。如进行组织创新，集中力量办好科技工业园区，建立各种类型的科技成果“孵化器”，为科技风险投资提供配套环境和载体，营造“硅谷土壤”。

2. 创建有利于风险投资的法律环境，制定完善的风险投资市场法规和监管法规，为风险投资的正常运转提供法律保障、制度环境。西方国家的风险投资业之所以如此发达，一个十分重要的前提是拥有健全的发展风险投资的相关法律法规体系。相比之下，我国还没有一部风险投资方面的法规出台，如市场急需的一部法律是《风险投资基金管理办法》，该法必须对风险投资基金的发起与设立、募集与交易以及运作的全过程作出具体规定，使得风险投资基金在资金筹集、项目选择、知识产权保护等方面，以及政府对风险投资基金的监管方面都有法可依。除此之外，考虑到我国风险投资业还不够成熟，管理条例中还应包括以下几方面内容：对风险投资基金的投资范围作出限制，保证资金真正用

于高技术产业化的风险企业；限制基金承担无限责任，保护投资者的利益；对基金管理人的资格提出明确的要求，以保证基金的正常运转等。

阻碍我国风险投资发展的另一个法律问题是《公司法》中对技术入股占注册资本的比例规定了 20% 的上限。在知识越来越重要的今天，20% 的比例显然不能代表一项技术的价值。软件行业是最典型的例子，在这一行业中，有形资产的使用相对很小，而无形资产则重要的多。因此，《公司法》中的这一限制应逐步放松，对那些从事高新技术的风险企业则不作上限的规定。

3. 明晰产权，特别是加强知识产权的保护。让技术要素参与分配，通过技术股、创业股、管理股、风险股等制度建设形成对创新者、创业者、投资者的激励机制。按照科斯定理的表述，只要产权是明晰的，并允许经济当事人进行自由交易，那么在交易成本为零或者很小的条件下，无论开始时产权赋予谁，市场均衡的最终结果都是有效率的。而我国高科技产业的产权的界定，一直是一个恼人的问题，更不用说为数众多的国有企业了。以四通为例，它明晰产权拖了 11 年，而联想，迈出第一步也花了两三年。至于知识产权的保护滞后，可以和印度来比较。应该说，我国的软件业和印度几乎同时起步，但十几年后，我们已经落后了一大截。我们不能不承认，对于知识产权的保护不够，是我国软件业落后的重要原因之一。

二、政府财政资金的正确引导和适度扶持

在风险投资的起步阶段和风险资本短缺时，政府直接投入资金一方面可以弥补资金的缺口，另一方面可起到引导和示范作用。许多发达国家都曾采用这一手段去扶持风险投资，并起到了积极的作用。但直接投入应限制在一定的规模上，并注意投入的阶段性的，还要在起到其预期作用后寻找机会及时退出。

对风险投资业进行正确引导和适度扶持：其一，任何产业和企业的发展都需要一定的市场与环境条件，风险投资是一种特殊的行业，对资本、法制、人才、市场机制等条件的要求更高，政府应在满足这些条件方面充当无可替代的角色；其二，由于风险投资本身的特点，其战略重要性无法在追逐商业利润的市场上由市场信息及投资风险企业的成本—效益关系完全反映出来，风险投资的发展难以“自动”达到与其战略重要性相符的水平。这就需要政府从全局的高度和长远的目标出发，采取措施，鼓励并支持风险投资的发展，如按照“官助民办”方针设立政府种子基金。

“官助民办”的主要思路是政府资本投入风险投资基金，但不控股，让民间投资主体进行管理营运。以民间资金作为主体，政府资金引导。政府出种子基金，或者建立高回报的投资制度。政府对风险投资主要扮演“引导”的作用，达到“四两拨千斤”的效果，调动社会投入，为企业进入风险投资领域铺平道路。这方面，北京中关村科技园区政府已经开始的有益的尝试，中关村从2001年起设立了政府跟投基金，本章后面将有进一步的论述。

所谓政府的种子基金，即是对处于研发阶段的创业项目所投入的资本金。由于此阶段只有投入，没有产出，一般民间资本很难冒如此大的风险进行投资。众所周知，在各国经济发展都呈现周期性变化的情况下，每一次促使生产从停滞、萧条阶段走向复苏阶段的重要因素是固定资产更新，而固定资产更新又是以新技术、新工具的出现为前提的，研发阶段正是许多技术由萌芽走向成熟并广泛运用的必经阶段。鉴于此阶段巨大的风险性以及对经济发展的重要性，在民间资本难以有效参与的情况下，许多国家的政府义无反顾地承担了投资责任。日本早在70年代就规定，凡企业利用风险资本实施新技术、新产品开发，均可从政府得到约占其开发总支出的1/2或1/3的补贴，澳大利亚企业科技开发费的60%由政府通过免税方式提供。

这里有必要强调的一点是，政府基金不能主导风险投资。我国风险投资发展初期，各级政府都设立了一些科技投资基金，这是一件好事。但从其方向和方式来说是有问题的，反映的是计划经济时期的思维方式。政府基金只能起引导、催化剂的作用，而不能成为风险投资的主力。

三、税收优惠，是政府激励风险投资发展的助推剂

在税收政策的问题上，美国政府有着更深的体会。1978年，美国国会不得不取消1969年提高税率的决定，把资本收益税率从49%降到了28%，从而使资本投入比前一年激增到5.6亿美元。1981年又将风险企业的所得税率降至20%。具体作法是：风险投资额的60%免除征税，其余的40%仅课以50%的所得税。这一措施的实施使美国风险投资新增资本金，在20世纪80年代初期大约以每年46%的幅度激增。

法国在1985年颁布的85-695号法案中规定，风险投资公司从持有的非上市公司股票中获得的收益或资本净收益可以免交所得税，免税数额最高可达收益的三分之一。

英国于 1983-1993 年实施了“企业扩大计划”；规定投资者向未上市的公司进行投资可以享受个人所得税减免优惠。条件是投资者可直接或通过投资基金进行投资，但投资必须是新的风险性股本，并且至少持股 5 年。

比利时政府规定，高新技术企业享受免 10 年所得税，金额不超过当年公司自有资本 13%，免 10 年资产注册税和资本利得税，免 10 年 25% 的投资税，免 10 年在公司从事创新工作的自然股息收入所得税的 50%，全免职工股息所得税，免 10 年留存利润税和按股分红的所得税，免 10 年不动产预扣税和动产预扣税。

新加坡的税惠鼓励包括：一是对公司及个人的创业投资活动，允许投资于先进科技项目的损失可以抵扣其他课税；二是区域的创业投资基金若能够提升科技或生产水平，可以免交 5-10 年的所得税；三是创业投资基金管理公司，来自管理费和红利部分的收入，可以最长免税 10 年。

台湾从 1983 年起，对企业和个人用于创业企业投资的资金，可以在两年中抵交所得税 20%，这一政策于 1999 年即实施 17 年以后终止。

我国对高新技术企业有一些比较优惠的税收政策（如在实验区内成立的高新技术企业可以享受所得税免三年、减三年的优惠，从第七年开始按 15% 的税率征收）。但优惠性税收政策的细化程度和措施力度明显不及风险投资发达国家。如在增值税方面，由于高科技产品的附加值高，销项税额外负担也高，消耗的原材料少，允许其抵扣的进项税额少，从而使科技企业承担的增值税比一般企业高，这会打击风险企业技术创新的积极性。

而另一个更为严重的问题是：以往的税收优惠政策都是针对高新技术企业的，而对风险投资机构和风险投资者并没有税收优惠。此外，我国现行的政策是按一般实业投资公司的税收规定向风险投资公司征税，对投资人分得的收入又征一次税，这种重复征税的做法不合国际惯例（在国际上，风险投资公司多采用有限合伙制，在税收制度上只对合伙人征收个人所得税，而对合伙企业不征所得税）。双重征税制度会大大提高风险投资的成本，相比之下，低风险、低回报但回收快的投资比风险投资更有吸引力，这就阻碍了资本向风险投资领域的流动。

作为一个完整的科技创新体系，作为一个有效率的风险投资体系，我国政府应该对风险投资公司给予与科技企业相应的税收优惠待遇。可考虑的税收政

策有：（1）降低高技术风险企业所得税，其中在创业初期可免征所得税，之后随企业发展逐步提高税率。（2）对高技术企业投入的研发费用可部分抵扣所得税，鼓励其进一步创新。（3）对专门投资于风险企业的风险投资基金免征所得税。（4）风险投资基金向投资人分配所持证券时免征资本收益税，只是在这些证券出售变现时才征收资本利得税。

四、政府信用担保制度

毫无疑问，政府是最具有信用能力的机构。在目前银行信用仍占主导地位且银行仍以“安全第一”为经营原则的情况下，由政府来为风险投资项目提供担保是促使银行资金进入该领域的最为直接有效的途径。

政府信用担保是风险投资发展的放大器。世界各国为了鼓励银行等金融机构支持风险投资业发展，普遍选择了政府担保的手段，并采取以少量的政府贷款，带动民间资本投向风险投资。早在1953年，美国就成立了中小企业管理局（SBA），承担对高科技中小企业的银行贷款提供担保，贷款在15.5万美元以下的提供90%的担保，贷款在15.5-25万美元的提供85%的担保。1993年，美国国会又通过了一个法案，该法案规定，银行向风险企业贷款可占项目总投资的90%，如果风险企业破产，政府负责赔偿90%，并拍卖风险企业的资产。英国于1981年开始“信贷组织计划”，规定银行向风险企业提供贷款，如果风险企业不能归还，贸工部将以2.5%的年利率、归还债务的70%，这种政府担保使大量民间资本投入风险投资行业。

根据我国的实际情况，可以考虑政府在以下几方面有所“为”：由国家和地方财政出资成立专门的风险投资担保基金或公司；由政府、银行及民间资本合资设立担保公司；作为比信用担保更符合市场经济运行法则的措施，国家应建立风险投资的保险保障体系，如可由政府组建高新技术风险投资保险机构，或采取措施允许和鼓励现有的保险公司开展风险投资保险业务，两者相互支持，相互补充，为高新技术风险投资的发展消除后顾之忧。

凡欲取得风险贷款和科技专项贷款的单位，只要银行认为有必要，均可要求其提供合格的担保。对于较大型的项目，可多家机构联保以分散风险，确保一定数额的金融资本在严格的审查和监督下流向市场前景广阔的领域，提高科技成果的成交率以及企业采用高新技术的积极性。

政府为风险产业提供的担保制度，可以起到“以小搏大”的作用，带动大

量的民间资金流向这个产业。以美国为例,美国政府设置了信用担保公司和信用担保基金,为其新技术企业的投资提供担保。投资一旦发生损失,担保公司承担其中的70%~80%。英国政府也从1981年开始实行“信贷担保计划”,其中规定,风险企业向银行获得贷款若到时偿还不了债务,贸工部将以2.5%的年息偿还债务的70%。这无异于给风险企业吃了“定心丸”,而我国民间投资的不活跃,不能不说与政府在这方面工作的不足有关。

五、风险投资保险机构

为了防止风险投资公司、风险企业由于承担过大的风险,造成严重亏损甚至破产倒闭而对国家金融秩序、经济发展和公众利益造成损害,并且妥善地解决和处理风险投资基金或风险投资公司、风险企业破产以及相互兼并的问题,许多国家都建立了风险投资保险制度。主要做法是:设立风险投资保护协会,要求所有注册的风险投资基金或风险投资公司、风险企业必须成为该协会会员,并交纳一定比例的会费,以建立风险投资保险基金,用于风险投资基金、风险投资公司、风险企业财务困难或破产时的帐务清偿。该制度的作用,首先对风险投资经营机构的经营状况进行监督,当风险投资机构面临经营困难和破产时,风险投资保险机构给予资金上的援助和对其资产、债务进行清理,并对投资者按有关规定给予补偿;其次能监管风险投资经营机构的兼并行为,以防止在兼并过程中发生损害投资者利益、危及风险投资市场稳定发展的行为。

六、建立政府金融导向机制

从政府的功能来说,仅有风险投资基金是远远不够的。从美国的成功实例来看,其中重要的经验是建立了资金的导向机制和完善的资本进入和退出机制。

知识经济运行的基本主体主要是两部分,即基础科学的研究,以及应用科学的研究与开发。基础科学研究是知识经济的基础,是技术创新的知识来源,但由于不能直接产生经济效益,而且常常投入大、研究周期长,因而这部分研究需要政府来承担,应用科学研究与开发是连接基础科学与社会生产的桥梁,能直接将知识转化为生产力,能直接带来经济效益,因而可以也能够吸引民间资金加盟科技的研究开发。但这一部分的研究开发不仅充满风险,而且投资量也比较大,因而非一般投资者所能为。因此,将应用科学的研究开发推向社会当以民间资金相当充裕为前提,并建立一套完善的资金导入机制。

世界上科技发展主要有两种典型模式，一种是以美国为代表的政府主导型发展模式，另一种是以日本为代表的自由发展模式。政府主导型发展模式是一种科技综合发展模式，即在政府主导下均衡发展基础科学和应用科学。自由发展模式即科技进步主要来源于企业生产过程中实际需要的技术创新，由企业自主投资研究开发，主要侧重于应用科学的研究。从实际效果来看，似乎政府主导型发展模式比较成功。日本虽然善于技术开发，在应用技术方面有独到之处，但由于基础科学研究水平较低，近年来明显后劲不足。

实践证明，在需要大量投资的科技研究领域，政府主导是非常必要的，尤其是科技、经济都不发达的发展中国家进行政府主导更不可少。其中包括由政府制订科技发展战略，采取适当措施鼓励科技投资，支持科技发展。对于基础科学的研究，政府加大投入力度；而对于应用科学的研究开发，政府应制订一些措施鼓励民间投资，并建立一整套机制使民间风险资本既愿意投资，又能顺利退出。还需要政府进行金融制度创新，包括政府财政投资创新、投融资体制创新、信贷体制创新、金融工具创新、金融市场创新等。

在资本方面，传统创办新项目的资金来源主要有三种方式：（1）一些大企业集团自身有着雄厚的资金，可以供高新技术项目的研究、开发和投产。但是，企业的项目往往都是急功近利的，对基础研究很难引起兴趣；（2）向银行贷款。但在通常情况下，高科技投资往往很难得到银行的认可，高科技固有的高风险性与银行的稳健经营原则是一对不可调和的矛盾。（3）寻求政府科研资金资助。而政府的科研资金本身相当有限，除了一些国家重点项目能获得支持之外，其他企业或个人的研究项目很难得到资金支持。所以，这些传统融资方式已很难满足知识经济大发展的需要，必须寻求新的融资途径，进行金融创新，进行风险投资制度上创新。因而，引进风险资本成为一种新的策略。风险资本不仅向新企业注入资金，而且提供建立新企业、制订市场战略、组织和管理所需的技能，其投资选项过程实际上就是新技术不断淘汰、不断创新过程。

6.4 可借鉴的政府资本投入方式

风险资本主要来自“民间”，民间资本是风险投资的主体。但是，为扶持、引导风险投资的发育、成长，政府必须有一定的资本投入。借鉴国际上的经验，政府对风险投资业的资本投入可考虑股权投资、补助和优惠贷款三种方式。

一、股权投资

股权投资是政府直接以风险投资者的身份将资金投向某些项目。主要有设立政府独资或有政府背景的风险投资公司和设立种子基金这两种方式。欧洲很多国家,例如英国、法国、德国、比利时都有“国有”风险投资公司。1981年成立的“英国技术集团”就是英国最有影响的国有风险投资公司之一,它由英国企业局和国家研究开发公司共同创立,成立至今已先后向430多家中小企业进行风险投资,总金额达到3亿英镑。德国和澳大利亚则有政府与私人共同筹资的“合资”风险投资公司。

对于风险投资业处于初步发展阶段而且风险资本严重不足的发展中国家和地区来说,国家资本在风险资本形成中的作用更为重要。1985年新加坡政府经济发展局即成立创业投资基金,用于投资新创企业;1995年,政府设立5亿新元的风险投资基金;1997年再拨款10亿新元作为风险投资基金资本金。台湾从20世纪80年代开始重视风险投资活动,在初期,公共财政提供了主要的风险资本,组建风险投资公司和基金,其中,种子基金达数十亿元新台币。

政府投入种子基金可有两个方面的作用:一是弥补私人投资者所投种子期企业的一部分损失,以鼓励私人投资者把更多资金投向种子期企业;二是专门用于购买私人投资者种子期投资的项目股权,使其投资收益兑现在种子期。

股权投资是政府对风险投资最直接的支持方式,但为避免产生负效应,在操作中必须注意:(1)投资目标应该是确有发展前景、“暂时”因某种原因还没有被民间资本“相中”的企业;(2)投资规模多以起到“启动”作用为限,即既要达到鼓励私人资本投入的目的,又要严格注意防止产生挤出效应(即将民间资本挤出某类企业或市场);(3)投资管理不一定由政府直接管理(事实上,欧美等国的很多这种政府资金都由私人投资经理管理);(4)期限应与民间资本一样,把握时机及时退出。

二、政府补助

政府补助是风险投资发展的启动器。政府财政补助是指向风险投资者和风险企业提供的一种无偿的资助。它是一种宏观经济调节手段,它可以影响相对价格结构,从而改变资源配置结构、供给结构和需求结构。风险投资中的财政补贴无偿对风险企业注入资本,改变风险投资的盈利水平,一方面分担了风险

投资者的投资风险，使现有的风险投资项目得以发展，另一方面对民间风险投资又起到了一种导向作用，可以带动民间资本向风险投资业的进入，有利于发展新的项目。

政府补助作为一种调节手段，其使用范围及规模有一定的限度，超过这个限度，有利作用就可能减少，甚至产生消极作用。因为调节手段主要是为了纠正既定经济运行机制所产生的不利后果，使社会经济能够实现自己的目标，所以财政补助只是一种辅助手段。

政府补助一般分为三种：政府直接补助、匹配补助和为弥补亏损的补贴。

第一，政府直接补助。德国有一项政府实施的风险企业资助计划，对成立不足3年、10人以下的新技术工商企业给予资助。按照这一计划，中小企业委托科研单位搞合同研究项目，可以得到40%的资助经费。德国研技部每年向中小企业提供的技术开发资助金约在50亿~60亿马克之间，占工业部门研究总经费的18%。加拿大安大略省为鼓励私人风险投资的发展，对向高技术风险企业投资的个人入股者给予投资总额的30%的补助金。澳大利亚政府于1986年实施“研究开发资金计划”，为那些无力享受让税政策的小企业和刚刚开办的小公司提供资助。凡创建不满3年、经营额不足100万澳元，或10人以下的从事技术创新活动的公司，经申请可获得2.5万~200万澳元的资助额（一般为20万~30万澳元）。美国的《小企业发展法》明确规定：年研究开发（R&D）经费超过1亿美元的国防部、国家科学基金会等部门实施小企业创新研究计划，每年拨出其15%的研发经费支持风险企业的创新活动。但是，补贴的条件是政府部门对风险项目要严格评审。

第二，匹配补助。政府对风险企业的补助除直接补助外，还有一种“匹配补助”，即政府在提供补助时要求被补助的公司或企业有相应的匹配资金。如美国“小企业创新研究计划”就优先考虑有私人后续资金的风险项目。据统计，这项计划的投资与私人资金匹配的比例为1:5。挪威科学和工业技术研究理事会下设的高技术风险投资公司也采取匹配资助的方式。政府对风险企业的补助，无论是直接补助还是匹配补助，实际上也起到了为风险企业提供种子资金的作用，它一方面分担了风险投资者的投资风险，另一方面对民间风险投资又起到了一种导向作用，可以带动民间风险投资的发展。

第三，亏损补贴。政府对风险企业提供补助的第三种方式是对高技术风险

企业提供亏损补贴。这是一种属于事后补助性质的补助，它虽然不具有启动资金和种子资金的作用，但在一定程度上减轻了风险投资者和风险企业的后顾之忧，因此对于风险投资的发展也是十分重要的。

三、优惠贷款

优惠贷款体现政策倾斜。优惠贷款指政府用无息、低息或贴息等手段支持有潜力的风险投资项目。风险企业的项目具有极高的不确定性，银行等商业金融机构往往不愿意借贷，或只愿意以企业难以承担的高利率借贷。没有政府的优惠贷款，许多风险企业的项目将因缺少资金而不能面世。因此，优惠贷款对风险投资的促进作用也是直接而有效的。与股权投资相比，优惠贷款强调了风险企业的自主性——只向企业提供资金，如何运用这笔资金则由企业自行确定，政府不进行直接的行政干预，有利于风险投资者和风险企业发挥主动性，从而提高效率。优惠贷款的方式在一定程度上分离了政府行为与企业行为，符合市场经济的要求。

优惠贷款在无私人部门借贷时，政府担当直接贷款人；即使有私人部门借贷，也同样可以通过低利率、债务展期及债务豁免等附加优惠条件的方式来提供贷款。早在 20 世纪六十至七十年代，美国政府即通过颁布“中小企业投资法”对由中小企业局批准成立的小企业投资公司提供 4 倍于其投资的低息贷款。在八十年代前期，日本在科学技术厅之下设立新技术开发事业团，对风险较大的高新技术企业提供不超过 5 年的无息贷款，若开发失败，贷款可以不还。日本还建立了“中小企业金融公库”、“国民金融公库”、“工商会金融公库”等机构为一般中小企业提供优惠贷款。

6.5 政府资金如何支持中小企业技术创新

一、利用政府资金支持中小企业创新的原因

中小企业自身财力有限，而创新活动所带来的风险又使他们很难通过一般的融资渠道获得资金，资金不足是中小企业技术创新最主要的制约因素之一。如何为中小企业扩大资金来源，拓宽融资渠道，是政府的一项重要任务。

经验证明，风险投资是创新过程中最重要的资助方式。因此，发展风险投资已经成为许多国家促进中小企业技术创新的有效手段。

政府大多通过营造投资环境，调整财税政策，提供技术信息服务等间接措施支持风险投资和中小企业创新，如通过改善金融结构和管理体系刺激风险资本的供给，为创业者提供优惠的税收政策，加强知识产权保护等。此外，许多国家也利用一定的政府资金，通过实施相关的政府计划，以更直接的方式来调动风险资本支持中小企业创新。这样做的主要原因是：

1. 政府风险投资计划可以产生更大的社会效益与一般商业性风险投资不同的是，政府的风险投资计划通常是为了获得公众利益，即推动创新，促进经济增长和创造就业机会。政府可以通过计划的设计重点支持创造就业前景好的小企业，或者，专门支持开发长期经济发展所需的关键技术的企业。

2. 政府风险投资计划有助于填补“投资空白”。由于受到其自身规模和财务状况的限制，中小企业很难从商业银行获得贷款，技术型小企业所遇到的问题尤为突出，因为他们往往不具备足够的有形资产作为贷款抵押。另一方面，通过资本市场直接融资对小企业来说可能性更小，因为资本市场往往具有歧视性，只青睐那些成熟的大企业。即使是商业性的风险投资，也往往偏向于那些商品化程度较高、比较安全和成熟的项目，以最大限度地获得投资回报。因此，那些处于起步期，技术风险较高的小企业就成了“投资空白”，政府计划的意义就在于可以通过有目的的参与和引导，填补这些空白，为中小企业的创新活动提供资金保障。

二、政府资金对中小企业创新的支持方式

从总体上看，以支持创新为目的的政府计划主要有两大类型：（1）为风险投资公司或小企业直接提供资金；（2）为向风险投资基金或小企业的投资提供金融激励；在这些计划中，政府资金的主要用途包括无偿资助、股权投资、政府贷款和担保等，前三种方式属于直接提供资金，而担保则是提供金融激励的重要手段。以下将重点从直接提供资金这个方面介绍一些国家的有益实践。

无偿资助

无偿资助往往是以直接从事创新活动的小企业为支持对象的。为了支持小企业创新并为商业性风险投资创造潜在的投资对象，政府可以通过实施相应的专项计划，利用政府资金直接支持小企业的研究开发和创新活动而不获得任何股权。其中较为成功的是美国的小企业创新研究（SBIR）计划和小企业技术转移研究（STTR）计划。

小企业创新研究 (SBIR) 计划是美国政府直接支持中小企业技术创新的专门计划, 于 1982 年正式设立。该计划的主要宗旨是鼓励中小企业探索其自身的技术潜力, 并促进其商业化发展。通过将一定比例的政府部门的研发经费专门用于支持小企业, SBIR 计划为小企业提供了新的竞争机会, 使其得以在同等水平上与大企业公平竞争。参与 SBIR 资助的政府部门每年划拨其一定比例的研发经费用于支持 SBIR 计划项目, 各部门分别确定研究题目并发布项目指南, 受理项目申请, 通过合同或赠款的方式为项目承担者提供资助。

SBIR 计划将支持的项目分为三个阶段并直接为前两个阶段的项目提供资助。第一阶段: 指起步期项目, 项目内容为探索新构想或新技术的技术价值和可行性。SBIR 计划最多可提供 10 万美元的资助, 项目完成时间为 6 个月。第二阶段: 指对第一阶段的研究成果进行拓展的项目, 项目内容包括开展研发工作并对其商业化前景进行估测。只有获得第一阶段资助的项目才有资格申请第二阶段资助, 最大资助额为 75 万美元, 最长时间为两年。

6.6 政府角色的一次尝试: 中关村设立跟投基金

一、融资困难已经成为阻碍创业发展的一个主要因素

至 2002 年底, 中关村净资产 1000 万元以上的企业已有近 600 家, 但创新与创业仍是发展中关村的当务之急。中关村独具的人才优势、政策优势与创业氛围, 正吸引越来越多的海外留学人员归国创业。这几年全球 IT 业的不景气, 造成国外大型跨国公司持续裁员, 更助长了这种势头的发展。在此大环境下, 大批留学生归国创办企业, 其中, 中关村地区接纳的归国留学生最多。

然而, 融资困难已经成为阻碍创业发展的一个主要因素, 中关村科技园区内中小企业有不少因缺乏资金而影响成果转化和市场开发。北京市曾建立了 5 项总额为 10 亿元的高科技企业创业投资基金和担保基金, 但还不能满足首都高新技术产业发展的需要。中小创业企业发展是中关村科技园区兴旺的关键。但是资金缺乏一直是困扰创业企业发展的难题。中小创业企业资金需求量很大, 每年大约 90 亿元。中关村科技企业大都是靠信用负债扩大资产规模和经营成果, 负债多的企业发展快一些, 负债少的企业发展反而慢一些。目前中关村每年倒闭的企业中, 许多是因为流动资金枯竭停业的。如 2001 年上半年银行对中关村科技企业的贷款增加了 66 亿元, 但是在中关村 6690 家企业中只有 424 家

有贷款，也就是说中关村 93% 以上的企业没有得到贷款。一是部分科技企业技术含量不理想，产权不清，经营水平有缺欠，另一原因就是银行要求避免风险，而对企业的信用程度不了解，就无法贷款。据了解，中关村有更多创新项目正期待资金的支持。比如，HNC 自然语言信息-知识转换技术、方正打印机的生产及研发项目、华联验印系统、基于 ISDN 视频通讯系列产品、通信天线、台式读写器、新型功能性牙膏、生物富集技术开发高营养功能食品、基因重组人粒细胞集落刺激因子（G-CSF）生产项目、基因工程干扰素项目等。

二、中关村政府跟投基金

正是在此背景下，为了发挥政府在风险资本市场中的特殊角色的作用，中关村科技园区管委会设立了跟投基金，具体名称为“中关村科技园区创业投资引导资金”。其主要用途是对经园区筛选批准的风险投资机构提供项目的跟进投资资金。首期基金规模为 7000 万元人民币，资金来源于中关村科技园区发展资金。跟投基金投资的项目应该符合以下条件：

1. 投资范围中关村科技园区；
2. 以创业期的企业为主；
3. 引导资金的每笔投资占风险投资公司所投资项目投资额的 5-30%；
4. 引导资金的单笔投资额为 30 万-300 万元。

根据《中关村科技园区创业投资引导资金》实施办法，中关村科技园区管委会委托北京市新技术产业发展服务中心按照一定的标准进行风险投资机构的资格认定，主要条件有：（1）注册资本金为 1000 万元人民币以上；（2）公司的运作规范（如具有科学合理的项目评估标准、高效灵敏的投资决策程序，具有很好的激励约束机制）；（3）公司已有成功的投资案例，或者被投资企业经营状况良好；（4）主要管理人员具有丰富的专业知识和投资经验，有良好的业绩纪录。在上述条件中，如果投资机构的投资业绩极为突出，或者具有来自海外背景的管理团队，则其他条件可适当放宽。

当风险投资机构选定项目后，跟投基金将比照优先股的方式跟进投资。比照优先股的含义是指跟投基金的受托机构北京市新技术产业发展服务中心不参与投资机构的投资决策，也不参与被投资企业的经营管理。如果跟投项目发生破产清算，则北京市新技术产业发展服务中心按照投资比例，承担以投资额为限的损失；如果投资成功取得回报，其跟进投资取得的投资收益按照 5：5 的比

例与投资机构之间进行分配，即跟投基金一旦获得投资利润，跟投基金只拿一半，另一半归风险投资机构所有。

三、如何发挥跟投基金应有的作用

应该说中关村设立跟投基金的初衷是良好的，试行一年中也取得了一定的影响。但是，效果不显著，一年里，在首批获得资格认定的 16 家风险投资机构中，只有 4 家机构申请了跟投基金，中关村首批 7000 万元基金仅仅用去了很小一部分。主要原因在于：跟投基金在跟投项目中所占的比例及绝对投资额太小，发挥的作用有限（跟投基金刚开始试行时，跟投比例只有 20%），投资机构和创业企业兴趣不大。许多 VC 机构没有找跟投基金，干脆自己单独投项目。因此，要更好地发挥政府跟投基金应有的作用，必须提高跟投的比例，如提高到 40-50%，而且只支持：① 符合国家和本区内产业政策；② 支持的项目所在行业的风险相对较大；③ 项目总投资规模不是很大；④ 初创企业、种子期企业。

6.7 政府国有风险投资机构必须甘当“守门员”

江苏省地方政府所属的国有风险投资机构，在风险资本市场这个“足球场”上不再冲锋射门，而是当起了国有风险投资的“守门员”。2001 年 8 月，他们从具体项目的遴选和管理等繁杂事务中抽身而出，首次招聘基金管理者时，曾在业界引起广泛关注。2002 年二度公开招聘管理者，说明“江苏高新”认为“守门员”的位置更适合自己。

首次是上海的两家民营公司中标，分别托管了江苏省 6 千万和 3 千万的两笔国有风险投资—政府风险基金，由民营公司、而且是外地的民营公司管理，从中不难看出江苏省改革国有风险基金运作机制的魄力。谈起第一批中标的两家上海民营公司，江苏这家公司的风险投资事业部总经理郭顺根说，上述两家公司受聘管理江苏省政府设立的风险基金，并非因为是上海公司，也不因为是民营公司，它们都是根据江苏高新的招聘条件经层层筛选脱颖而出的。它们是外地的、民营的公司，那仅仅是碰巧而已。这次的招聘，同样只看标准，不问“出身”。

1992 年，江苏省财政拨款，成立了江苏省科技发展风险投资基金。经过 2000 年 5 月的重组，这笔基金的总规模已经扩充到了 6.5 亿元。重组前，这笔基金一直由江苏省高新技术风险投资公司直接管理和运作。改为聘请专业风险基金

的管理人，是不是把自己的钱“冒险”交到别人手中去经营？“江苏高新”念的是怎样的一本“生意经”呢？郭顺根介绍说，按照“江苏高新”和受聘管理人的合作方式，基金管理人每年可以拿到2%到3%的管理费用，同时，作为激励他们可以拿到项目成功后资本增值部分的30%。在确定风险投资项目之后，基金管理人必须拿出投资总额10%的资金与江苏高新技术风险投资公司的90%的资金捆绑在一起，投入风险企业。另外，管理人还需再融资同等款额投入所选中的企业（必须是江苏省内的高新技术企业）。这样，不仅管理人的利益和他们的工作成果紧紧地结合在一起，而且多了一个融资的渠道，“江苏高新”以这样的办法利用自己的资金“拉进”了民间资本，使风险投资如同雪球一般越滚越大。

操作听起来很简单，其实“守门员”也并不好当。据介绍，除了以上谈到的对基金管理人的“制度化约束”，江苏高新选择风险基金管理人还有诸多条件，他们要对应聘公司的资质进行考察。首先，应聘管理人的公司注册资本不能低于500万元人民币或60万美元，同时董事长或总经理所拥有的股份不能低于10%。由于风险基金的管理和运作有其特殊性，所以这样的条件能够保证管理人具有较高的工作效率和风险意识。此外，还要看基金管理者是否有可靠的融资渠道和优良的业绩，等等，“江苏高新”恨不得将受聘公司放到显微镜下细细考察。如此这般千挑万选出来的“前锋”，其“射门”水平该是可以信赖的吧！

第七章 制度创新研究之三：风险资本的退出路径

风险资本的最大贡献是对代表新经济的创新科技产业的投资，风险资本的生命力在于投入资本尽快地实现增值以后的成功退出。风险资本退出机制作为风险资本市场体系中的一个重要环节，是风险资本规避风险收回投资并获取收益的主要方式。因此，建立风险资本的市场退出机制是扩大风险资本来源的关键因素。风险投资如果没有顺畅的退出渠道，必将严重制约风险资本市场的健康发展。本章立足风险资本的特点，根据我国风险资本市场的现状，分析研究风险资本的退出路径。

7.1 风险资本的特征

一、风险资本的最大特点是高风险、高收益，追求资本增值后的退出

风险资本（Venture Capital）是指由投资专家管理、投向年轻但拥有广阔发展前景、并处于快速成长中的企业的资本，它是一种高风险与高收益机会并存的投资。风险资本家主要以出售股权获取利益为目的，其特色在于甘冒风险来追求较大的投资报酬，并将回收资金循环投入类似高风险事业。风险投资家不仅投入资金，而且还利用其专业化优势和长期累积的经验，向投资企业提供一整套涉及管理、机制转换、项目运作和公司上市。

风险资本所面临的高风险主要体现在：风险资本选择的投资对象大多是处于发展早期阶段的中小型高科技企业（包括企业的种子期、导入期、成长期），这些企业存在较多风险因素。处于种子期的企业，从技术酝酿到实验室样品，再到粗糙的样品已经完成，需要进一步的投资以形成产品。此时技术上还存在许多不确定因素，产品还没有推向市场，企业也刚刚创建，因而投资的技术风险、市场风险、管理风险都很突出。处于导入期的企业，一方面需要解决技术上的问题，尤其是通过中试排除技术风险，另一方面还要制造一些产品进行市场试销。投资的技术风险、市场风险、管理风险也同时存在。处于成长期的企业，一方面需要扩大生产，另一方面需要增加营销投入开拓产品市场。此时，

虽然技术风险已经解决，但市场风险、管理风险加大。尽管此时企业已经有一定资金回笼，但由于对资金需求很大，加上公司原有资产规模有限，因而投资风险仍然较大。

风险投资虽然投入的是权益资本，但他们的目的不是获得企业所有权。风险投资家常说：“我们并不想控股，我们要的是增长。我们要的是收益。”这句话道出了风险投资家的目的。他们投资的目的不是控股，他们的目的是退出（Exit），是带着丰厚利润和显赫功绩从风险企业退出。退出政策（Exit Policy）是风险投资公司规划中至关重要的一部分。

二、风险资本运作过程中的三个特征

第一，风险资本是一种具有一定期限的权益性资本投资。一般而言，风险资本在投入之初就已大致计划好了撤出时间，一般为3到7年。尽管企业成功上市或并购之后持有其股份的风险较小，但风险资本家一般并不眷留于此。在撤出资金后，他们将把套现获得的本利投入到新一轮的风险投资中。对于风险企业而言，其拥有的宝贵财产主要是智慧与技术，通常没有足够可供担保的实物资产，且借贷融资需要还本付息，因此，难以以传统方式进行融资。而风险资本正好弥补了这一缺口，它以权益资本或准权益资本的方式注入资金，从而使风险企业得以在一定期限内安心发展，使风险企业采取长期行为，这是风险资本与借贷等融资方式的重要区别。由于处于发展初期的小企业很难从银行等传统金融机构获得资金，风险投资家对它们投入的资金非常重要

第二，以资本增值方式实现风险资本的投资回报。风险资本家并不苛求风险企业在短期内（如两三年内）有回报，着眼于企业的长期增值，在适当的时候通过出售所持风险企业股份撤出投资，投资回报以资本增值的方式来实现。

第三，单项投资成功率低、单项投资回报率高，综合投资回报率高。风险投资项目的成功率非常低，根据国际风险资本市场的经验，一般来说，每10项投资有2项是彻底失败的，投资全部损失；有3项是部分损失，有3项是不赢不亏的，只有2项是能够成功的。不过一旦成功的话投资就会给风险资本家带来丰厚的回报。它不但足以弥补其他失败项目的亏损，还能有丰厚的综合投资回报率。

7.2 风险资本实现有效退出的重要意义

吸引投资者从事风险投资的最重要原因是其带来的高回报。为了实现这种远远超出一般投资活动所带来的高收益,风险投资活动需要一个可靠的投资退出机制为之提供安全保障。风险投资基金最终之所以要退出的原因主要有两点:其一是因为绝大多数高科技企业的高速成长状态很难长期持续下去,所以,风险投资基金要获得最高额的回报就必须使其资本具有一定的流动性,即在被投资企业即将结束高速成长前出售对其的投资以获得高额资本收益,然后再滚动进行新的投资;其二是由于风险投资基金本身是以权益形式筹资的,必然受到自身投资人的约束,在基金的合伙契约中一般都有在一定时间以一定方式退出对风险企业的投资与管理,并为合伙人即投资者带来丰厚利润的承诺。

一、风险资本的顺利退出是投资者市场第一风险的释放和承接

风险资本退出路径是为完成风险资本的良性循环,保障风险投资和整个资本市场的健康发展的一个重要机制。如果没有灵活有效的退出机制,风险投资业将难以维系长久的发展。

这是因为:风险资本赖以生存的是高度资本周期流动,流动性的存在构筑了资本退出的有效渠道,使资本在不断循环中实现增值。退出机制处于整个循环流动的核心环节,是成功的关键,资本释放后获得的资本增值回报会促进其继续提供资金供给,因为良好的流动性和丰厚的报酬不会使其远离资本市场,这就从供给源头上确保了资本循环的良性运作。因此,能有一个有效的退出机制,使资本不断循环下去是风险资本的生命力所在,西方许多国家成功的风险资本运作都是以此为前提的。

因此,建立风险资本市场关键是建立风险资本的出口(风险释放机制)。没有出口无法切取高增长阶段的高利润,无法补偿失败项目的损失。让风险资金卷入常规企业,风险投资的功能就丧失。一般而言,一个合伙关系中有 20-30% 的项目夭折,60%左右成绩有限,10-30%成功,个别获得大成功。风险二字的含义尽在于此。关键是,能买不能卖就不能形成市场,也就没有所需要的市场力来不断吸引资金,不断支持新企业的发展。资本的顺畅退出和再次进入,不断循环运动是风险资本的生命力所在。资本的生命在于流动,风险投资者一旦进行投资,资金就将在一定时期内固化为资产。在缺乏退出机制的条件下,投资

者往往难以解决分散风险、获取投资收益等问题。

二、风险资本实现现增值退出、再次投入是创新科技产业发展的原动力

作为风险资本的主导形式的风险投资公司，其普通合伙人要在合伙契约中承诺在一定时间以一定的方式结束对创业企业的投资与管理，收回现金或有流动性的证券，给有限合伙人即投资者带来丰厚的利润。所以，风险资本家必须构思一个清晰的退出路线，以使资金安全地撤出，完成整个风险投资预期计划。风险资本投资的成功与否最后落实在退出的成功与否。我国风险投资之所以10年来没有取得大的发展，重要的一点是风险资本没有出口，使风险投资功能丧失。因此，当风险投资伴随着企业走过最具风险的初创阶段后，必须要有出口让其退出进入下一个循环，为了实现这种远远超出一般投资活动所带来的高收益，风险投资活动需要一个可靠的投资退出机制为之提供安全保障。只有这样，增值退出后的风险资本，才有可能再次投入到新的科技企业中去，风险投资对于创新科技产业的原动力就在于此。

风险资本实现增值退出，其作用主要表现在以下三个方面：（1）补偿风险资本承担的风险。由于风险投资的失败率很高，如果成功的项目没有很高的回报率，投资者损失的资金将无法得到补偿，风险投资活动也将难以继续下去。

（2）准确评价创业资产和风险投资活动的价值。对创业资产不仅要评估其即期的价值，更要评估其成长性带来的未来价值。（3）吸引社会资本加入风险投资行列，促进风险资本的有效循环。风险资本一般由职业风险投资家从社会募集而来，而风险资本的退出机制则是风险投资成功的基本保障。如果没有可行的资本退出方案，投资者不会将资金投入，风险投资活动将因难以筹集到社会资本而无法进行，投入—退出一再投入的风险资本有效循环也就无从建立。

创业者在利用风险投资时的一个最主要的心理障碍是担心风险投资在持有公司的多数股权后不再撤资，从而使自己失去对风险企业的最终控制权。实际上，风险投资公司和战略投资者不同，它们所管理的投资基金并非自己所有，而且是建立在严格的协议的基础上的，在投资期满后必须进行清算，所以创业者无须担心投资公司“赖着不走”。

三、风险资本退出对风险投资的优化作用

其一，体现在对风险企业产权制度的优化作用上。我们知道，风险资金对

风险企业的支持包括金融支持（即对企业提供资金，拥有股权）和非金融支持（即对企业的运营、管理提供咨询，并根据企业家表现进行监督控制）两方面。随着风险企业的成长，企业家接受金融服务和非金融服务方面的能力也在不断增长，而风险投资家由于专业化程度等方面的限制，更希望在新企业中继续发挥其固有优势，同时对于那些经营失败的企业，风险资本也需要撤出其金融支持和非金融支持。另一方面，在新创企业家寻求风险资本的过程中，由于一般缺乏成功创办企业的经验，通常并不要求对企业的控制权。但若企业取得成功，其能力得到投资者的认可，情况就会发生变化，让企业家获得一定程度的控制权有利于风险投资和其他股东价值的最大化。而风险资本退出后企业控制权的安排实际上提供了一种激励和制约创业家的机制，是对风险企业产权制度在选择和激励企业家方面作用的补充。股票市场由此成为判断企业是否取得成功的一个衡量手段及确保风险资本退出和风险企业家重新获得控制权的一种有效方法。

其二，体现在对风险资本（风险基金）结构和募集规模的优化作用上。风险投资者一般是通过投资风险基金的方式间接投资风险企业，体现着有限合伙制的产权安排和治理结构。风险基金的过往业绩无疑是吸引投资者的主要因素，由于基金对未实现收益一般以投资成本入帐，因此基金有很强的动力将投资项目在基金到期前退出变现；投资者则依对风险投资的收益和风险的评估来决定是否参与风险投资，投资多少，下一轮投资中将资金投入何种风险基金。

其三，风险资本退出在风险投资中的中心地位使得致力于提高退出的效率成为必然，退出的效率体现在较小的退出成本和较高的资本收益，而不同的退出方式对产权制度的影响也是不同的，通过股票市场可将原风险资本持有的大宗股权方便快捷地出售给公众股东，再加上增发的新股，使大量新加盟的投资者进入公司所有权结构中。在这种产权制度下，企业家的控制权通过两种方式得到加强。一是企业家作为创业者往往拥有较大份额的股权。二是企业家作为管理者，即使股权份额较小，由于没有控股股东的存在，他也会成为企业的实际控制者。另一方面，在风险企业进入股票市场以后，企业也引入了新的治理机制。股票市场的存在使得股东可以利用股价显示的信息为管理层设计更有效的激励机制，比如将薪酬与股价挂钩（即指数化），或向管理层提供股票期权等。

7.3 风险资本退出路径研究

如上所述，我国风险投资市场体系中存在的最严重缺陷、也是风险投资者面临的最大的心理障碍是没有有效和顺畅的退出路径。解决风险资本的退出路径，必须从中国的国情出发，完善资本市场体系，研究风险资本的多种退出渠道。

一、风险资本市场现状

风险投资在中国的发展已经经历了十多年的时间，但至今为止尚未建立起较为完善的风险投资退出机制，风险资本退出问题已经成为我国发展风险投资的“瓶颈”。

1. 风险资本退出的方式单一。目前我国在风险投资的多种退出方式中，只有股权转让（包含企业收购或兼并和出售给第三方）一种可以操作。但即使是股权转让这一方式也并无明确的法律地位。而且在国内的股权转让中，由于法人股不能流通，因此只能采取场外协议转让的方式，风险投资人的资本得利也因而会大大减少。其它两种方式，企业回购由于受法律规定的股份回购限制而无法操作，公开上市也因国内主板市场上市标准过高，二板市场尚未建立，境外上市限制较多而不能实现。

2. 现行法律中存在着制约风险资本退出条款。如我国现行《公司法》第一百四十九条明确规定：“公司不得收购本公司的股票，但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其它公司合并时除外”。很显然，按照这项规定，风险投资人无法要求被投资企业回购其持有股份。因此风险投资人在被投资企业无法公开上市而且无法出清其持有股权时将难以回收投资。此外我国的有关法律规定，“股票发行人必须是具有股票发行资格的股份有限公司。股份有限公司的最低注册资本一般不得少于 1000 万元，上市公司不得少于 5000 万元。”显然，急需资金的高科技企业在创业时难以达到这种苛刻的条件，再加上《公司法》对知识产权入股价值的 20% 的比例限制，高科技企业在发展初期根本无法上市。这样的规定就否定了风险投资通过主板股票市场退出的可能性。

一位美国风险投资专家指出，如果按照目前中国的上市标准，美国 70% 的高科技企业都无法上市。因此，尽快修订现行法律中影响风险投资退出的条款是当前我国发展风险投资首先要解决的问题。如可以适当下调上市公司的注册资本，由原来的 5000 万元减少到 2000 万元左右，使更多的中小型风险投资企业

业取得上市的资格。同时在修订《公司法》的过程中还应提高知识产权入股价值的比例,可适当的提高到35%。这样做不仅有利于提高科技人员工作的积极性,还可以变相的提高风险企业的注册资本和资信等级,将更有利于风险企业的发展和股权的流动,进而达到风险投资退出的目的。除此之外在盈利的要求上应根据不同的企业采用不同的标准,使法律中对上市公司的要求更灵活,以适应风险企业发展的需要。

我国《证券法》第78条规定、上市公司收购可以采用要约收购或协议收购的方式。这条规定是允许风险投资家采用要约收购方式的退出策略。但现行的《股票发行与交易管理暂行条例》第47条和第48条同时又规定,收购方在持有目标公司发行在外的普通股达到5%时要作出公告,以后每增持股份2%时要作公告,且自该事实发生日起两日内不得购买该股票,当持股数达到30%时应当发出收购要约。由于初次公告时持股比例偏低,只有5%,致使收购者目的过早暴露;持续购买的比例只有2%,当购买股数达到30%发出收购要约时,收购方要公告13次。这样必然会使收购目标的股票价格持续不断上涨,给收购方带来巨大的成本障碍。因而这是不利于风险投资家采用要约收购的方式从被投资企业退出风险资本。

我国《公司法》第143条规定,股东持有的股份可以依法转让。这说明国家股东、法人股东与个人股东一样享有这种权利。《公司法》第148条规定,国家授权投资的机构可以依法转让其持有的股份,也可以购买其他股东持有的股份。但同时又规定,转让或者购买股份的审批权限、管理办法由法律、行政法规另行规定。为此,国家国有资产管理局、国家体改委等部门特别发布了《股份制试点企业国有股权管理的实施意见》、《股份有限公司国有股权管理暂行办法》等行政法规,明确规定国家股和法人股目前不能上市流通。很显然,这些规定为风险投资家采用协议收购的方式制造了巨大的法律障碍。

3. 产权交易制度相对落后。在我国,风险资本要想从产权交易市场把风险投资收回且增值或由其它企业并购风险企业是相当困难的。其原因在于:首先,我国产权交易成本过高,目前在产权交易市场进行产权交易的成本远远高于股票市场的成本。过高的税和费,使风险资本在投资不理想或失败后退出较为困难,退出成本高,加大了投资的风险。其次,尽管产权交易形式开始趋于多样化,但是非证券化的实物型产权交易仍占主导地位,产权市场并不允许进

行非上市公司的股权交易。再次，产权交易的监管滞后，阻碍着统一的产权交易市场的形成，使得跨行业跨地区的产权交易困难重重。最后，产权交易一般都通过契约方式完成，过程漫长，风险资本通过产权交易成功退出的例子在我国尚不多见。

4. 资本市场不完善，减少了风险资本退出的渠道。我国的资本市场是一个新兴的市场，在发展的过程难免存在某些不完善的地方，由于这些不完善地方的存在也就在一定程度上影响了风险投资退出的选择。如法人股流通问题，按照有关法律规定，目前国家股和法人股不能上市流通。而在实践中，这两种股权的流通是通过场外协议转让的方式实现的。但对风险投资人来说，场外协议转让具有两个明显的缺点：一是股权的流动性大大受限。由于寻求受让方往往需要一定的时间，因此，当风险投资人认为出让的时机成熟时，他却不一定能顺利出清手中所持有的股权；二是场外协议转让的价格通常要低于场内交易价格，在这种情况下，风险投资收回投资时所得到的投资回报就会大打折扣，这也是风险投资人所不愿接受的。此外我国目前尚未建立自己的二板市场，使作为风险投资重点对象的中小型高科技企业希望通过证券市场退出投资的期望成为泡影。由于公开上市是对风险投资人和被投资企业都最为有利的投资退出方式，没有自己的二板市场就不仅限制了我国风险投资和具有高成长性的中小型企业的发展，而且还有可能使国内的优质高科技资源在海外上市后被外国资本所控制。因而从长远角度而言，尽快建立我国的二板市场对于发展我国的风险投资将起到至关重要的作用。

二、风险资本退出路径研究

（一）IPO 公开上市是风险资本退出的首选渠道

1. IPO 上市的优势。根据国际风险基金的管理经验，成功的风险资本退出机制以实现风险资本预期资本获利目标为标志，退出的方式通常有公开上市；股份转让；公司清理等。从功能方面看，风险资本的各种退出方式各有所长，但是，通过高度发达的股票市场体系实现风险资本的退出可以提供更为准确和富有效率的评价，由于股票上市方式比较便利且增值幅度较高，目前已经成为各国风险资本首选的退出选择方式。国际经验表明，首次公开上市（IPO）方式是风险资本实现退出的最佳渠道，风险资本退出价格能达到最大化。公开资本市场所具有的高流动性、高效率和短周期使其成为风险企业家与投资者的首

选。

在美国,大约 30%的风险资本的退出采用这个方式。尤其是在知识经济时代,创业企业的公开上市可以让许多创业家和风险资本家一夜暴富,成为亿万富翁。白手起家的神话在美国华尔街经常出现。远的有苹果、微软、英特尔公司,近的则有雅虎、美国在线等。

采用 IPO 方式具有以下优势:第一,提高上市公司的市场价值,为企业发展筹集更多资金,并增强了原有股份的流动性;第二,提高了企业在客户供应商和借贷机构的信誉,容易招聘到专业技术人才,有利于企业的进一步发展;第三,企业成功上市使风险资本家获得数目可观的资本收益,因而有动力为企业提供最优服务。公开上市还是外部投资者衡量风险资本家业绩的标准,而且可以保持企业的独立性。具有一个支持创新的资本市场是风险资本存在的必不可少的条件。在美国,风险投资之所以发展如此迅猛,与其有风险资本成熟的退出机制(美国的第二板市场--纳斯达克证券市场)是分不开的。下表是对美国成立和运作的 26 个风险投资组合的分析结果,它说明了不同退出机制的盈利性:

美国 26 个风险基金退出路径比较

退出方式	平均持有期	平均成本	平均收入	倍 数
公开上市	4.2 年	814 万美元	5804 万美元	7.1
收 购	3.7	988	1699	1.7
企业回购	4.7	595	1268	2.1
二次出售	3.6	715	1431	2.0
清 算	4.1	1030	198	0.2

注:持有期是指投资开始到最终退出所持续的时间。

资料来源:美国风险投资杂志,1998 年 8 月期。

2. 我国主板市场不适合风险企业 IPO 上市。我国的主板(A 股)市场尽管在总体经济改革和投融资改革中已发挥了巨大的作用,但是,由于种种原因,它难以为风险投资提供通畅的 IPO 渠道,使得主板市场成为我国风险资本市场体系的有机组成部分仍有不少困难。因为:主板市场门槛相对太高,如公司股本总额不少于人民币 5000 万元;必须有三年连续盈利记录。对于那些刚刚步入

扩张阶段或稳定成熟阶段的中小型高新技术企业来说存在着难以逾越的障碍。此外，主板市场上的法人股、国有股不能流通和交易，这与风险投资通过股权转让，撤出投资以实现回报的投资方式相矛盾。在现有的主板市场上，风险资本只能通过协议转让出售股份，但协议出售的价格一般为净资产的 1-2 倍，大大低于股票市场的价格。也就是说创业企业即使能上市，创业投资还是不能通过二级市场退出。

3. 设立二板市场（创业板市场）的必要性。国际上，风险投资主要是通过建立二板，三板（OTC）市场帮助风险企业实现成功退出的。众所周知，资本市场特别是专门服务于中小企业的二板市场（或称为创业板市场）是风险资金完成扶持中小企业发展的第一步之后的最佳退出渠道，而且只有建立了类似于 Nasdaq 这样的成熟市场才能使风险投资资金实现循环和极大地增值，才能充分激发风险投资家的热情。应该说，作为风险投资重要退出渠道的资本市场的基本功能就是融资和资源配置功能，因而“风险企业进入资本市场—风险资本顺利退出”是两大功能的有机结合。世界各国在严格控制和管理主板市场上公司以保证其正常运行的前提下，都相继建立了以发行高科技的风险企业股票为主的二板市场。如美国的 NASDAQ，欧洲的 ESDAQ，新加坡的 SESDAQ，韩国的 KOSDAQ 等。蓬勃发展的 NASDAQ 市场对于推动美国风险资本市场的发展所起的功不可没的作用。

从中长期来看，建立我国第二板股票市场势在必行，发展我国自己的二板市场对于促使风险投资的有效退出将起到举足轻重的作用。我国的二板市场可以是一个独立的交易市场，也可以是包含于主板市场内的一个相对独立的科技板块或创业板块市场。这里对设立二板市场的可行性、组织形式、监管模式和上市主体问题作一简要的分析：

（1）设立二板股票市场的可行性。首先，我国有一个足够大的市场。从国外发展二板市场的实践看，具有一定的市场规模是二板市场成功的重要条件之一。从上市公司的潜在资源看，据不完全统计，我国已有高成长性的中小企业一万多家，其中相当部分是科技企业。随着经济改革的深入，这个群体还会不断壮大。其次，我国现有的两个证券交易所均采用了高度现代化的电子交易、清算及信息发布系统，具有高效、便捷、迅速的特征，其中任何一个股票交易所都能独立承担第二板股票市场的运作任务，而且深沪两个市场在市场设置、

市场功能、服务对象和交易制度等方面几乎完全重合,缺乏层次性和分工,因此可以在其中的一个交易所进行第二板市场的试点和探索。最后,在我国目前的两个股票市场上,中小盘股,特别是高科技概念股的交易比较活跃,这或许预示着向中小高科技企业倾斜的第二板市场的交易也将会比较活跃。从我国股市的发展前景看,第二板市场能为投资者提供更多的选择,能进一步扩大股市的规模,同时,具有高成长性的中小高科技企业在发育成熟时,会对主板市场的发展起到积极的促进作用。

(2) 二板市场的组织形式。二板市场的组织有两种形式可以选择:一是以美国那斯达克为样本,建立一个独立于深沪证券交易所的交易市场。另一种形式是在现有深沪两个交易所的交易板面上单独开辟一个高科技企业板块,实行不同的上市和交易标准,统一监管。与独立模式相比,采用非独立的附属于现有主板的模式更为可取,这样可直接利用现有证券交易所的人力、设施、管理经验、组织网络和市场运作网络,从而避免不必要的额外支出,并可以使第二板市场的建设尽快规范并投入运作。

(3) 二板市场的监管模式。国内二板市场基本上可沿用现有深沪主板市场的监管模式,但和主板市场相比仍有一些不同点:一是上市标准要降低;二是额度控制会取消,但会要求对高科技企业作出资格认定,即只有认定为高科技企业的中小型企业才能上市;三是会打破原有股权结构设置,国家股、法人股和个人股的界限不再存在,上市公司股份会实行全额流通;四是在强调信息披露基础上的投资者自我保护,即监管的重点在于要求发行者按规定披露信息,并不对营业记录、赢利状况作具体规定。

(4) 二板市场的上市主体。借鉴国外第二板市场的成功经验,我国的第二板市场的上市对象应是面向全国范围内的那些规模小、历史短、但赢利前景好的企业,特别是高科技企业。

下页“IPO上市要求比较表”对现有国内主板、香港主板和创业板市场特点及对上市公司上市前后所产生影响进行了一个简单的比较,从中可以看出,选择大陆或香港IPO上市,其准备过程、所导致的结果区别较大。而且一旦选择了某一方向,若再想转到另外一个方向,操作起来往往较难。这其中不仅仅是耽搁时间的问题,更多的是技术操作层面的困难。所以,在选择IPO上市地点的时候,拟上市公司必须多方面权衡。

IPO 上市要求比较表

比较内容	国内 A/B 股市场	香港主板	香港创业板市场
营运纪录 盈利要求	连续三年的营运、盈利记录	5000 万港元(最近一年 2000 万, 再之前两年合并 3000 万) 的盈利要求; 三年营运记录。	没有盈利要求, 但要求有两年的“活跃业务记录”
股本规模	发行后的股本总额不低于人民币 5000 万元。	新申请人预期最低上市市值应不低于 1 亿港元。	无具体规定, 但在上市时市值不低于 4600 万港元。
股本结构	发行人认购的股本数额占股本总额不低于拟发行股本总额的 35%; 社会公众持股不低于 25%; 若股本规模在 4 亿元以上最低公众持股比例为 10%。持有面值不低于 1000 元的个人股东不少于 1000 人	若预期市值不超过 40 亿港元公众持有的部分应不低于 25%若预期市值超过 40 亿港元则由香港证交所酌情决定公众应持有的比率但一般不低于 10%。新股发行要求股东人数至少 100 名且每 100 万港元发行额须由不少于 3 名股东持有。	管理层及高持股股东的合并持股不少于发行股本的 35%社会公众持股不低于 20%公众股东不少于 100 人。
股票流动性的规定	国有(法人)股不可在二级市场流通内部职工股在上市一段时间后可以在流通但管理层所持股份在任职期内禁止出售。	若以 H 股的形式上市, 则只有把 H 股部分可以流通, 其它发起人股(内资股)不可流通。若以海外公司的形式上市除公众流通股外发起人股可在公司上市后 6-12 个月内上市流通。	管理层所持股份在公司上市两年后可以出售持股达 5%以上对管理层不施加影响的高持股股东在发行上市 6 个月后即可售出。而策略性股东则在一年内不得出售名下股份一年后可随意出售。
透明度及披露要求	定期披露年报、中报及其他临时报告(但要求较为笼统)逐步要求国际会计师事务所参与审计。	介乎信息披露与判断利弊之间的混合制度。	全面信息披露(年、中、季报), 买卖风险自担。
筹资规模	筹资规模较高, 一般超过亿元人民币。	筹资规模一般较高。	筹资额度较小, 大多数公司融资规模在 5 千万港元左右。
上市程序的繁简度	首先要进行股份制改制然后就是上市前的辅导期及排队等候(这是因为目前政府仍对上市的节奏有所控制)最后经中国证监会批准上市。	上市须经中国证监会批准。若以 H 股上市也要进行股份制改制。若以海外公司的形式上市则不必进行股份制改造但需要将国内资产注入在海外设立的公司。	(要求与香港主板同)
上市后能否直接在海外设分公司?	不能	若不是 H 股公司, 则可以	若不是 H 股公司, 则可以
上市前吸引策略投资者难易程度	难	若以海外公司的形式上市, 则较易	若以海外公司的形式上市, 则较易

* 资料来源:《财经界》2002 年 3 月

（二）试点柜台交易市场（OTC 又称店头市场）

柜台交易方式比较适合中国风险资本市场发展的现状，既然二板市场暂时还推不出来，可以先设立三板市场，类似美国的 OTC 交易市场，即店头交易（over-the-counter market）。美国 OTC 股票交易数量约占全美股票交易的 35%，而在 OTC 上市的公司则已经超过 30000 家，是美国证券交易所上市数量的 10 倍。通过 NASDAQ 进行交易的则是 OTC 市场中最活跃的股票，目前有 4800 多家。在我国建立三板市场，一方面为高科技风险企业直接融资提供了可能，另一方面也为风险投资的增值、退出提供了舞台。可在风险资本活跃、高新技术产业发展快的地区设立风险投资项目和风险投资企业的柜台交易。作为一种过渡时期的试点和“次优”选择，这种交易方式既可以为投资者和风险企业提供一个交易场所和信息沟通渠道，推动风险资本向产业资本的置换，又因其范围较小而得以有效的防范金融风险，并为未来规范的市场发展和监管提供经验。

建立柜台交易市场，可从以下几方面入手：第一，柜台交易试点应设在一个高科技企业集中度较高的地区。例如北京新技术产业开发试验区。由于这里集中了大量科研力量和高科技企业，是风险投资家最关注的地区，同时因其位于北京这一金融机构高度集中的区域，与金融资本和产业资本的沟通也具备有利条件。第二，组建“上柜交易资格认定委员会”，在组建过程中除必要的专业人员外还应吸收证监会和人民银行人员，更重要的是要选择数个不属于政府部门的科学家进入委员会，以提高委员会的公证性和权威性。第三，对柜台交易实行做市商制度，选择一些资信好、经营管理水平较高的证券公司（投资银行）率先开展柜台交易。第四，交易商品限定为一定范围内的高科技企业，待时机成熟时再逐步铺开，交易标的为企业股权，不发行股票，投资者限定为机构投资者。第五，建立柜台交易规则和交易、清算管理制度，有关部门对交易活动进行监管。通过上述工作逐步恢复我国的柜台交易市场，以求在风险企业不能满足主板市场上市的要求时实现企业股权的流动和转让的目的，使风险投资得以顺利的退出。

（三）通过上市公司的项目购并、资产重组，实现风险资本的退出

接受一家已上市公司的兼并和收购，成为其麾下一员，利用现有上市公司的“壳资源”实施资产重组吸收高科技风险资本，这种方式一方面使拟进入证券市场的高科技企业寻找到实力强大的上市公司作后盾，另一方面降低了风险资

本退出的时间成本。所以，通过上市公司资产重组，可以打通风险企业与资本市场的通道，可以帮助风险资本的成功退出。

上市公司与资本市场联系紧密，具有融资特权，可以便利使用证券融资渠道，能够有效地筹措发展高新技术需要的资金。风险企业与国内上市公司合作，作为该公司的配股、增发新股的项目题材，这是对双方都有利的事情。通过上市公司的资产重组，将高新技术组入传统的国有上市公司，逐渐改造现有企业的原有产品线、产品项目，或者增加新的科技含量相对高的产品线，逐步淘汰原有落后的生产设施和产品，或者给处于困境中的高科技企业提供资金市场支持，则是风险投资退出的又一渠道。上市公司可以通过与风险企业项目重组，提升经营业绩，获得送股配股，或者增发新股资格，筹集发展高新技术项目需要的资金；通过与风险企业的资产重组，剥离不良资产，停止一些陈旧经营项目，上马新技术项目。

在目前公开发行上市的渠道阻塞的情况下，政府有必要通过调整有关政策，积极鼓励企业开展兼并收购活动，拓宽风险资本的退出渠道。在项目购并、重组中，应重点关注以下几个问题：

1. 管理层激励安排。通过兼并收购撤出投资必须事先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。

常用的激励安排可能包括：(1) 将收购价格的一定比例支付给管理层；(2) 累进期权；(3) 离职薪酬与红利安排等。然而尽管这几种安排确实能对管理层起到激励作用，风险投资人还是会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。

2. 了解收购方意图。一般来说，收购方总是试图通过收购兼并来实现其一个或多个战略目标。了解收购方的收购意图及其备选的收购目标对风险投资人来说十分重要，因为只有这样才能使其判定自己在协商中所处的地位。收购方的收购意图通常分为以下几种：

第一，防御意图。无疑，如果收购被投资企业对收购方的生存发展至关重要，那么风险投资人在协议转让时的谈判地位就非常强大。当被投资企业是收购方某种商品或技术重要来源的时候这种情况很可能会出现。还有一种极端情况是，收购方准备放弃其原有业务转而发展他认为是具有较大潜力的业务。第三种情况是收购方试图对其原有业务的季节性或周期性进行平衡。而被投资企业则恰好是符合这几种考虑的唯一最具前景的收购目标。然而，对潜在的收购方而言，收购的时间安排同样很重要。比如，收购方可能有一种“收购”被投资企业财务报表的紧迫需求，以便其合并报表（Consolidated Financial Statements）能显示出收购方公司的成长性，从而给那些财务分析师们描绘出一幅增长前景图。因此，在开始收购协商之前尽可能地了解收购方在业务经营方面所面临的困难对风险投资人来说非常重要。

第二，经营意图。大多数收购都有某种经济合理性。收购被投资企业也许能够使收购方以最快的速度并承担较小的风险来弥补其产品线的不足，或者能够提供收购方所需的管理和研究开发技能以及新的市场领域。收购还能给收购方提供一条利用其剩余生产能力，获得学习曲线效益和将其营销和服务能力推广到更多产品种类的有效途径。对收购方而言，被投资企业还有可能是影响顾客购买其产品的主要竞争对手之一（如在家用电器领域），而通过收购就能减少这样的竞争对手并使其为收购方自己服务。还有一个重要的考虑可能是收购方具有足够的能力来利用其多余的现金来扶持一家高成长公司，反过来或者是被收购企业具备足够的现金来支持收购方的发展。因为每一家公司在发展其业务时都必须考虑市场增长和其市场占有率。

第三，财务意图。财务方面的考虑之所以常常成为收购原因之一是因为收

购对改善收购方的财务状况及评估价值会产生长期而深远的影响。虽然大多数公司认为他们支付较高的收购价格并不是为了在短期内提高每股收益（EPS），然而也有些公司只是希望在某一特定时期内（如 2-3 年）不使每股收益有任何的摊薄以和公司的高增长相适应，而并没有意识到：如果收购后通过对利润增长的预期能够提高公司营运效率的话，合并后公司的市盈率（P/E）将会提高。虽然市盈率和利润增长率之间并不存在一种绝对公式化的关系，仍有许多人对此进行研究。事实上，一些在二者之间建立量化关系的模型在许多证券公司和金融机构中被用来挑选价值被低估的股票。在收购业务中，收购方常常用一定的市盈率来确定最高出价（即底价）。如果风险企业是一家高成长公司，收购方将以收购后头三年中年市盈率中的最高值来作为他的收购底价，这时风险投资人便应努力说服收购方考虑由于协同效益导致市盈率改善的可能性，从而争取更高一点的收购价格。

收购形象也是一个重要的考虑因素。例如，财务部门在考虑每股收益绝对值及其增长率的同时，也要考虑风险。如果收购方所从事的业务经不起风险，通过收购新的业务来减少利润波动，稳定增长率便可大大改善公司的形象。

财务方面另一项意图是利用税收结转扣减政策（to utilize a tax loss carry-forward）。有这种考虑的收购方通常寻求那些具有持续稳定盈利而不是高增长的企业作为收购目标。其感兴趣的是要在结转扣减政策期满失效前将其以前年度亏损额在被收购企业税前利润中得到扣减从而得到税收好处而不是被收购企业的业务。此外，还有其它方面的意图，如为了满足上市要求，或为了改善资产负债比率，或降低资金成本等。

风险投资人的谈判地位还取决于收购方是否具有格式化的挑选标准。很多情况下，收购方会向具有转让意向的各方提供一份关于收购标准清单，内容包括：现任管理层必须留任；所属行业必须具有最低标准的市场容量和增长率；不存在任何可能导致反垄断的问题；目标公司必须有盈利；营业场所必须位于一国的某一特定地区等等。如果知道收购方的收购标准，风险投资人应确认一下被投资企业是否满足这些标准，如果不满足就应在开始下一步讨论之前终止本次收购。

3. 交易方式。收购的交易方式通常有三种：一是用现金收购；二是用股票收购；三是用现金和股票混合收购。现金收购：即收购方用现金收购风险投

资人持有的风险企业的全部或部分股权。现金收购最大的优点是即付即清,估价简单易懂。对收购方来说,现金收购虽然不会使其原有股东的权益得到稀释,但需要收购方有充足的现金。而对风险投资人来说现金收购虽然会使收购价格相对降低,但交易金额确定,不必象股票收购那样要承担证券风险,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将投资收益分配给基金的有限合伙人,因此现金收购是风险投资最受欢迎的一种交易方式。股票收购:即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。股票收购的最大特点是收购方不用支付任何现金即可完成对风险企业的收购。对收购方来说,股票收购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。而对风险投资人而言,股票收购的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(对上市股票可以直接出售,对未上市股票,可以出售给商业银行变现),而且变现价值受到收购方业绩和市场波动的影响。此外,用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。混合收购:即收购方以现金、票据和股票的混合组合来交换风险投资人持有的风险企业的股权。混合收购的最大特点是灵活性大,但交易结构安排相对比较复杂。混合收购对风险投资人和收购方各自的优缺点介于现金收购与股票收购之间。

4. 会计问题。公司合并与收购采取的会计方法通常有“合并法”(Pooling of interest)和“购买法”(Purchase)两种。合并法是基于通过交换普通股股票,收购方持有被收购企业的普通股从而取得控制权时所适用的会计方法。采用合并法的前提是通过股票收购,收购方和被收购企业成为一个联合实体,存在控制与被控制关系,因而需要编制合并报表。在合并法下,被收购企业的股东(包括风险投资人)放弃了原来的股份而成为收购方的股东,但收购方和被收购企业仍各自保留独立运营,原管理层也一般不作变动,变化的只是法律实质而非经营实质。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、收入和费用按账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,收购方账面登记换股差额调整公司股东权益。此外,在合并法下,按照可比原则和历史追溯原则,以前年度的公司财务报表和财务信息都应合并后的公司为准重新表述以便提供比较信息。

（四）清理方式也是风险资本退出创业企业的方法

风险资本的巨大风险反映在高比例的投资失败上。越是对处于早期阶段的创业资本投资,失败的比例越高。据统计,美国由风险资本所支持的企业 20~30%完全失败,约 60%受到挫折,只有 5%-10%的创业企业可获得成功。因此,对于风险资本家来说,一旦确认创业企业失去了发展的可能或者成长太慢,不能给予预期的高回报,就要果断地撤出,将能收回的资金用于下一个投资循环。

美国的一份研究表明,清算方式退出的投资大概占风险投资基金总投资的 32%。这种方法一般仅能收回原投资额的 64%。清算方式的退出是痛苦的,但是在很多情况下是必须断然采取的方案。因为风险投资的风险很大,同时投资收益又必须予以保证,不能及时抽身而出,只能带来更大的损失。即使是仍能正常经营,如果成长缓慢,收益很低,一旦认定没有发展前途,也要果断行动立即退出,不可动作迟缓。沉淀在这一类公司中的投资资本的机会成本巨大,风险投资一般不愿意承受这样巨大的投资成本。

（五）风险企业部份股权出售给创业者、高管人员、技术人员或职工

在企业发展前景明朗、风险得到释放,即企业比较成熟以后,可考虑将部份股权出售给公司高管人员、创业者和职工,这是国外的一种通行做法。而且高素质的科技和管理人才之所以愿意离开原来的稳定收入的职位投身于高风险的创业活动,一个重要的因素就是期望能够获得未来高成长企业的股份或期权。现在常有这样的案例:受聘于大陆内地的美欧、港台地区的科技人员,对工资、年薪不是特别计较,但非常关注拥有股份或股票期权。因此,无论是从鼓励创业的角度还是从风险资本的退出角度来看,都应该允许和鼓励这种做法。目前中国在这个问题上还存在着一些观念和操作上的障碍,需要政府采取措施加以推动。

（六）其它退出方式

1. 股权回购。即由被投资企业回购部分或全部风险资本股权。例如,重庆“华邦”制药在短短几年内由一个 4 名员工、注册资本 3 万元的民营科研机构,发展成为利润千万元的高科技企业。这应得益重庆“高创中心”的孵化与渝高公司的风险投资。1996 年底,高创中心向渝高公司和华邦员工转让了在华邦的全部股份,抽回了在华邦的投资,实现了资本的增值,收回资金 120 万元,为 1993 年入资额的近 3 倍。

2. 卖青苗。如果存在二板市场的话,风险投资可把风险企业这粒种子培育成能抵抗一定风雨的小树以后再上市。但在目前情形下,也可以考虑卖“青苗”,即将风险企业出售给行业内的大公司或其它有实力的大集团继续孵化。例如,首钢集团特别注意经营领域的多元化,强调高科技作为首钢的新的经济增长点,近年来不断收购青苗,兼并了一些小型科技企业,效果非常好。国际上一些大的跨国公司,如 IBM、HP、Intel 等,经常用预设风险战略基金,收购一些与本公司产业相关、有成长前景的“青苗”项目企业。

3. 有利于风险投资退出的协议条款。为控制风险,便于退出,风险资本在进入企业时,可在合同中订立一些具体条款,如创设享有特殊表决的优先股。以优先股形式入股可以使风险投资在企业破产后,对企业资产和技术享有优先索取权,这也是国际上较为通行的一种做法,与一般意义上的优先权相比较,享有特殊表决权的优先股,对企业的重大事务享有与所占股份不成比例的表决权,对经理层的决策甚至享有冻结权,这种优先股的投资方式比一般的证券投资在防范投资风险上将更加有效。

7.4 风险资本退出案例

[案例一]: DEC 数字设备公司

DEC (Digital Equipment Corporation) 数字设备公司的成功案例,已经在很多场合被广为传颂。先介绍两位 DEC 的初始创业者:肯 奥尔森,31 岁,挪威移民之子,中学毕业后加入美国海军,曾在海军电子工程学校中接受技工培训。服役期满后进入麻省理工学院(MIT),主修电器工程,1952 年获硕士学位,毕业后任 MIT 林肯实验室工程师。林肯实验室当时为美国空军 SAGE (地面环境半自动防御系统)工程的主承包商,奥尔森主持了为 SAGE 设计计算机的旋风工程师小组的工作,不仅奠定了其一流设计师的声誉,也锻炼了其组织团队攻关,计划协调的能力。作为实验室与 SAGE 分包商 IBM 公司之间的业务联络人员,他发现这个名声显赫的大公司内其实存在着大量的问题和弊端(如官僚主义、论资排辈、人浮于事、浪费惊人等等),从而萌发了自己创办公司,与 IBM 一较短长的雄心。哈生·安德森,28 岁,伊利诺斯大学工程物理学硕士,奥尔森在 MIT 林肯实验室的同事。

1957 年,在一次午餐会上,两人拟定了一份创业经营方案,然后找到了当

时麻省列克星敦镇上唯一一家风险投资公司 ARD (美国研究开发公司), 在写给 ARD 总经理乔·多里奥特的短信中, 建议创办一家计算机公司。

计算机是当时的新兴行业, 作为 VC 的 ARD, 其董事会和多里奥特本人对这一行业均相当关注, 而奥尔森和安德森 MIT 林肯实验室的技术背景 (林肯实验室是美国一流的研究机构) 也很硬, 所以来信没有被打回票或扔进废纸篓。多里奥特将来信转给比勒·康勒顿等三名公司业务人员, 责成他们与创业者联系。不久, 康勒顿造访了林肯实验室, 观看了奥尔森他们的研究成果并为之所吸引。他向二人表示, 如果他们想要开办自己的公司, ARD 将乐于向他们提供资金, 但要提交一份正式的商业计划书。二人先是搞了一份只有 4 页的计划书, 康勒顿看后认为过于简略, 要求提交更详细的计划书。于是二人一头扎进列克星敦的图书馆, 在查阅参考了大量商业和经济资料并精心筹划之后, 他们向 ARD 提交了一份为期四年的商业计划书。计划书很成功, 他们被邀请到 ARD 在波士顿的办事处, 向公司董事会做技术与市场问题的答辩。在答辩之前, 康勒顿等人为助其成功, 向他们提出了三点建议:

(1) 不要用“计算机”这个字眼, 因为当时像 RCA 和通用电器这样的大公司都在这上面亏了本, 行业中, 董事会决不会相信初出茅庐的小青年会成功。

(2) 年利润率必须高于 5%, 否则没有愿意投资的。

(3) 保证短时间内就能赢利。

奥尔森和安德森接受了上述建议。他们承诺不搞计算机, 而是生产印刷电路组件; 10% 的年利润率和第一年就盈利。

ARD 总裁多里奥特在风险投资上有着自己的标准, 他的名言是: 宁要一流的人才加二流的创意, 也不要二流的人才加一流的创意。他对奥尔森的评价是: 一位少见的一流素质的人。申请通过了。

奥尔森和安德森要求的启动资金并不多, 只有 10 万美元。ARD 尽管对计算机行业有兴趣, 对奥尔森评价很高, 但对市场前景仍持谨慎态度, 因此条件相当苛刻。在股权结构上, DEC 原始股份为 1000 股, 按 ARD 的一贯做法 (即 2/3 归投资者, 1/3 归创业者), 它虽只投资 7 万美元, 但却要占 700 股, 奥尔森和安德森占 200 股, 其余 100 股留给外聘的董事, 这一职务一直空缺, 于是 ARD 的股权由原来的 7/10 增为 7/9, 即 77%; 不足部分 ARD 同意一年之内向新公司提供 3 万美元的贷款。创业者们别无选择, 只能接受, 而无讨价还价的余地。

用这笔钱，奥尔森和安德森在 1957 年 8 月创建了数据设备公司（DEC），此后直至上市，没再出让过公司的股权，仅在 1963 年向 ARD 贷了另一笔 30 万美元的贷款。由于启动资金太少，所以初始阶段公司相当拮据，用奥尔森的话说，“7 万元的好处就是，它是那么少，以至于你必须一分一分地计算着花。”他们在一间租来的破旧木匠铺中开始了自己的事业，屋子共有四扇门，他们只买了大门，里面的三扇门为了省钱只好不安。家具则是从各自家中搬来的旧货，大部分仪器设备则靠自己制做。创业的压力和青春的朝气使他们第一年就推出了自己的第一批产品——数据实验室和数据系统组件，当年的销售额达到了 9.4 万美元，并有了不多的盈利，实现了自己当年盈利的诺言。

1959 年，DEC 开始研制计算机。次年年底，公司的第一台程控数据机（简称 PDP-1）上市了，它的体积只有冰箱大小，有键盘，带显示屏，内存 4K，每秒钟能进行 10 万次运算，价格 12 万美元一台。当时 IBM 公司生产的计算机体积庞大，往往需要占据整间屋子的空间，只能通过专门的操作人员把成堆的打孔资料卡输入计算机，一天多时间才能得到计算结果，价格高达数百万美元一台。比起这种巨型计算机，DEC 把计算机交到了用户手中，用户可通过键盘和显示屏实现人机对话，等于给计算机行业带来了一场革命，其价格性能比不仅远优于 IBM 的大型计算机，也大大超出了人们的期望值，用户觉得价格极为公道，畅销也就是必然的了。

DEC 的成功吸引了很多 MIT 的学者和工程师们，他们成群结队地到 DEC 工作。1960 年 6 月，切斯特·戈登·贝尔肯离开 MIT 加盟 DEC 公司，给公司注入了新的动力，他设计了公司的小型计算机生产线。1965 年，公司推出了 PDP-8 型计算机，价格仅 18000 美元，远远低于其他公司的同类产品，立即成了市场上的抢手货。公司的收入在一年内就增长了 50%。此后二十年内，DEC 一直呈几何级数增长，成为 IBM 在世界上唯一真正的对手，到了 1986 年 DEC 的销售收入达 130 亿美元，在《财富》杂志当年评出的世界 500 强企业中排名第九位，纯收入达 11 亿美元，雇员达 112 万人，成为美国马萨诸塞州和新罕布什尔州的最大雇主。1986 年 10 月《财富》杂志将奥尔森评为美国有史以来最成功的企业家——超过了汽车大王亨利·福特。1966 年，DEC 股票上市，价格每股 22 美元。奥尔森当时拥有 35 万股，占公司总股本的 13%，市值 770 万美元；安德森拥有 14 万股，市值 300 万美元，二人从一文不名成为百万富翁。

ARD 拥有 275 万股，占公司总股份的 65%，市值 3850 万美元，9 年前投入的 7 万美元增值了 550 倍，年均回报率达 100%。到了 1972 年，ARD 所持有的 DEC 的股票市值更是达到了 3.55 亿美元，增值 5000 多倍。对 DEC 的投资，是 ARD 风险投资历史上最成功的一笔，在美国 VC 史上也堪称经典，为后来的 VC 和创业者们树立了榜样。

此案例反映出了 VC 运作中常常会碰到的问题：投资者看到的是市场，而业内人士更清楚行业内存在的问题和机会。为了获得起步的资金，创业者起初不得不屈服于投资者的意志，而一旦站稳脚跟，则尽可以放心大胆地直奔既定的目标。在发展方向、产品上投资者帮不了创业者什么忙，因为他们对专业问题懂得不多，不知道机会在哪里。如果他也是行家里手，他就自己干了，而不会对你投资。大方向要你来定，舵要你自己把（当然，你如果不具备经营管理才能，则须让贤），只要有高回报、高收益，投资人也会甘拜下风，终究他做的只是钱，而你在钱之外，考虑的还有事业和人生价值的实现。

在这个案例中，多里奥特从他注重实际的原则出发，而奥尔森则对自己生产小型计算机，挑战 W 的理想矢志不渝。生产小型计算机这一创意在当时是超越同行的，是一流的，而多里奥特所肯定的生产计算机组件的模式，显然是个短视的、二流的想法，尽管有市场，但永远只能是个组件供应商和大计算机公司的附庸。多里奥特认定奥尔森是个一流的人才，对他抱有信心并向他投资，说明他的观点只对了一半。真正好的投资项目应该是一流的人才，一流的创意。从奥尔森的角度看，他当初不得不暂时放弃生产小型计算机的想法，接受苛刻的投资条件，让出公司的大股，看似屈辱，但却使其创业理想迈出了实际的一步，最终为其带来了 50 亿美元的巨额财富，也实现了他生产小型计算机并成为这一领域中的龙头的理想。

DEC 在小型计算机领域的成功，使一大批包括 W 在内的厂家争相进入这一领域，风险投资家们也转变了态度，从 1960 年起到 1980 年的二十年内，涌现出了 100 多家小型计算机生产商，其中的 DG（通用数据公司）和 IBM 是最强有力的竞争者，DEC 陷入苦斗（争夺市场份额）而忽视了创新。奥尔森犯了顽固守旧的错误，象当年 IBM 将小型计算机市场让给 DEC 一样，DEC 在通过自己的小型机跨出人机对话这个革命性的一步之后，没能及时迈出下一步——发展个人计算机，走入 PC 时代，从而错失了良机，最终导致了被淘汰，被兼

并的命运。DEC 的 VAX9000 型小型机在与 PC 机的竞争中败下阵来, 1992 年, 在亏损了 20 亿美元以后, 奥尔森被免去了董事长和总裁的职务。1998 年, DEC 最终被新型的 PC 生产商康柏公司所并购, 退出了历史舞台。

[案例二]: YAHOO 与杨致远的故事

杨致远, 26 岁, 出生于台湾的新移民。10 岁随母移居美国, 斯坦福大学电子工程系毕业, 在获学士和硕士学位后, 继续攻读博士学位; 1995 年与学友大卫·费罗因创办网站而辍学。大卫·费罗, 29 岁, 就读于斯坦福大学电子工程系, 曾留校任助教, 在攻读博士学位时与杨致远同班, 二人因兴趣相投而成为莫逆之交。

为完成斯坦福大学与日本的一项教育合作, 二人曾一同奉派赴日工作; 返美后正值安德森开发出了“马赛克”浏览器, 解决了上网通路问题, 二人很快就成了沉溺于上网的网虫。他们制作了自己的主页, 将自己喜欢的站点网址收集起来, 链接到自己的主页上。当时的互联网混沌无序, 信息量之大, 内容之多, 颇使人目迷五色, 不知所措, 要想找到自己想要的信息, 就如大海捞针, 不付出时间和耐心是不行的。起初, 二人为了搜索方便, 各自编制了自己的网址目录, 而后合二为一共同编制了作为上网指南的目录, 取名为“致远”上网指南(Jerry's Guide to the World Wide Web)。一天, 他们无意中发现了一个叫“梅尔的玫瑰”的站点, 尽管内容贫乏, 但其所采用的分类目录方式启发了他们: 完全可以设立一个可供用户按自己的需求搜寻和检索的站点, 所需的无非是开发出一种方便快捷的搜索引擎和编制出全面详尽而实用的目录。他俩最初的想法是开发自控软件, 但很快就发现此路不通, 几家大公司已垄断了市场。沮丧之际, “梅尔的玫瑰”使他们眼前一亮, 启发了他们办搜索站点的思路。他们将网上已有的站点按内容分类, 确定出十几个大类, 如商业、经济、社会、文化、娱乐、电脑科技等等; 每大类下面又设若干小类, 如娱乐类中又分为幽默、笑话、趣闻、音乐等等; 每小类下又分为若干选项, 如音乐类下可分为歌剧、卡拉 OK、流派、机构等等; 就这样一层层分下去, 直至最终提供内容的站点。用户通过这个分类目录, 可顺利找到自己所感兴趣的站点, 如果图快, 还可以通过关键字迅速查找到自己所需的内容。一家美国报纸将 Yahoo! 比作 18 世纪时的生物学家林奈, 林奈的生物学分类方法把自然界中成百上千万的动植物梳理成一个合理有序的世界; 同样, Yahoo! 的分类目录也为互联网上庞大、无

序的信息世界扫清了道路，其作用无异于信息高速公路上的交通指南。

必须指出的是，杨和大卫完全是靠手工编制目录的，而且这一做法一直延续到现在，所以可以说，他们的搜索引擎是一种“知识—劳动密集型”产品。但它具备了竞争对手们所不具备的优点：准确性、实用性和方便性。很多公司也都有网络搜寻、检索服务，尽管功能强大，但靠的是计算机和程序软件的自动化管理，而且大多采用关键字输入查询方式，速度虽快，但机械死板。就像采用汉语拼音输入法打字一样，相同发音的字它能一下子给你列出十几个乃至几十个，但不能一下子准确地提供你所想要的“那一个”；而且机器所提供的检索只有二三个层次，而雅虎所提供的最多可达十四层，就搜索深度（它关乎准确性）而言，更难企及。所以雅虎的成功，在很大程度上得益于他们的手工劳动。是人脑对机器的胜利。

浏览器虽可使人轻松实现网上漫游，但没有合用的搜索引擎，“你只能是瞎撞，找到自己想要的信息费时费力。由于雅虎的目录方便实用，很快就受到了网虫们的注意，他们开始成群结队地到杨和大卫栖身并工作的拖车来索要目录，这使他们很吃惊，原为自用的“指南”没想到这么受欢迎。他们原来还通过设在斯坦福大学的站点向朋友们发送这份“指南”，但朋友传朋友，很快大量索取“指南”的电子邮件通宵达旦地涌来，使他们的电脑和电子邮箱不胜负荷，要想继续下去，他们的站点在软、硬件上都得升级，而作为在校的穷学生，他们无此能力。于是他们找到校方，提出把这套检索软件送给学校，由学校来升级和经营，但校方不为所动，因为建立这样一个通讯量巨大的网站，人力物力的投入会很大，而又看不到任何盈利的前景，所以谢绝了这个天上掉下来的馅饼。不唯如此，由于他们站点不断膨胀的访问量占据了学校网站大多数的资源，他们的导师迪·梅尔在几次劝说无效后，下了最后通牒：要么安定下来继续他们的学位课程，要么将他们的站点迁出学校的网站。

1994年秋天，他们搜索软件的用户已达到了100万，这么大的用户群意味着巨大的市场资源，他们也意识到学习与经营不能两全。于是他们辍学了。杨致远花了所有积蓄买了几台电脑，服务器则靠免费替AOL（美国在线）和网景这样的大公司做pop-up（弹出式广告）而借用。网虫们赞赏他们的精神，将雅虎视为自己的站点，提出许多使检索更好更快的建议，而随着搜索引擎的不断完善，它也吸引了更多的网虫和访客。杨和大卫为了充实完善目录，夜以继日

地工作，轮流睡觉，但仍不足以应付日益扩大的用户群。1995年初，他们开始认真考虑将这个起初出于个人兴趣搞起来的站点作为事业来办了。时机也很好，网景刚刚发布了“导航员”的测试版，大众传媒也开始对因特网和网络经济大量报道，风险投资闻风而动，纷纷将视线转向各个 Web 站点。

杨致远找了在哈佛读商学院的朋友蒂姆·布莱迪为他们起草了一份五页的商业书，然后揣着它到处找投资。最先对雅虎感兴趣的是英国路透社市场部副总裁约翰·泰森，他看出雅虎不仅是一个检索目录，还是新的媒体资源，他开出的合作条件是：雅虎如能从广告上赚钱并与路透社分享，那么这个世界上最著名的老牌媒体将向网站无偿提供其所有的信息。AOL 和网景也表示了收购的兴趣，许给他们高薪、股份，加入公司继续做他们的登录工作，让他们很快成为百万富翁；AOL 还威胁说，他们不干，它将与对手合作。他们还找过微软、MCI、Cent，都有兴趣，但无下文。在找投资的同时，他俩还要维持站点的正常运行，忙得连回家的时间都没有，工作、生活节奏十分紧张。这时，红杉基金（Sequoia Capital）的合伙人迈克·莫里兹找上了他们。

红杉基金是硅谷最知名的风险投资基金之一，在投资上常有大手笔，出名的如苹果、Atall、甲骨文、思科等等。莫里兹访问了设在拖车里的雅虎，房间里的脏、乱和邋遢表明主人管理能力欠缺，身着 T 恤衫，牛仔裤，不修边幅的主人，站点所起的怪怪的名字，一切都给人一种前卫的味道。最让莫里兹吃惊的是，他们俩所提出来的商业模式，竟是“在网上提供免费的服务”。免费虽然是网景最先喊出来的，但那主要是一种抢占市场的策略，名不符实，实际上通过软件升级和售后服务收了更多的钱，而且市场占领后，软件的价格也上去了。而雅虎则标榜对用户免费服务，钱则从想在网上做广告的商家那里去挣。莫里兹还想不出风险投资肯投资一个免费提供产品或服务的项目的先例，但当杨致远介绍说雅虎的日访问量已达 200 万人次时，他凭借敏锐的商业嗅觉还是认识到了雅虎的价值和市场潜力。1995 年 4 月，红杉基金向雅虎注入 400 万美元风险投资。红杉提出了二种投资方案：（1）雅虎站点的总资产（有形与无形合计）估值为 400 万美元，雅虎以原始价出让部分股权；（2）评估的 400 万美元资产为杨和大卫所有，红杉另注入资金，合计作为公司总资产；他们接受了第二种方案。

有了钱，雅虎开始招兵买马。人多了，管理也是问题，几个月后他们选定

了校友蒂姆·库格尔担任 CEO。库格尔在校时就自己创业，为有钱的同学修车，毕业后办起了公司，后为摩托罗拉公司收购，他则出掌摩托罗拉在加拿大的一家分公司，以后又离开摩托罗拉到另一家大公司做事。库格尔到任后，杨和大卫很高兴地卸下了管理的重担，大卫做他所喜欢的技术工作，杨则更多地关注商业战略和公共关系。后来加入的还有卡伦·爱德华兹，她以前一直从事市场营销和文化传媒方面的工作，曾出任 20 世纪福克斯公司在不同国家的业务总监，在雅虎，她担任负责营销和品牌的副总裁，成功地将雅虎营造成了一个国际知名品牌。雅虎逐步组建成了一支强有力而又富于朝气的管理团队。

为了跟上互联网站点、用户和信息量的爆炸性增长，雅虎聘用了大批青年网虫来扩充、更新、完善自己的编目，登录工作；业务量也大增，每天都有数百个新设的站点要求登录，日访问量超过了 1000 万人次。库格尔加盟后，全力抓创收。1995 年 8 月份，雅虎开始在网页中加入广告，开始有了收入，1996 年广告收入为 1600 万美元。路透社开始兑现当初的承诺，使雅虎得以增添新闻信息方面的服务，此外，还增加了天气预报、股市行情等多项服务内容，雅虎开始成为门户网站和综合性的 ICP。但杨致远认为，如以内容为主，势必增加太多的人力物力，网络在这方面不如传统媒体有优势，那么内容方面就不如交给路透社这样有经验和实力的合作者去做，雅虎则应继续定位于服务，把有限的人力物力投入到扩充并完善自己的搜索系统中去。这一决策无疑是正确的，据分析，1996 年搜索引擎市场的广告收入占了互联网广告收入的 70% 以上，这就好像书目比书本更值钱，电视收视指南比电视节目本身更吸引人一样，其实并非不可思议，因为搜索引擎解决的也是一个通路问题。互联网上的内容五花八门，数不胜数，但要知道并找到这些内容则非搜索引擎不可，在网上它是稀缺资源，人人都离不开它，所以访问者最多，广告商当然更愿意到这里来做广告。杨致远认为，人们上网为的是浏览他们所感兴趣的东西和获得想要的信息，因此雅虎的搜索引擎必须更好更完善，以更强的功能为用户提供满意的服务。良好的服务会吸引来更多的用户，更多的用户则会吸引来更多的广告，更多的广告收入则又有助于向用户提供更多更好的服务，这样就会产生一个良性循环的过程，奠定雅虎坚不可摧的商业基础。几个月前还令莫里兹疑虑重重的商业模式就此成功了。

1995 年秋，雅虎网站的日浏览量为 300 万页面；到 1996 年春季就翻了一

番,达到了600万页面;1997年秋超过了1400万页面;而到2000年5月,竟高达6.25亿页面,远远超过了传统媒体巨人时代周刊。雅虎在短短几年中,就已崛起成为具有强大影响力的全球性信息检索中心。在雅虎登录的网址达40万个,其检索目录的选项即达16000多个,每天来访的人次高达2000万左右,每访问一次,网民就要用鼠标点击“雅虎”一次,印象自会越来越深,“雅虎”也就顺理成章地成为国际知名品牌;在美国对16-22岁年龄段的青年进行的调查中,雅虎已成为仅次于可口可乐的品牌。

雅虎通过深化用户服务的方式进行品牌及市场的营销方式也非常成功。它推出一项名为“我的雅虎”的营销活动,以此与用户建立一种长期互动式的关系。用户将自己的相关信息,如娱乐、地址和兴趣爱好等输入“我的雅虎”系统,系统就会为每个人度身制做一个主页,此后用户可以随时访问自己的主页,他们所感兴趣的一切,如体育比赛赛况、股市行情、天气预报和标题新闻等等都会在自己的主页上找到,这就免去了他们原需各处搜寻信息的不便。这项针对性极强的个性化服务是免费的,但雅虎也由此获得了宝贵的客户信息资源,这种资源使雅虎的广告空间对广告商更有吸引力,因为在雅虎做广告针对性更强,收效更大。雅虎1995年广告收入为136.3万美元,1996年达540万美元,1997年升至4亿美元,其市值也从上市日的8.5亿美元,跃升至500亿美元,相当于老牌的波音飞机公司或德士古石油公司的2倍。杨致远踌躇满志地预言,到了2000年,雅虎的用户将达到1.3亿,广告收入将达到48亿美元。

雅虎的急速扩张使其资金紧张,所以5个月后又须开始第二轮募资活动。两个新的投资者是英国的路透社和日本的软银(SoftBank)集团的老板,韩裔日本人孙正义,他从红杉一位朋友那里听到雅虎的事,立刻产生了浓厚的兴趣。雅虎此次自估身价为4000万美元,是5个月前的10倍,投资者们二话没说就接受了,使他们直后悔要价低了。软银只得到了5%的股权,但孙正义摸清了雅虎想借助软银打入日本互联网市场的愿望,在雅虎酝酿上市时,他提出了自己的要求:他不想仅仅做个投资者,而是要做个合伙人,而30%的股权是区分投资人与合伙人的界限。为了打入仅次于美国的日本互联网市场,杨和大卫不得不以6000万美元转让了自己手中的30%的股权。调整后的股权结构为:软银占37%,杨致远和大卫各占15%,红杉占17%,路透社占4%。雅虎的股票于1996年4月12日上市,它所掀起的狂热被《华尔街日报》称为“华尔街事

件”。起价每股 13 美元的股票，在数小时之内就被转手了 6 次，最高达到 43 美元，收盘价为 33 美元。以这个价格来计算，雅虎的市值约 8.5 亿美元，一年多的时间增值了 212 倍多！红杉实得 1.4 亿美元，投资回报高达 36 倍；软银自然也大获全胜，利用赚到的大笔资金，通过并购全面进军互联网；杨和大卫自然也由穷学生一变而成为亿万富豪。

雅虎上市成功，筹得大量资金后，开始进军海外互联网市场。第一个就是建立日文雅虎，成立于 1996 年 4 月；随后在西欧、北美、亚洲，一个又一个使用当地母语的雅虎出现了。这些国际雅虎作为当地领先进入互联网市场者都取得了很大的成功。尤其是在日本，仅在建站后 6 个月，其日浏览量就达到了 100 万页面，成为日本青年人中最知名的品牌；雅虎的股票在东京上市交易后，挂牌价高达每手 1 亿日元（合约 69 万美元或 600 万元人民币），令人膛目结舌，但交投仍极其活跃，可见其在日本的知名度和受欢迎程度。欧洲的雅虎也是当地最知名的品牌、访问量最高的网站。雅虎的中文网站也于 1999 年 9 月正式开通。雅虎目前在全球开设的网站已达 22 个，其在全球注册的用户已达 1.45 亿，日浏览量高达 6.25 亿页面，成为当之无愧的全球最大的门户网站和信息中心，雅虎也成为全球互联网上最著名的品牌。

[案例三]：亚信（Asiainfo）借风险投资下“金蛋”

德州达拉斯是美国通信业的中心，亚信是德州第一家 Internet 公司，1993 年，田溯宁和他的伙伴看到一个商机——利用 Internet 技术，将中国企业及中国经济发展的信息介绍给美国，同时将美国经济及美国企业的信息传递给中国。这个主意在今天叫 ICP。因为是信息服务，除了中国，以后还想拓展到整个亚洲，所以，公司取名 Asiainfo（亚洲信息）。

亚信筹得的第一笔天使投资是华侨刘耀伦所投的 50 万美元（刘耀伦任亚信董事长至今）。面对当时中国没有 Internet 的实际情况，亚信首先抓住了一个绝好的机会：在 Internet 在美国商业化进展异常火热的背景下，中国电信决定在中国也要做 Internet。亚信经过与美国公司 Sprint 激烈的较量，争取到中国这个巨大客户，在北京和上海建起了 Internet。此后，辽宁、浙江、广东等 19 个省，上海热线及北京科技信息网的承建都纷纷找到亚信。这些项目从几十万美元到几百万美元不等。就这样，亚信逐步筹建起了 ChinaNet 骨干网，为全国几十个城市之间架起了沟通桥梁。

“卖血”引进风险投资

1995年起,亚信就开始寻找风险投资。因为到1995年,第一笔50万美元投资花得差不多了,而且更为重要的是,没有雄厚的资本作为后盾,亚信每每会陷于这样的尴尬境地——一个大用户拿着一个大单子对亚信说:“你先垫款买设备,交了货,我再付款给你。”如果不同意,用户就去找愿意垫资的公司。另外,如果没有风险投资进来,创业者们仍持有100%的股份,不利于亚信的进一步发展。

1997年二三月间,亚信开始在硅谷寻找风险投资。亚信选择风险投资商的标准是:必须能给亚信带来管理上、国际声誉上以及技术上的价值,因为“仅仅带来钱,没意思。”华平公司,曾投资于很多和亚信技术方向一致技术公司,亚信认为“能够借到力”;富达是美国最大的资金管理机构,可以给亚信带来国际声誉;亚信希望自己的投资人以中国为核心,至少看好中国业务,因而选择了100%风险投资业务在中国的中创。1997年底,华平、中创、富达三家风险投资共1800万美元如期进入亚信,占30%的股份。在今天有些人不拿融资当自己钱花的时候,亚信那时就将融资叫“卖血”。亚信这种珍惜自己股份的做法,使得它上市时风险投资只占其40%左右的股份。

借风险资本生下“金蛋”

亚信拿到风险投资后,第一件事就是花500万美元现金和500万美元股票买下一家叫做德康的公司。这是一家专门做无线计费系统的公司,只有34个人。花大价钱买德康,是因为亚信认定未来电信业务只有两个发展方向:一是数据业务;一是无线通信。亚信认为,这两个业务将会走向融合。亚信下一个战略方向是支持电信融合的业务,为无线、长话、市话、Internet、寻呼等业务的相互融合渗透提供支撑系统。为尽快进入这个被自己极度看好的市场,亚信选择了收购。亚信收购德康后,德康的软件收入在一年之内增长了6倍。

在纳斯达克成功上市

2000年3月3日,田溯宁和两个合作伙伴创办的亚信在纳斯达克成功上市,当日股价上涨314%,收盘于99.56美元,成功融资1.2亿美元,引起了极大的震动。

亚信的成功上市,“中国概念”是其中不可忽视的因素:中国每年新增近1000万条电话线,相当于每年产出一个小贝尔公司,无线通信用户近6000万。其次

是中国 Internet 发展潜力巨大, 2000 年初 CNNIC 公布的中国网民数字是 890 万。这些数字以及这些数字的潜力被华尔街充分认可。亚信讲的是一个技术公司的故事, 华尔街接受了。

[案例四]: Genetech (美国基因工程公司), 风险资本创造的奇迹

美国基因工程技术公司 (Genetech) 创建于 1976 年, 它是世界上第一家利用 DNA 重组技术制造人体激素的生物制药公司。在其创办期和发展初期, 风险资本的介入起到了关键性的作用。经过风险资本 4 年的培育后, 该公司又进入纳斯达克股票市场, 并在 8 年后转移到纽约证券交易所, 成为世界生物制药业有较大影响的企业。

基因工程技术公司最初的两位创始人是风险资本家罗伯特·斯万森 (Robert Swanson) 和生化学家赫伯·玻伊尔 (Herb Boyer)。1975 年, 27 岁的罗伯特·斯万森不满足于科莱勒·帕金斯 (Kleiner Perkins) 公司 (一家风险投资公司) 合伙人的职位, 准备开创自己的事业。他大范围地浏览科技文献, 最后把注意力集中在生物工程领域。20 世纪 70 年代初, 加州大学的生化学家赫伯·玻伊尔教授和其他一些基因工程学家在 DNA 重组技术这一新领域取得了重大突破。当时学术界普遍认为, 10 年之内, 科学家们可以合成激素, 20 年后, 该技术能转化为商品。斯万森认为这个过程可以缩短, 他多次致电玻伊尔要求面谈, 玻伊尔最终同意安排一个 10 分钟的会谈。斯万森力陈该研究的商业可行性, 他的热诚打动了玻伊尔, 10 分钟的会谈延长到 3 个小时, 两人最后决定成立基因工程技术公司, 以实现 DNA 重组技术的商业化。

1976 年初, 斯万森从科莱勒·帕金斯公司辞职, 筹建基因工程技术公司。作为一位风险投资者, 他知道公司能否得到风险资本的支持取决于公司能否拿出一份具有说服力的中长期发展计划。斯万森与玻伊尔达成共识, 认为公司应当充分利用加州大学的研究力量, 用最快的速度将玻伊尔的研究成果由试验阶段转入生产阶段, 将产品投向市场, 救治患者, 创造利润。两人在这一共识的基础上完成了一份鼓舞人心的商业计划。公司最初的启动资金是斯万森的私人积蓄 2.6 万美元, 这只能支付一些日常开支, 要启动研究开发工作, 还需要大笔的资金投入。从风险投资公司辞职两个月之后, 斯万森又次走进科莱勒·帕金斯公司的办公楼, 不过这一次不是作为雇员, 而是作为项目合作者。谈判中, 斯万森唯一的砝码是公文包里的商业计划, 他一再强调以下几点: 第一, 玻伊尔博

士是 DNA 重组领域的奠基人,他的有关生长激素的研究成果已经申请专利;第二,充足的资金投入、对高级技术人员的有效激励以及高效的管理机制可以保证公司在短期内将生长激素的成熟产品投入市场,产生利润;第三,公司研究开发期使用风险资本,发展到一定阶段后,将通过股票的公开发行人进行融资。斯万森要求科莱勒·帕金斯公司提供 10 万美元作为公司研究开发启动经费,作为回报,科莱勒·帕金斯公司将持有基因工程技术公司 25% 的股份。换言之,斯万森对只有一纸计划的基因工程技术公司的估价是 40 万美元。

科莱勒·帕金斯公司成立了一个项目小组,来考察基因工程技术公司商业计划的可行性。小组成员仔细分析了基因工程技术公司的商业计划,走访了资深生化学专家,并调查了产品的生产需求状况。两周之后,他们的结论是:基因工程技术公司的提案基本可行,所提要求合理,可以接受。利用有限的 12.6 万美元的资本,基因工程技术公司于 1976 年 4 月 7 日正式成立。副总裁玻伊尔负责研究开发,首席执行官斯万森致力于寻求第二笔风险资本的注入。9 个月以后,另一风险资本公司向该公司投资 85 万美元,持股 25%。与上一次注资相比,公司每股价格从 12.5 美分上涨到 78 美分,公司估价上涨至 337 万美元。而这时,该公司的产品还在实验室中,没有人能预期什么时候会成功。

7 个月以后,即 1977 年 8 月,幸运之神终于降临。基因工程技术公司宣布他们利用微生物成功地合成了一种脑激素—生长激素抑制素(Somatostatin)。斯万森成功地把人们普遍预测要 10 年时间才能完成的过程浓缩为 16 个月、这一重大突破使学术界和企业界对基因工程技术公司刮目相看,再也没有人说他们想得太远,走得太快;相反,从 1973—1974 年熊市打击中渐渐恢复过来的风险资本公司频繁与斯万森接触,要求注资。经过多次谈判和严格筛选,1978 年 5 月,基因工程技术公司第三次接受风险资本投资,这次投资额为 95 万美元,但是这家风险资本公司只得到了 8.6% 的股份,每股价格高于 2 美元。公司估价在短短两年时间中从 40 万美元上升至 1100 万美元。这就是风险资本造就的奇迹。

在风险资本的强力支持下,基因工程技术公司的研究开发工作捷报频传。1978 年下半年,胰岛素克隆成功;1979 年,生长激素克隆成功,多项研究成果正由研究开发阶段转向审批阶段并准备投入生产。与此同时,公司在资本市场的运作也取得了重大突破,1979 年 9 月公司进行改组,1980 年 10 月 14 日公司

股票公开发行，并在纳斯达克上市。此时，公司的总收入只有 900 万美元；税前利润仅为 30 万美元，总资产为 500 万美元。虽然公司只有 4 年的历史，主要产品尚在酝酿期，公司业绩并不突出，但是公众普遍看好该公司的发展前景。因此，股票在上市后的第一个小时，股价就从 35 美元上涨到 88 美元，当日收市价为 71.25 美元，这样的上升速度在美国证券业历史上都是少见的。

在发行上市中，基因工程技术公司以 12% 的股份筹集了 3600 万美元，将其投入到新药品的生产开发中，使公司的业绩不断增长。到 1988 年，公司的总收入已达到 3.4 亿美元，总资产和净资产分别达到 6.7 亿美元和 4.0 亿美元。在这种情况下，基因工程技术公司决定进入规模和影响更大的纽约证券交易所，结束了它在风险资本市场的整个运作过程。

参 考 文 献

1. OECD. NATIONAL SYSTEMS FOR FINANCING INNOVATION David Sliver, Venture CAPITAL. JOHN WILEY & SONS. 1990
2. Lerner. Josh 《The Government As Venture capitalist: The Long Run Impact of the SBIR Program 》. HRS.
3. 《Venture Capital: Law and Practice》, by Darryl J Cooke, LIM
4. 《The Technology Entrepreneur Guidebook》, 2001
5. 《How to get Venture Funding 》 Harold Davis, 2001
6. 《European Technology Success Stories》, 1999
7. Cyr, L.A., 1998: Venture Capitalists or Virtue Capitalists? Examining the Effects of Venture Capitalist Involvement on the Use of Equity Incentives and Firm Performance in Initial Public Offering Firms, Ph.D. thesis, Cornell University.
8. Fama, E.E & Jensen, M.C., 1983: Separation of Ownership and Control, The Journal of Law and Economics.
9. Gompers, R, 1995: Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital, Journal of Finance.
10. Hellmann, T, 1998: The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts, Rand Journal of Economics
11. Holmstrom, B. & Milgrom, R, 1991: Multi-task Principal-agent Analysis: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design, The Journal of Law, Economics & Organization
12. Sahlman, W, 1990: Structure and Governance of Venture-Capital Organizations, Journal Of Financial Economics
13. Amit, R., Glosten, L., & Mueller E., 1993: “Challenges to theory development in entrepreneurship research. Journal of Management Studies”
14. Kirzner I., 1973: Competition and Entrepreneurship, Chicago: University of Chicago Press.

15. Stevenson, H., Roberts, M., & Grousbeck, H., 1994: New business ventures and the entrepreneur – 4th ed, New York: McGraw-Hill.
16. Willax, R, 2000, “Look beyond mere ownership in defining entrepreneurship”, New Hampshire Business Review
17. Vance H. Fried and Robert D. Hisrich (1994) : Toward a model of venture capital investment decision making.
18. MacMillan, Siegel, and Subbanarasimha (1985): “Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals”
19. Tyebjee and Bruno (1984): “A model of venture capitalist investment activity”
20. Edward B.Roberts: “High stakes for high-tech entrepreneurs: understanding venture capital decision making ”
21. Vance H.Fried and Robert D.Hisrich (1995) : “The venture capitalist: a relationship investor ”
22. Robert Polk, Richard E.Plank, David A. Reid (1996) : “Technical risk and new product success: an empirical test in high technology business markets.”
23. Sandberg,Schweiger,and Hofer (1988): “The use of verbal protocols in determining venture capitalists”
24. 中国科技部《中国创业投资研究发展报告 2002》
25. Zero2IPO 清科《2002 年中国创业投资年度研究报告》
26. 清华大学中国创业研究中心《研究论文》第 1~12 期
27. 清华紫光创投研究基金资助《中国风险投资发展研究报告》2002 年
28. 清华紫光科技创新投资有限公司《创业企业与风险投资实务丛书》，中国经济出版社，2001 年出版
29. 北京科技风险投资股份有限公司《风险投资实务》、《风险投资与新经济》
30. 王益，许小松，《风险投资市场理论与实践》，中国经济出版社
31. 刘树成，李实，《对美国“新经济”的考察与研究》，《经济研究》2000 年第 8 期
32. 陈炳才，《如何认识美国新经济——兼谈超越战略下中国新经济战略》，

网络资料

33. 王辉,《美国高科技股的调整及“新经济”的走向》,《全球科技经济瞭望》

34.《中国高新技术产业发展报告》,科学出版社

35. 李建良,《风险投资操作指南》

36. 青木昌彦,2000:《硅谷模式的信息和治理结构》,《经济社会体制比较》第1期

37. 张承德,1999:《从国外看风险投资的运作与发展》,国务院发展研究中心调查研究报告。

38. 毕海德(Bhide,A.),1996:《每个创业者都必须回答的问题》,载于:北京新华信商业风险管理有限公司(译校),《创业精神》,北京:中国人民大学出版社。

39. 奈特,1921:《风险、不确定性和利润》,载于:普特曼,克罗茨那,2000:《企业的经济性质》,上海:上海财经大学出版社。

40. 肖梦;2000:《走出误区——经济学家论说硅谷模式》,北京:中国经济出版社。

41. 萨克森宁,1999:《地区优势:硅谷和128公路地区的文化和竞争》,上海远东出版社。

42. 张东生,刘健钧,2000:《创业投资基金运作机制的制度经济学分析》,《经济研究》,第4期。

43.《一个风险投资家的自白》[美],茹茜安·琨德林著,中国社会科学出版社2001年出版。

44.《团队的智慧》[美],乔恩·R·卡曾巴赫等著,经济科学出版社2000年出版。

45.《创业资本运营》[中],胡海峰、[美]陈闽著,中信出版社1999年出版。

46.《成功的项目管理》[美],杰克·吉多等著,张金成等译,机械工业出版社2000年出版。

47.《创业学》,郁义鸿、李志能、Robert D.Hisrich 编著作,复旦大学出版社2000年出版。

48. 《风险企业与融资技巧》，主编：张景安，中国金融出版社 2000 年出版。
49. 《风险投资与二板市场》，主编：张景安，中国金融出版社 2000 年出版。
50. 《风险投资操作、机制与策略》，盛立军著，上海远东出版社 2000 年出版。
51. 《风险投资与科技企业》，李国麟、吴若陶著，中国经济出版社 2000 年出版。
52. 《高技术产业发展的风险投资》，张陆洋著，经济科学出版社 1999 年出版。
53. 《风险投资的运作与评估》，任天元编著，中国经济出版社 2000 年出版。
54. 《国际风险投资机构指南》，主编：李连和，海天出版社 2000 年出版。
55. 《风险投资操作指南》，编著：李建良，中华工商联合出版社 1999 年出版。
56. 《进一步推动风险投资事业发展》，成思危主编，民主与建设出版社 1999 年出版。
57. 信息产业报 2001-2003。
58. IT 经理世界 2002。
59. 《科技与创业》2002 年第 2-8 期。
60. 《新经济导刊》2002 年第 8-19 期。
61. 《广东风险投资》第 1-6 期。

后 记

在攻读东北财经大学金融学博士学位的第一、二年中，重点学习了张贵乐教授著的《金融制度的国际比较》一书，深受启发。笔者在风险投资这个年轻的行业工作，业务实践中也常涉及到一些风险投资的理论问题，于是，在导师张贵乐教授的指导下，将学位论文题目最终定为“风险投资制度创新论”，尝试通过国际风险投资制度的比较，研究如何构建中国风险投资市场体系，希望此研究对自己的工作也会有所帮助。

在本篇论文两年多时间的写作过程中，导师张贵乐教授给予了悉心指导，张教授对论文提纲进行了多次指导和修改，传授了许多宝贵的理论思想和学术灼见，在此，表示由衷的感谢。同时，在我三年的学习和论文写作中，还得到了许多老师、专家学者的指点和帮助，在此表示衷心的感谢。他们是：夏德仁（教授、博导，大连市市长）、艾洪德（教授、博导，东北财经大学副校长）、林继肯（博导、东北财经大学教授）、高建（教授、清华大学中国创业研究中心副主任）。另外，我还要衷心感谢我的公司同事给予的帮助，尤其要感谢刘宏飞（清华紫光科技创新投资有限公司总经理）、张朝辉（高级经理）、张莹（行政助理）等。

最后，向关心、支持我的所有亲人、朋友表示感谢。

孙惠新

2003 年 5 月