

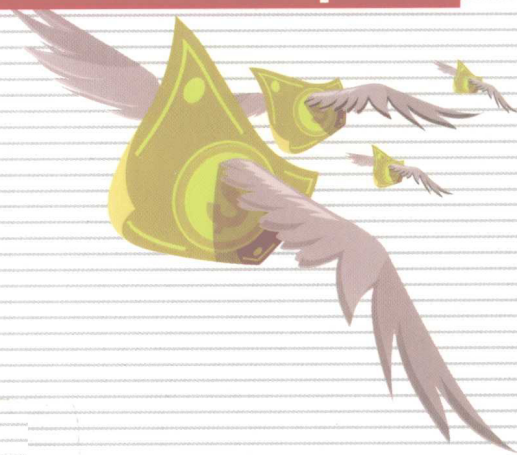


全球 风险投资研究

Handbook of Research on Venture Capital

主编: [瑞典] 汉斯·兰德斯顿

译者: 李超 王一辛 毛心宇 李奇玮



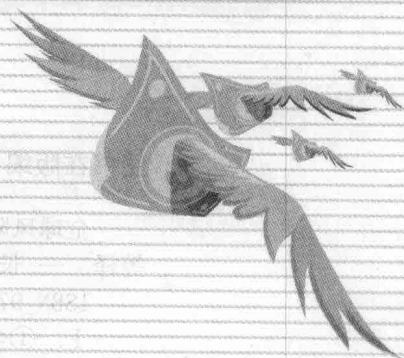
全球 风险投资研究



Handbook of Research on Venture Capital

主编：[瑞典] 汉斯·兰德斯顿

译者：李超 王一辛 毛心宇 李奇玮



The Handbook of Research on Venture Capital

Copyright © Hans Landström 2007

Simplified Chinese Translation Copyright © 2010 by
Hunan Science & Technology Press Published by
arrangement with Edward Elgar Publishing Limited
All Rights Reserved

湖南科学技术出版社获得本书中文简体版中国大陆地区独
家出版发行权。

著作权登记号：18-2008-102

版权所有，侵权必究。

图书在版编目（C I P）数据

全球风险投资研究 /（瑞典）汉斯·兰德斯顿主编；李超
等译. — 长沙：湖南科学技术出版社，2010.3

ISBN 978-7-5357-6087-6

I. ①全… II. ①兰… ②李… III. ①风险投资—研
究—世界 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 029384 号

全球风险投资研究

主 编：[瑞典]汉斯·兰德斯顿

译 者：李 超 王一辛 毛心宇 李奇玮

责任编辑：孙桂均 郑 英

出版发行：湖南科学技术出版社

社 址：长沙市湘雅路 276 号

<http://www.hnstp.com>

邮购联系：本社直销科 0731-84375808

印 刷：湖南航天长宇印刷有限责任公司

（印装质量问题请直接与本厂联系）

厂 址：长沙市河西望城坡航天大院

邮 编：410205

出版日期：2010 年 7 月第 1 版第 1 次

开 本：787mm×1092mm 1/16

印 张：20.5

字 数：512000

书 号：ISBN 978-7-5357-6087-6

定 价：47.00 元

（版权所有·翻印必究）

前 言

在现代经济中，国家的竞争力取决于创建增长驱动型的创业企业。在经济体中，这些企业代表着一股重要的力量，推动社会进步并创造新的岗位和财富。这些企业共同面临的一个主要问题是，如何获得大多数创业者都缺少的资源——生意发展必需的资金，以及对于企业大有裨益的竞争力、经验和关系网络。提供充足资金和管理经验的高效率的风险投资市场，是促进增长驱动型企业发展的不可或缺的因素。

风险投资模式深深扎根于美国社会。有学者认为，美国风险投资产业的规模及机制赋予该国将创意概念转变为高速增长企业的非同一般的能力。此类转变的案例中包括英特尔公司、思科、微软、甲骨文、亚马逊和雅虎等举世闻名的公司。

今天，我们看到，美国风险投资模式已经被介绍到许多新兴市场，包括非洲和亚洲的众多国家，其中还有中国——风险投资已经有了长足的发展，从美国自有的一种为增长型企业提供资金的方式变成了世界现象。这是真正的挑战。

学者们对风险投资领域的研究兴趣始于 25 年前。自从 20 世纪 80 年代的先驱研究开始至今，我们对风险投资的了解已经有了极大的进步。今天，我们在这一领域已经有丰富的知识积累——而我们需要迁移并调整这些知识，使其与风险投资模式新进入的市场相适应。一方面，没有必要在每次风险投资进入新市场时都从头来过。但另一方面，我们也需要改进风险投资模式，使其与将要进入的目标市场——例如中国市场——的环境和条件相适应。

在本书中，来自各国的风险投资研究领域的著名学者将介绍该领域的最新发展，将我们在管理学风险投资领域知识的各个方面进行同步。首先，本书着重于机构（正式）风险投资市场，讨论领域包括风险投资基金的结构、投资前的流程、风险投资者的附加价值、绩效、风险投资对经济发展的影响、初期阶段融资以及管理层回购等。其次将介绍对非正式风险投资的广阔领域中的商业天使、天使网络、投资决策阶段等方面的研究。最后，我们从创业者和投资人两个方面对公司风险投资市场进行探讨。本书还就政策制定方面的启示进行了生动的模拟辩论。

作为本书的编者，我谨对参与本书的所有作者致谢，感谢他们慷慨分享各自在风险投资领域的知识以及他们在本项目中的大力投入。我也非常感谢瑞典经济与区域发展署（NUTEK）及瑞典小型企业研究基金（FSF）对本研究项目的资助。另外我还要特别感谢我的 MBA 学生李超，他建议将本书翻译成中文出版，并和王一辛女士等在出版过程中为这些学术化且广泛的内容付出大量心血。非常感谢！

Hans Landström 教授

写于瑞典隆德大学经济研究院

目 录

第一部分 研究领域中的风险投资

第一章 风险投资研究领域的先行者.....	(3)
作者: Hans Landström	
第二章 风险投资研究的概念和理论反映.....	(53)
作者: Harry J. Sapienza 和 Jaume Villanueva	
第三章 风险投资: 地理角度.....	(68)
作者: Colin Mason	
第四章 风险投资和政府政策.....	(89)
作者: Gordon Murray	

第二部分 独立专业的风险投资 (又称 “机构化风险投资”)

第五章 风险投资基金的结构.....	(119)
作者: Douglas Cumming, Grant Fleming 和 Armin Schwienbacher	
第六章 预投资的过程: 风险投资家的决策.....	(136)
作者: Andrew Zacharakis 和 Dean A. Shepherd	
第七章 风险投资完成后的阶段: 打开复杂事情的暗箱.....	(149)
作者: Dirk De Clercq 和 Sophie Manigart	
第八章 风险投资家参与其投资的企业在创新和绩效方面的启示.....	(168)
作者: Lowell W. Busenitz	
第九章 风险投资的业绩.....	(180)
作者: Benoit F. Leleux	
第十章 关于早期风险投资的研究综述: 目前的状况和未来的方向.....	(194)
作者: Annaleena Parhankangas	
第十一章 私有股份和管理层融资收购.....	(213)
作者: Mike Wright	

第三部分 非正式风险投资

第十二章 “商业天使” 研究: 路已走过, 路在前方	(239)
作者: Peter Kelly	
第十三章 商业天使的投资决策.....	(252)
作者: Allan L. Riding, Judith J. Madil 和 George H. Haines, Jr	
第十四章 非正式风险投资市场的组织方式.....	(263)

作者: Jeffrey E. Sohl

第四部分 公司风险投资 (又称“企业内部风险投资”)

第十五章 公司风险投资作为公司的战略工具	(281)
----------------------------	-------

作者: Markku V. J. Maula

第十六章 企业家角度观察公司风险投资 (CVC): 相关资本视角	(296)
--	-------

作者: Shaker A. Zahra 和 Stephen A. Allen

第五部分 意 义

第十七章 对实践、决策和研究的建议	(311)
-------------------------	-------

作者: Hans Landström

第一部分

研究领域中的风险投资

第一章 风险投资研究领域的先行者

作者：Hans Landström

内容简介

风险投资的重要性

在社会中，我们需要以增长为本的创业企业。这些企业代表了经济中的重要力量——他们创造新事物、新运作动态、新就业机会，他们创造收入——尤其是财富。虽然在所有行业和地区都能发现（包括城市和农村）成长型企业，即 Birch（1987）所称的“羚羊”，但是有一些迹象表明，增长潜力最大的企业常常是知识型和受技术驱动的。他们立足于无形资产，在快速发展的领域运作，创立不久，也没有可供文件记载的历史。这些成长型创业企业要面对的主要问题之一是如何募集业务增长所需的资金、同时获得他们缺乏的发展所必需的能力、资源和交际网络（Brophy, 1997）。在这个快速增长的创业领域里，我们需要一个高效率的风险资本市场以提供充足的资本和管理技能。举例来说，人们普遍认为，是美国风险资本行业的运作范畴和精密系统使美国经济具有了独特的能力，可以将来自各大学和研发实验室的创意转变成实际运营的高速增长公司如英特尔、思科、微软、甲骨文、亚马逊（Amazon. com）和雅虎等（Maula et al., 2005）。

因此，中小型企业对于社会至关重要，而风险投资是促进其增长的重要手段。风险投资是如此重要，我们有必要了解其市场的运作方式以及天使投资人和风险投资人如何管理投资。在本书中我们将总结并综合在风险投资领域的知识：我们已经知道了什么？我们有哪些不知道的方面？以及，通过借鉴现有的知识（或不足）我们能学到什么？

本书的目的

学者们对于风险投资的兴趣始于 20 世纪 70 年代，并在随后的近 20 年迅速提升。在美国这一风险投资市场最为活跃的国度，研究人员对此尤其兴趣浓厚。系统化的风险投资研究至今只有不到 25 年的历史，也就是一个学者学术生涯的一半多一点儿。但在这 25 年来我们的知识成倍增长，比起 10~15 年前，我们已经知道了很多有关风险投资市场、天使投资人、风险投资者的投资决策等方面的知识。例如，对社会引文索引（Social Citation Index）进行的分析表明，针对风险投资的研究文章数目不断增加，从 20 世纪 80 年代末年均 10 篇上升到 90 年代中期年均 25 篇，到了现在，每年关于风险投资的文章数目达到 60~70 篇（图 1.1），而过去 5 年（2001~2005 年）的研究成果在风险投资相关研究中占了 48%。

在这本前沿著作中，我们将对 25 年来风险投资研究进行总结和整合。此外，我们的目

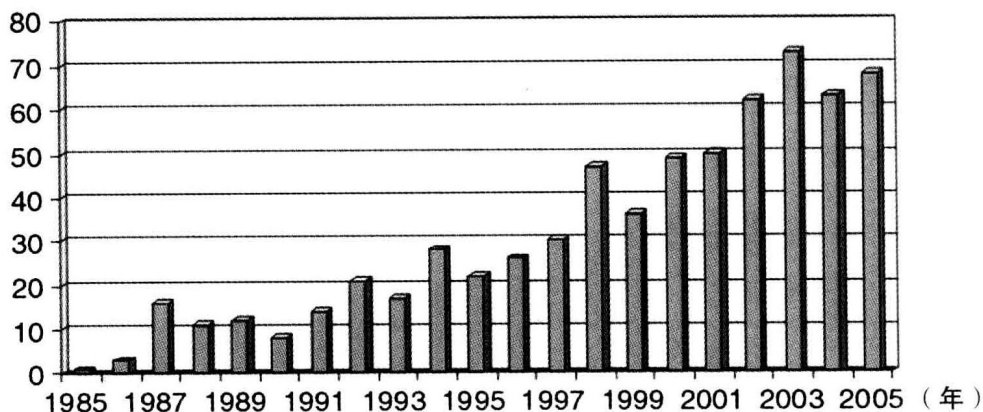


图 1.1 风险投资相关论文的数量

标是与学者、风险投资人、企业家和政策制定者进行沟通，提出我们的知识在未来的发展新方向，以提升各界对风险投资现象的认识。

为帮助读者理解，我们会先就本书内容做出一些评论。当我们审视自己在风险投资方面的知识时，我们可以得出结论，大部分风险投资研究的内容涉及市场供应方（从投资者角度），却很少有工作涉及需求方面——即探寻风险投资的企业决策过程。显然，即使在这本力图总结和综合该领域现有知识的前沿著作中，这种偏颇也有所反映。

第二，由 Cornelius 和 Persson（2004；2006）进行的引文分析显示，风险投资研究界分为两群相互独立的研究人员。除了一些非常重要的核心作者会被两个群体共同引用外（例如 William Sahlman, Paul Gompers and William Bygrave），其他研究者与另一群体的学者的学术交流则少得令人吃惊。其中一群研究人员具有金融和经济背景，主要在宏观层面上分析风险投资，并在研究中使用代理理论、资本市场理论等理论框架，其研究结果则发表在金融和经济类期刊。另一群研究人员立足于管理学和创业精神研究，因而对风险投资的管理视角有更多关注，手法方面多采用异质性研究，并在创业管理期刊上发表其成果。本书侧重从管理学视角分析风险投资，但其中也有一些章节涵盖了更多关于市场发展、区域风险投资和政策影响等方面的综合讨论。

最后，我们对风险投资知识仍有地域偏见。自从这一研究领域在 20 世纪 80 年代出现以来，风险投资一直被视为由盎格鲁撒克逊学者（主要指美国学者）主导的美国现象——而且，尽管 20 世纪 90 年代以来世界各国学者都相继投入研究，这种情况还是在持续。因此，我们的认识在很大程度上受到美国的环境及风险投资模式的影响。然而，不仅是美国的研究处于主导地位；由于风险资本倾向于在某些地理区域集中——例如大都会和高科技集群地带，我们的风险投资知识也同样主要来自硅谷和波士顿一类的活力地区。由于本书反映了该研究领域的现状，这些地域偏见也就不可避免。但是我们邀请了世界各地的研究者参与著作，并要求他们在本书中将风险投资作为全球现象进行思考。

风险投资——我们在谈论什么？

风险资本是企业融资的具体形式，是更加广泛的私募股权市场的一部分——即机构、企

业和富有的个人对未上市的风险企业作出的投资（以私募股权形式）。这种风险企业具备增长的潜力，并有可能成为国际市场上的重要角色（Mason and Harrison, 1999a; Isaksson, 2006）。私募股权市场可分为两部分（尽管其中的区别有时并不明显）：

1. 风险投资，主要用于针对创立不久的增长驱动型风险企业的股权及相关投资；
2. 私募股权，其范畴超出了风险投资——可能涵盖企业的其他发展阶段，甚至以管理层收购 MBO、替代资本和重组资本等形式涉入已经发展完备的企业。

在其投资的企业中，风险投资者通常被视为积极且临时（5~10 年）的合作方，多为少数股东。他们主要以退出作为实现资本回报率的收益手段，而不是通过分红来获得收入。

风险资本市场由不同的细分市场组成，在本书中我们将侧重于其中三个：独立专业的风险投资、企业风险投资和个人风险投资者。

独立专业的风险投资（机构化风险投资）

为独立专业的风险投资（又称“机构化风险投资”）设定一个被普遍接受的定义绝不是简单的工作——有多少人就这个题目进行研究，就有多少种定义方式。机构化风险投资公司作为金融财团（如大型公司、养老基金、富裕的家庭等）和非上市公司之间的中介，从前者筹集资金并对后者进行投资（Lumme et al., 1998）。

Wright 和 Robbie（1998）将其定义为对长期、非上市并以风险股权方式融资的新创企业进行的专业投资，最主要的回报是最终资本收益以及作为补充的分红。在这一定义的基础上，Mason 和 Harrison（1999a, p16）认为，“机构化风险投资行业由全职专业人才组成，他们从养老基金、保险公司、银行和其他金融机构筹集资金以投资于创业企业。”机构化风险投资公司有多种形式：公开上市公司，附属某银行或财团的风险投资基金和其他金融机构，以及独立的有限合伙企业。

正如由 Mason 和 Harrison 对机构化风险投资公司的定义所示，机构化风险投资公司可以根据所有制结构采取多种组织形式，但通常有以下几类：

- 独立的有限合伙公司，其中风险投资公司作为普通合伙人从机构投资者等有限合伙人（例如养老基金、保险公司和银行）那里筹集资金。
- 附属某银行或财团的风险投资基金，其资金来源主要是母组织的内部资源。上层组织通常是金融机构，如银行或保险公司，但有时也可能是大型非金融类公司（即所谓的“公司风险投资”）。
- 政府风险投资组织，由政府机构资助并控制。

自 20 世纪 80 年代以来，有限合伙企业已成为占主导地位的风险投资组织形式。在有限合伙组织中，风险资本家是一般合伙人并控制该基金的活动，而投资人则作为不参与基金日常管理的有限合伙人（图 1.2）。

各国之间对于机构化风险资本的理解各不相同，这使得机构化风险投资的定义更为复杂。此外，欧洲与美国的风险投资业各有其特征，说明两者对于风险投资的看法和定义有本

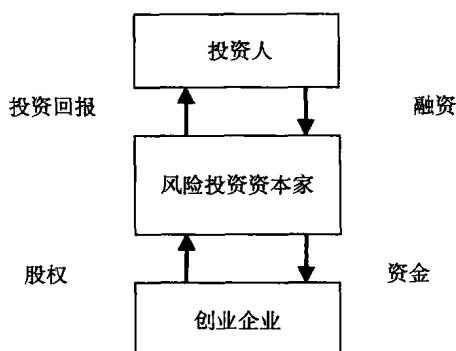


图 1.2 风险投资流程

质上的差别。Bygrave 和 Timmons (1992) 对两种类型的风险投资的区分可能有助于说明这种差异：

- 传统风险投资基金——其资金来自有耐心的投资者，如富有的个人或家庭。这些资金由具有创业经验及行业知识的投资者进行管理，投资对象为早期企业，并且投资人积极参与所投资企业的运营。
- 商业风险投资基金从进行短期投资的机构获得资金。基金由具有投资银行或其他金融机构从业背景的专业人士运作，在企业较晚阶段投资或进行管理层收购 (MBOs)，并非常重视技术性投资分析、金融工程、协议达成和交易技巧。

Bygrave 和 Timmons 认为，由于美国机构化风险投资基金的主导作用日益增强，包括欧洲及其他地区，商业风险投资基金已经取代了传统风险投资。相应的，在欧洲，机构化风险投资的定义也有所不同：风险投资在更普遍的观念中被认为是“私募股权”的同义词，既包括早期和扩张阶段的投资，又包括诸如管理层收购、并购、重组等各阶段的投资。另一方面，在美国，“风险投资”这一术语则更为狭隘，仅指针对增长驱动型企业发展早期的投资或是 Bygrave 和 Timmons 所定义的“传统”风险投资。

企业风险投资

机构化风险投资市场的一个独特之处是将“企业风险投资”作为“圈养”风险资本组织。Maula (2001) 将公司风险投资定义为“针对创建不久的私有企业进行的股权或与股权相关的投资，投资人是非金融企业的金融中介”。因此，机构化风险投资与公司风险投资的主要差别就在于基金的提供者——在公司风险资本中，只有公司或子公司是唯一的有限合伙人。

企业风险投资应被视为企业风险事业工具组合中的一种战略性工具。有很多工具可用于促进新事业发展，而 Maula (2001) 区分了 (i) 企业内部风险企业，即创新性事业和新事业在公司内部进行不同水平的发展；及 (ii) 企业外部风险企业，在企业外部存在的半自治或自治的实体组织。在企业外部风险企业的框架下，公司风险投资作为战略考量和事业发展

工具，并配合企业联盟或并购等方式使用。

McNally (1994) 依据上述分析使用了一个较为宽泛的定义，称企业风险投资有两种主要形式：外部管理投资和内部管理投资。前者指大型企业以独立管理的风险投资资金来资助新事业，而后者指企业通过自己内部的组织来进行投资。（表 1.1）

表 1.1 企业风险投资

投资类型	企业风险投资			
	外部管理		内部管理	
	通过独立管理的风险投资基金进行投资		直接认购少数股权	
投资工具	独立管理的基金	独立管理的专属基金	内部管理的公司基金	临时/一次性投资，例如战略联盟/业务独立

来源：转载 McNally (1994, p276)

个人风险投资者（也称为“非正式风险投资”）

本书还将讨论非正式风险投资市场，在过去很多年里，该市场被认为等同于“天使投资人”。“天使”这一称谓过去用来形容在百老汇资助戏剧排演的个人（戏剧天使）。这些“天使”为了能与他们喜欢的演员并肩工作而资助戏剧。这是一种风险极高的投资——如果戏剧失败了，“天使”就血本无归；当然如果戏剧大获成功，“天使”也可以获得收益分成（Benjamin and Margulis, 2001; Mason, 2007）。后来，William Wetzel (1983) 首次使用“天使投资人”代指那些为建立不久的创业企业提供类似的风险投资的个人。遵循这一思路，Lerner (2000) 将“天使投资人”定义为“向创业企业投资的富有的个人”。尽管“天使投资人”的一些活动与风投资本家的重合，但是他们投入的钱来自自己的积蓄，而不是机构或其他投资者。（p515）

我们已经成功地看到，实证研究的范围正在扩大，其注意力从天使投资人扩展到对创业企业进行股本投资的私人投资者（Landström, 1992; Avdeitchikova, 2005），并且包含越来越多的“非正式投资者”（图 1.3）。在这方面的定义以 Mason 和 Harrison (2000a) 的定义为基础——“向未上市企业直接投资的个人，且作为投资对象的企业中没有其家庭成员参与”（p137）。这一针对非正式投资者的定义不仅包括“天使”投资，还包括并不积极参与所投资企业的运营的私人投资者，以及在未上市企业中进行较少额度投资的私人投资者。另一方面，该定义排除了由“家人和朋友”提供的投资，而这一做法也引起某些争议。例如，在大型国际研究项目“全球创业观察”（Global Entrepreneurship Monitor）中，由“家人和朋友”提供的投资就被列入了不同国家非正式投资研究的范围（Reynolds et al., 2003）。然而，Mason 和 Harrison (2000a) 所下定义的核心意义是，亲密的家人或朋友在进行投资时所考虑的因素以及评判标准与外界投资者并不相同，因此家庭相关的投资应该排除在定义之外。

我们可以总结出许多不同的非正式风险投资的定义：从（i）狭义的天使投资人到（ii）更为广泛的“非正式投资者”定义，还包括（iii）由家人和朋友提供的投资。在实证研究中学者们有时会将天使投资人和“非正式投资者”两个术语加以区分，但更多的时候则

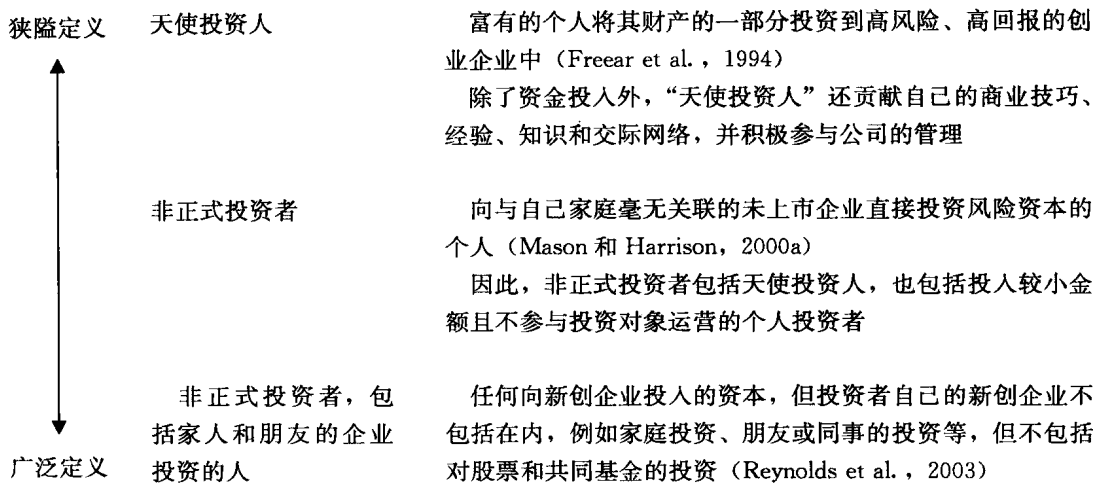


图 1.3 “天使投资人”和“非正式投资者”的定义

是将两者混用。毋庸多言，由于缺乏严谨性，关于非正式风险投资的实证研究难以诠释并横向比较。天使投资人及其他类别的非正式投资人之间有很大的不同——包括他们的决策方式、为投资对象带来的额外价值等方面，因而我们需要将非正式风险投资市场进行细分。

三种风险投资资金来源的比较

我们回顾独立专业的风险投资基金、天使投资人和企业风险投资之间的相似与不同，以此来总结关于风险资本定义和不同来源的讨论。以下回顾（表 1.2）显示，各种风险资本为企业提供了既互补又重叠的资金来源：互补是指在投资企业的发展阶段不同，且资金额也各有差异；重叠是因为各个领域的投资人的目标范围都相当广阔，并非只专注某一种方式。

表 1.2 机构化风险投资、“天使投资人”和企业风险投资各自的特征

	机构化风险投资	天使投资人	企业风险投资
资金来源	来自作为有限合伙人的机构化投资者	投入自己的钱	投入公司基金
法律形式	有限合伙	个人	大型公司的子公司
投资动机	高额回报	高额回报/个人价值	战略考虑和高额回报
监管方式	大额投资 详尽审查和调研 正规控管方式	投资额度有限 时间有限的调查 不正规的控管	大额投资能力 详尽审查和调研 公司控管

来源：Mason and Harrison (1999a)，Manson 和 Landström (2005) 合 De Clercq 等 (2006)

如表 1.2 所示，独立专业的风险投资基金、“天使投资人”和企业风险投资各有其特征。很明显，它们的基金来源和法律地位各不相同，投资动机也各种各样——所有的风投资本家都有某种形式的收益动机（尽管“天使投资人”非常追求其个人价值的实现，但他们对于投资收益也有所期待），尽管公司风险资本家更关注战略考虑。他们的投资和监管方式也不一

样，尤其是对“天使投资人”来说。天使投资人用于详尽调查投资对象的能力和时间的都极为有限；与机构化投资者及企业风险投资相比，他们采用了更加非正式的监管流程。

关于风险投资的定义，我们还需下最后的评语。风险投资领域的特征就是定义不明确以及围绕核心概念的混淆。当然，不明确的定义使知识积累更加困难，因而本书的合作者都呼吁制定更为明确和统一的定义。然而，我们并不将此作为本书的目的。尽管为了发展风险资本研究，我们确实应该竭尽全力明确概念的使用，但是本书旨在描述过去与现在风险资本研究的轮廓，而不是为了在定义问题上提供权威建议。

现实与研究

社会科学领域并不是从与世隔绝的状态中发展出来的。就像很多其他类别的社会科学，我们也可以在风险资本产业（现实）以及关注风险资本的学者们的兴趣（研究）之间发现紧密的联系。尽管由于很多研究中出现的“自然保守主义”倾向，我们会落后于现实一段时间。在本书的这一部分，我们将描述风险资本在美国、欧洲和世界其他地方的发展。我们发现，先驱研究者做出的早期研究贡献大多诞生在临近活跃风险资本市场的地理位置，并处于新兴风险资本产业的环境中。

风险投资的诞生

风险投资是一种颇有历史的现象。每个人都可能有投资于高风险项目的倾向。无论在古巴比伦时期，还是在欧洲封建社会早期，我们都可以发现企业家从私人投资者处募集资金的案例。最著名的例子莫过于西班牙皇后伊丽莎白二世资助克里斯托弗·哥伦布，我们可将此看作一次获利颇丰（对于西班牙人来说）的风险投资。在很多国家，私人投资对 19~20 世纪早期的工业革命发展也造成了影响。例如在美国，一群群来自本土及欧洲的私人投资者资助了各种新兴工业，包括铁路、钢铁、石油及玻璃制品等。此类投资中最为成功的案例是由一群富人进行的。他们融资兼并了一些不那么成功的公司，后来在 1924 年形成了一家叫做 IBM（国际商业机器）的公司。这些投资行为并不仅仅出现在美国，我们还可以在很多国家发现类似的成功故事（Rind, 1981; Benjamin and Margulis, 2001; Gompers and Lerner, 2003）。

风险投资产业可以视为个人投资者或非正式风险投资市场发展的自然结果。这个产业诞生于 20 世纪早期的美国，当时风险投资是针对拥有大量财产的家庭提供的财富管理服务的，如洛克菲勒家族投资道格拉斯飞机公司（Douglas Aircraft）和美国东方航空（Eastern Airlines）、菲普斯家族投资英格索兰（Ingersoll Rand）和国际纸业（International Papers）、惠特尼家族投资范德比尔特等。这些服务越来越专业化，并且开始雇佣外界人士来选择和管理投资，它们最终演变成了独立的风险投资群体（Gompers and Lerner, 2003）。

波士顿地区可能是最早出现有组织的风险投资活动的地区。到 1911 年，美国波士顿商会已经在为新企业提供资金和技术支持。到了 1940 年，提供类似协助的新英格兰工业发展公司也成立了（Florida and Kenney, 1988）。波士顿也是美国最早的风险投资公司的诞生地。风险投资的主意是波士顿联邦储备银行的主席 Ralph Flanders 想出来的，他注意到了新创企业成长不足、而专业投资者又不愿为新创企业提供资助的现实问题。Flanders 提出了托管基金，这使得专业投资者可以将至多 5% 的资产用于购买新企业的股份（Bygrave and Timmons, 1992）。这一提议得到了哈佛商学院教授 General Georges Doriot 的支持。Doriot

联合麻省理工学院校长 Carl Compton 以及一些当地的商业领袖，于 1946 年建立了美国研究与发展公司（ARD）。ARD 向创办不久的企业投资，这些企业立足于为二战发展起来的技术基础，并大多与哈佛及麻省理工学院关系密切。ARD 的首次投资注入了高压电工程公司（High Voltage Engineering Corporation）。这家公司是麻省理工学院的工程师创建，后来成为在纽约证交所上市的第一家由风险资本投资的公司。然而，并非所有的投资都有利可图——在 ARD 的 26 年历史中，近乎一半的收益来自 1957 年投资于数码仪器公司（Digital Equipment Company）的 7 万美元，到 1971 年这笔投资已经增值到 3.55 亿美元了（Bygrave and Timmons, 1992; Gompers and Lerner, 2003）。

硅谷/旧金山是另一个科技企业密布的地区，在 20 世纪 50~60 年代早期，风险投资群体开始在此处涌现。加利福尼亚第一家风险投资公司 Draper, Gaither and Andersen 成立于 1958 年。20 世纪 50 年代末期是风险投资公司的繁盛时期，硅谷和旧金山地区出现了十几家风险投资公司（Florida and Kenney, 1988）。

风险投资在美国的发展

尽管风险投资现象的历史悠久，风险投资产业的发展却非常缓慢。这一市场四分五裂，但却在一个一个分散的地区内相对集中（Brophy, 1986）。产业发展过程中的关键点是小型企业投资计划 SBIC 于 1958 年在美国政府的推动下实施。小型企业投资计划实质上就是私营经济与政府之间的合作，且私人运营的投资公司还可以从美国小企业管理局获得税收优惠和借款权（从 1992 年开始还可以从美国财政部以优惠利率获得股权资本），这意味着私人投资者不仅能获得条件优惠的联邦贷款，同时还得到了税收减免。然而，尽管美国采取了种种措施激励风险投资产业的发展，风险投资数量仍然相当有限。从 1946~1977 年，流入风险资本的资金徘徊在数亿美元的范围（通常远远低于这个水平）。从 20 世纪 70 年代开始，对风险投资收益的税赋大幅度提高（从 25% 提高到 49%）导致投资收益锐减，更加导致风险投资市场停滞不前。同时，这个行业经历了不少波折，风险投资公司无法应对困难局面，而公众也由此产生了对风险资本行业的不信任感。到了 70 年代末，风险投资产业已经大幅缩水，战略和运营方式愈发趋同，业内竞争乏力。当时很少有投资者、创业者和企业家认为风险投资市场对于新创企业和发展中企业尤为重要，正是这样，学术界的研究人员对这个行业也少有兴趣。

然而，到了 20 世纪 80 年代早期，风险投资行业开始飞速发展，动力来自于投资机会的增加以及税收方面的激励政策。这个市场的规模从 1979 年大约 200 家风投企业、约 29 亿美元风险资金总量，发展到了 1989 年的近 700 家企业、300 亿美元的水平（Timmons and Sapienza, 1992）。此次大跃进的原因大致有以下几点：

- 1979 年以前，养老基金用于风险投资的可能性极小，但是继美国劳工部明晰相关规定后（*The Employers' Retirement Investment Security Act*, ERISA），养老基金被明确允许用于风投基金一类的高风险资产投资——该法案被称为 ERISA 的“谨慎投资者规则”。
- 另一个相关变化是投资顾问的角色越来越重要。风投资本仅占养老基金的一小部分，几乎所有的养老基金都是直接投入到风险基金中，而对这些投资的监管和评估

相当不到位。在 80 年代中期，投资顾问（也被称为“守门人”）进入市场，其作用包括为专业投资者提供建议、从客户方面积累资源、监管现有投资的运作以及评估潜在的新基金等。

- 资本所得税从 49% 降低到 28%——该措施不仅对于刺激资金供给至关重要，还推动了创业活动，从而制造了更多的投资机会。
- 新技术（微处理器和基因重组）的出现为风险投资活动提供了丰厚的土壤。

风险投资行业在 80 年代的飞速发展导致了该行业本身的架构和功能的实质性变化。风险投资公司在数量和规模上都大幅提升，使市场中的投资公司更为多样化，被投资的企业的发展阶段、行业和地区也愈加细分。风投资本家改变了策略，开始侧重对成熟企业的中后期进行投资，投资额度也随之提高（Bygrave and Timmons, 1992; Timmons and Sapienza, 1992）。

继起飞阶段之后，美国风险投资行业在 80~90 年代的发展则充满了跌宕起伏。80 年代中期，风投基金的回报率开始下降，主要原因是在各个行业的投资过剩以及没有经验的新的投资者的进入。投资人对于过低的回报率感到失望，导致募集投资基金也愈发困难。到 80 年代末，风险投资行业的资金量大幅下滑，不断有投资企业退出（行业的“甩出”效应），从业企业的数量也一落千丈。在这一阶段，风投资本家倾向于在企业发展较晚的阶段投资，而投资专业化和策略差异化的趋势仍在继续。

到了 90 年代初，由于股票公开上市（IPO）市场带来的新可能性，以及很多有经验的风投资本家成功退出，人们对风险投资又有了新的兴趣（Gompers and Lerner, 2003）。上一阶段的“甩出”效应重组了市场并使其稳定。回报率也有改善——主要归功于蓬勃发展的 IPO 市场。然而，我们必须牢记，此时的风险投资行业仍然集中在美国的少数地区并具有一定的局限性。尽管美国的风险投资行业整体已经有所改善，风投资本家的总投资额到 1996 年才突破 60 亿美元，而且直到 90 年代末期整个市场才呈现出明显的猛增趋势。在 2000 年，总投资额达到了 1020 亿美元这一惊人数字，平均投入到每个企业的资金约为 1800 万美元。从那时到现在，美国的风险投资市场因互联网泡沫破裂而下滑，在美国的风险投资滑坡情况比很多其他国家的情况更为显著。

风险投资传播到欧洲

在很长一段时间里，风险投资被多多少少视为美国特有的现象。其实欧洲风险资本行业在 20 世纪 70 年代末就已经出现了。在更早的时期，我们还可以发现向未上市企业提供股权资本的个体公司，例如英国的 3i 公司、比利时的 Investco 和瑞典的 SVETAB 等。但是这些公司的投资动机都是孤立的，整体看来，直到 70 年代，风险投资仍然是美国仅有的事物。在欧洲，风险资本市场的发展主要在英国进行，到了 70 年代末也仅有寥寥 20 几家风投基金，总投资额约为 2000 万英镑。十多年后，在 1992 年，英国的风险资本市场已经有了大幅发展，针对 1297 家创业公司进行了总额达 13 亿 2600 万英镑的投资。

尽管如此，直到 80 年代末，欧洲才出现较为明确的风险投资行业，而此时欧洲的风投行业的增长超过了在美国的同行——在 1986~1990 年间，欧洲风险资本从 90 亿美元增长至 290 亿美元（Bygrave and Timmons, 1992）。这一增长要归功于在各国出现的二级股票市场。高速发展的企业纷纷 IPO，而风投资本家则获得了不菲的投资回报。在这期间诞生了一