

XINSHIJI FENGXIAN TOUZI XILIE CONGSHU

◆ 新世纪风险投资系列丛书

主 编 张景安

副主编 赵玉海 梁 桂

风险投资与 法律制度

中国金融出版社

新世纪风险投资系列丛书·之一

风险投资与法律制度

柯 迪 李爱民 阿 荣 余 琪 编著
苏桂梅 励雅敏 傅 浩 包建祥

中国金融出版社

责任编辑:毛春明

封面设计:陈瑶

责任校对:潘洁

责任印制:尹小平

图书在版编目(CIP)数据

风险投资与法律制度/张景安主编. —北京:中国金融出版社,2000.4
(新世纪风险投资系列丛书)

ISBN 7-5049-2143-2

I. 风…

II. 张…

III. 风险投资-法制-研究-美国

IV. D971.222.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 20006 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 固安县印刷厂

开本 787 毫米×1092 毫米 1/16

印张 16.25

字数 270 千字

版次 2000 年 10 月第 1 版

印次 2000 年 10 月第 1 次印刷

定价 32.00 元

如出现印装错误请与印刷装订厂调换

《新世纪风险投资系列丛书》专家委员会

主 编：张景安

副主编：赵玉海 梁 桂

专家委员会：王 益 段瑞春 孔德涌 马俊如 郑家亨

王惠炯 邹祖烨 张超英 许小松 苏东坡

沈仲祺 张晓原 杜占元 梅永红 李临西

赵一平 张国成 张 鳌 张志宏 李守荣

汪祖杰 沈 荣 陈高宏 吴天然 刘曼红

盖晓霞 周 石 丁雪伟 刘应力 马 林

景俊海 王志雄 杨庆根 金 鑫 柯 迪

序 言

高科技正在成为 21 世纪社会经济发展的主要动力。面对这一发展趋势,各国政府都纷纷制定相应措施,以期在未来世界经济中占有一席之地。我国已将实施“科教兴国”战略,“加强技术创新,发展高科技,实现产业化”作为政府的重要任务。江泽民总书记在会见九届全国政协科学家和科技工作者代表时指出:“创新是一个民族进步的灵魂,是一个国家兴旺发达的不竭动力,没有科技创新,总是步人后尘;经济就只能永远受制于人,更不能缩短差距。”

应该说,重视基础研究,取得高水平的科研成果是实施科教兴国战略的一个重要方面,而如何将科技成果转化成现实生产力,是另外一个重要方面。加速科技成果的产业化,对于提高我国经济的整体素质和综合国力,有着更加重要的意义。改革开放以来,我国政府先后投资于“863”计划、星火计划、火炬计划等高科技研究和科技产业化项目,取得了明显的社会效益和经济效益。然而,我国高科技产业化的水平还远不能适应经济发展的要求,科学技术向生产力转化的进程仍然比较缓慢,高新技术产品产值占社会总产值的比例也远低于欧美发达国家。除了部分技术确实不符合生产需要或不成熟的原因外,最主要的还是缺乏金融资本的支持。

从国外的经验来看,风险投资已经成为一些国家高新技术产业化的驱动器。在欧美发达国家,风险投资业已成为高科技公司发展过程中最有力的融资渠道之一,以风险投资为背景的高科技企业也成为国民经济中极为重要的组成部分。尤其是作为风险投资发源地的美国,风险投资相当成功,对经济产生了深刻的影响,推动了高科技成果的转化,对产业结构的优化起了不可忽视的关键作用。目前美国风险投资

210523
基金已超过 450 亿美元,每年向高科技企业投入的资金达 100 亿美元。风险投资大大加速了高科技企业的成长,培育出一批像 IBM、英特尔、苹果电脑、微软、网景、雅虎等世界级高科技大公司。在美国,正是风险投资掀起了竞争和创新的浪潮,不断为美国经济注入新的活力,可以说,美国高新技术产业化的动力来源相当程度就在于其发达的风险投资。

近年来,我国的风险投资事业有了一些实质性的进展,但是与风险投资发展比较成熟的国家相比,仍处于起步阶段,还有许多现实问题需要解决。如中国市场体系尚不完善,金融市场也未规范,管理水平有待提高,缺乏高素质的风险投资家队伍,企业界、金融界乃至整个社会风险投资意识淡薄等。尤其值得关注的是,目前我国不同类型的风险投资机构有 200 多家,对于这些机构来说,资金投向哪里?怎样对受投资企业进行正确选择?如何估价?诸如此类问题,如果得不到很好解决,极有可能因观念意识与操作规范的误导,使整个产业方向发生偏差,使风险投资流于概念和形式。为此,我们应充分借鉴欧美工业化国家发展风险投资业的成功经验,并结合我国国情,走自己的路,形成具有中国特色的风险投资机制。所以,在当前国内对风险投资形成热潮的背景下,研究以美国为主的西方发达国家风险投资理论和实践,并把它介绍给国内风险投资业界,无疑对于提高整个社会风险投资意识、尽快形成职业风险投资家队伍、促进风险投资业在我国的顺利发展具有极为重要的现实意义。

跨入新的世纪,我国大力发展风险投资事业的基本条件已经具备。随着我国金融体制改革的顺利进行,市场经济的不断完善,在中央和各级地方政府鼓励政策的大力支持下,风险投资的有效机制必将在我国尽快建立起来。可以预言,在 21 世纪的头十年里,风险投资事业将在我国迅速发展,并在促进我国高新技术产业发展和提高综合国力方面发挥重要作用。

科学技术部副部长 徐冠华
中国科学院院士

2000 年 3 月 17 日

前 言

值此千禧年到来之际,新世纪的曙光照耀了全球大地,世界经济一体化趋势日益加强,占全球五分之一人口的中国正以矫健的步伐走向经济领域的联合国——WTO,游戏规则日趋完备,各国以综合国力为核心的竞争号角已经吹响,发展高科技成为各国竞争的杀手铜,以人为本的技术创新成为各国的第一需要。科技强国美国自 90 年代以来,在以信息和电子技术为主的高科技产业的带动下,其经济增长已持续 7 年,道·琼斯指数直破万点大关,那纳斯达克市场更是风光无限。如此奇功当属谁?当然是良好的风险投资机制。

邓小平同志早就指出:“金融很重要,是现代经济的核心。金融搞好了,一着棋活,全盘皆活。”在中国如何建立风险投资机制,是一个挑战。在如此大好背景之下,香港创业板已于 1999 年 11 月隆重开市。而中国证监会已将创建附属于上海证券交易所和深圳证券交易所的高科技板市场列为 2000 年度中国证券市场的十件大事之首。

形势喜人,形势逼人。创业板市场进入中国内地只是时间问题。与其临渊羡鱼,不如退而织网。为此,我们在国家科技部的直接指导下,由上海浦东生产力促进中心产业经济研究院承办,组织了一批全国风险投资研究界和实业界的精英,其中有来自复旦大学、上海财经大学、证券机构、风险投资管理公司、风险投资企业等的专家、学者和企业家编写了《新世纪风险投资系列丛书》。在丛书的编写过程中,美国哈佛大学的学者、硅谷风险投资家在研究资料方面提供了慷慨支持。丛书共分六册,是我国目前唯一的一套全方位、多角度论述风险投资的丛书。

丛书之一:《风险企业与风险投资》从多个角度全面系统地介绍

了风险企业和风险投资的概念、发展特点、运作过程及发展对策等。论述了风险资本与风险企业的关系及其运作过程,风险管理在风险企业中的重要地位及其主要内容,高能管理在风险企业中的地位及其主要运作原则和内容,企业文化对风险企业发展所起的“灵魂”作用,科学园区的概念、类型、发展及其对风险投资业的策动作用,天使投资的内涵、运作特点及其对风险投资的“种子”作用,政府对风险企业和风险投资业的推进效用及其主要扶持措施等等。

丛书之二:《技术创新与风险投资》系统研究了技术创新和风险投资的相关问题,包括技术创新与经济的发展,技术创新政策与政策工具,技术创新与风险投资等方面内容,并侧重对发展我国的技术创新和风险投资作了全面和深入地探讨。对发达国家的技术创新政策、政策目标和政策工具及其效果等作了深入的探讨和比较研究,并选择美国、欧盟主要国家和日本作为个案研究;风险投资作为技术创新的政策工具之一,对发达国家的经济增长起到了重要作用,因而对我国的技术创新和经济增长有一定的借鉴意义。

丛书之三:《风险投资与操作实务》从实践操作和理论两方面着手,试图揭示美国风险投资业成功的原由,以及风险投资内在的规律性。本书对风险投资的概念、成因以及发展的历史进程进行了动态的、全面的介绍;探究了美国风险投资业内在的各种运作机制和机理。正是这些内在机制相互作用,相互影响,使风险投资能够控制企业投资,特别是高科技企业投资过程中的高风险,为投资各方带来预期的利益;分析了风险投资对美国高科技和经济发展的作用,分析了影响风险投资的各种因素,以及促进风险投资的各种方法。

丛书之四:《风险企业与融资技巧》从风险企业的角度出发,阐述高科技风险企业面对急迫的资金需要,如何融通资金,为自己的高速发展构建一个高效、安全、成本最低的金融支持系统。详细介绍高科技企业可供选择的几种融资形式:商业银行贷款、天使投资者和企业风险投资、风险资本家、直接上市融资等;提供了一个风险企业面对不同融资方式时如何比较选择融资方式的示例和一个真实的风险企业融资过程;对风险融资中最为重要的要素——商业计划书进行全面的介绍,包括商业计划书的重要性、商业计划书写作的原则和内容架构、写作要领、研究写作的过程、主要内容和格式,并提供了两份典型的商业计划

书示例。

丛书之五:《风险投资与二板市场》从理论角度分析了二板市场在一国证券市场 and 经济发展中的重要地位,介绍了世界各国(地区)的二板市场的具体情况。其中重点介绍了美国 NASDAQ 市场和刚成立的香港创业板市场的发展历史、市场结构、上市和交易制度等主要内容。同时,本书也对英国另类市场、欧洲新市场、新加坡 SESDAQ 市场、马来西亚 MESDAQ 市场、吉隆坡二板市场、台湾柜头市场和报备市场,以及日本 JASDAQ 和 Mothers 市场等各国(地区)的二板市场有一定的涉及;在分析了我国中小高科技企业、风险投资业的发展历史和现状的基础上,提出了建立我国二板市场的设想,并从多个角度讨论了建立我国二板市场的可能性与可行性。

丛书之六:《风险投资与法律制度》主要基于美国的风险资本市场是目前世界上最大、最发达的风险资本市场这样一个事实,借鉴美国风险投资业发展过程中的经验和教训,以及可能的风险规制手段。本书论述的问题包括:对风险投资的一般观察,利用风险资本的基本原理以及风险资本的含义,风险基金的组织形式选择,风险资金的筹募,风险投资过程中法律文件的准备,联合条款的内容和值得注意的问题,接受风险投资企业中的股权安排问题,项目评估问题,交易的管理,风险资金的退出,董事的义务与雇员的利益保障等。

“天下兴亡,匹夫有责”。为了更好地学习和研究发达国家在风险投资领域的先进经验,为我国风险投资业服务,我们感到编写这套《新世纪风险投资系列丛书》是时代的召唤,大众的期望。我们把这套丛书的读者群定位为:风险投资家、投资银行家、企业家、财务专家、相关律师、有关政府官员;保险公司、金融公司、银行等有关人员;专业技术转移机构;相关科研人员、高校师生;业余爱好者。愿《新世纪风险投资系列丛书》以“独到、新颖、全面、求实”的姿态向读者展示风险投资的瑰丽风采。



引言 风险投资在美国

一、AR&D: 风险资本的产生与发展

在美国,现代意义上的风险投资的渊源可以一直追溯到 20 世纪 20 至 30 年代。当时,一些富有的家族或个人投资者纷纷向那些注定将成为知名企业的公司,如东部航空公司(Eastern Airline)、施乐公司(Xerox)等等提供初创资金。尽管如此,风险投资业内的绝大部分从业者都认为,该行业的里程碑性事件是美国研究与发展学院公司(American Research & Development Institute,以下简称“AR&D”)在 1946 年的成立。

从一开始,AR&D 即作为专业投资机构向那些新兴的和处在快速成长期的企业提供资金。不过,帕特里克·李雷斯(Patrick Liles)指出,设立专业性风险投资机构的理念最初是由时任波士顿联邦储备银行总裁的拉尔夫·E·弗兰德斯(Ralph E. Flanders)提出的。据记载,1945 年 11 月 16 日,弗兰德斯在向全国证券交易商协会(National Association of Security Dealers)的演讲中提出了一项独特的建议。他指出,由于在过去相当长的一段时间内,缺乏向新兴的、年轻的公司提供更多的资本金的公共机构,因此,有必要解除《1940 年投资法》对信托基金的限制性约束,以使其能够对新生企业进行股本投资。同时,他还指出:“美国的商业,美国人的工作机会以及美国公民作为一个整体的富有状况在自由企业制度下不可能得以无限延续,除非在我们的商业结构中不断地有健康的婴儿诞生。我们也不能在长期内指望现有大工业自身的扩



张。我们需要来自下层的新生力量。我们需要将巨大的信托资源中的一部分与一直在寻求外部支持的新的构想结合起来。”

弗兰德斯的想法得到了乔吉斯·多瑞特(Georges Doriot)的支持。多瑞特是哈佛大学商学院教授,多年来,他和一些同事一直认为,麻省理工学院在第二次世界大战期间开发的大量技术具有巨大的商业应用前景。他们相信,可以通过向金融机构筹募资金,创设一家独立的无需政府资助的私有实体,以将这些技术研究成果投入具有生存前景的企业。这一实体,即 AR&D,于 1946 年 6 月 6 日根据马萨诸塞州法成立。

不过,为这一封闭性投资基金筹募 500 万美元的创始资金却成为一项难以克服的挑战。事实上,即使在今天,为一项未经证实的理念筹募如此之多的资金也是困难的。最终,人们决定通过以每股 25 美元的价格出售 20 万股股份的方式来筹募资金。尽管如此,到 1946 年 10 月底,有 139930 股被售出,为 AR&D 实际募得 350 万美元,仅超出预定最低目标 50 万美元。而且,其中的 180 万美元来自机构投资者。统计显示,到 1947 年末,保险公司(约翰·汉考克相互寿险公司)、投资公司(马萨诸塞投资者信托基金)以及大学(麻省理工学院、宾夕法尼亚大学和罗彻斯特大学)共持有 49.6% 股份,而 AR&D 的董事和官员们则持有 45%。尽管如此,发起者筹得的资金超过 300 万美元最低目标这一事实仍足以证明这一简单想法背后所隐藏的巨大的商业前景。

AR&D 主要资金来源状况表明,它与哈佛、MIT 社区以及那些因最终改变波士顿市经济状况的技术企业间有着共同的成长经历。它的第一个投资项目,高压工程公司(HVE),由来自 MIT 的 5 名物理学家和工程师设立,后来成为在纽约证券交易所上市的第一家获得风险资本资助的高科技企业。紧接该笔交易之后的是 Tracerlab 公司和 Circo Products 公司。至 1947 年底,AR&D 已向 6 家初创企业和 2 家既有企业作出投资。这一增长势头一直保持到 50 年代,结果不可避免地导致基金以及被投资企业中出现的负现金流,盈利性和流动性不足,早期资本收益不足,以及支付股息能力下降。纵观最初的几年,李雷斯指出,“管理层和董事们并没有作出努力,以激起人们对于公司前景的热情”。事实上,他们甚至对股东坦率地指出,在第四业务年度开始之前,他们并不指望会出现盈利,并且,“股东对此应当表示理解和支持”。直到 1954 年,AR&D 的经营哲学才发生了明显的倾斜,表现出对盈利能力的关



注,同时也认识到支付股息的必要性。

持续的主动投资、负现金流和对接受投资企业的保守评价,使得 AR&D 股票的价格走低,基金管理者间就如何评价在年轻的非上市公司中投资产生争议。此后,多瑞特及其顾问和其他董事逐渐介入被投资企业的业务经营,向这些企业提供技术和管理支持以帮助它们成长。在描述这一阶段发生的情况时,多瑞特的一句话曾被多次引用,即在最初的年份当中,绝大多数被投资企业曾“至少一次接近突然死亡”,而 AR&D 所能做的就是“观察、促进、担心和传播希望”。同时,公众风险投资理念在当时尚未得到广泛认同,这也给 AR&D 的进一步发展增加了难度。事实上,直至第 5 年即 1951 年底,AR&D 才开始具备足够的能力和流动性,以继续新的投资,此时,已有 10 家被投资企业开始盈利。

AR&D 历史上最具决定意义的事件是其在 1957 年对数字设备公司(DEC)的投资。该项投资的最终成功改变了美国的风险投资业,使风险投资业驶入了全新的纪元。最初,AR&D 以 7 万美元的代价取得了该公司的 77% 的股权。此后,DEC 公司如同彗星般的上升,使 AR&D 持有的股权价值到 1971 年即已增长了 5000%。这一巨大的成就以及类似 DEC 公司的其他企业的成功,从根本上拓展了风险投资领域的外部边界,并为 70 年代和 80 年代的风险投资业提供了典范。

同时,DEC 公司截止至 1960 年所取得的成就使得 AR&D 能够说服雷曼兄弟公司以每股 74.10 美元的价格为其承销股票(这是一笔比 1947 年的每股 25 美元大得多的交易)。此举为公司带来了 800 万美元现金。在随后的 10 年中,随着经济的活跃和证券市场行情的回升,DEC 公司的市值直线上升。到 1971 年,AR&D 的股票估计已价值 35500 万美元。一年后,AR&D 被出售给泰克斯伦公司(一家大型企业集团),售价相当于每原始股 813 美元。自设立至此,AR&D 已实现了 14.7% 的复合回报率(ROR)。不过,如果没有 DEC 公司的话,该比率将会下降至 7.4%。这充分说明,在风险投资行业,仅仅一项超级投资项目即足以对整个组合回报产生巨大影响。

作为战后产业发展的催生者,AR&D 的成功也对促使波士顿和硅谷向高科技经济带的转化发挥了重要作用。它表明了向初创公司提供私人风险资金和主动支持的重要性和回报前景。我们认为,多瑞特提出的需要培育新企业以促进经济增长的论断在今天如同在 1946 年一



样有效。

总之,AR&D的方法是古典式风险投资,表现在仅进行长期股本投资,并且愿意在短期内与接受投资企业共患难。不过,这种做法在以后的岁月中却发生了很大的变化。

二、小企业投资公司

在风险投资业发展历程中,第二项具有分水岭意义的事件发生在1958年。当时,受AR&D和其他私人风险投资基金的鼓舞,民间逐渐产生了督促联邦政府在促进风险资金流动和提高小型公司设立方面发挥更为积极作用的呼声。于是,小企业管理局(SBA)提出了设立小企业投资公司(SBIC)的设想。1958年通过的《小企业投资公司法》旨在创设由政府授权和调整的风险资金库,以鼓励处在新生和早期阶段的企业的发展和形成。这些基金由小企业管理局管理,但投资的决策权仍掌握在私人手里。

法律允许SBIC的组织者们就其投入的每一美元取得4美元的低息政府贷款,由此而形成的投资结构对SBIC而言尤为特殊。偿债要求以及最终将偿还联邦政府贷款的需要也导致了与AR&D大不相同的投资实践和哲学。为满足对政府的义务,SBIC通过借入大量债务来规划其资金结构(这与AR&D提出的股本投资线路完全相反),并将其投资活动限制在现有的、更稳定的、更小的且具有更平稳现金流和收益的企业。

此时,由于该行业可以随时从政府处获得廉价的资金,结果使得金融家不得不逐渐退出,而他们当中的许多人本来是应该留下来的。到1962年,有585家SBIC登记注册;而到60年代中期,近700家SBIC实际上几乎构成了美国风险投资业的全部。多瑞特曾指出,在与小公司合作时最困难的、最耗费金钱的挑战被风险投资舞台上的这些新进入者极大地低估了。其不可避免的结局让人联想起类似于80年代在美国储贷业发生的动荡。在1966至1967年期间,有232家SBIC被划入“存在问题”一类,无论用何种标准来衡量,这是一场灾难。关于不称职甚至欺诈的指控使得这一新生的产业前途黯淡。最终,联邦政府不得不实施新的立法,将SBIC的数目减少至250家。到1978年,它们仅占有美国可获得风险资金总量的21%。其衰落的伴生物是私人风险投



投资基金的出现。事实上,在 1968 年,后者在管理的资金总量方面已超过 SBIC。

1968 年间直线飙升的场外交易是推动 SBIC 成功和泛滥的另一股力量。它在某种意义上加快了证券市场的发展,即便是 1983 年的市场狂热与之相比也黯然失色:1968 年至 1969 年间,近 1000 家小型公司向公众发行股票;并且,小型公司的股票发行总量达到 14 亿美元。这一史无前例的现象使人们坚信在那些新近成立的私人风险投资基金中,异乎寻常的回报是有可能实现的。在那些被成功冲昏头脑的日子里,这一信念是难以抗拒的。大量资金(仅在 1969 年即达 2 亿美元,大约相当于 1990 年的 7 亿美元)伴随着美好的期望涌入市场。向处于早期阶段的非上市公司投资,并通过公开上市而收回投资的机会看上去也似乎无穷无尽。

截至 1969 年底,证券市场仍然是迅速上升的,但小公司的股票却呈螺旋下降趋势。衰退的压力和为应付越南战争而实施的增税政策,在风险投资业引发了灾难。60 年代末期的投资狂潮,尤其是对新生公司的投资,导致了与 AR&D 在早期所经历过的几乎一模一样的创伤:母公司和被投资企业同时发生负现金流、亏损、对更多现金的需求以及其他挫折。不过,二者之间也有巨大差别:AR&D 和其他私人风险投资基金从事全股本或近乎全股本投资,因而能够使自己免除初期偿债的额外负担。毕竟,自 1946 年 AR&D 产生以来,事实已多次证明,发现和重塑成功小型公司的任务是极其冒险的交易。这项交易既耗费时间又耗费金钱,在管理上也极其复杂。

1974 年至 1975 年间,因石油禁运而引发的经济衰退对于许多 SBIC 支持的具有债务资本结构、负现金流且销售额不断下降的小公司而言,是极其沉重的打击。显然,70 年代早期也不是类似 AR&D 这样上市交易的风险投资基金的好时光。因此,他们在 1972 年作出将其售给泰克斯伦公司的决定,无疑是受到 AR&D 所发现和预期的示警信号的影响。1975 年,小公司的首次上市发行总量为 1600 万美元,仅相当于 1968 至 1969 年间大发展时期的极小部分。面对平静的证券市场,投资者们开始向别处找寻机会。自 1977 年起,他们对风险投资业的资本承诺开始平稳下降,直至每年仅为 5000 万美元,甚至更少。风险投资从业者的数量和活动也有所减少。对处在初创和早期发展阶段的公



司进行的投资则尤为困难。机构投资者开始质疑长期投资的可行性以及与之相随的不可避免的流动性困境。许多专业人士都担心,风险投资业将无法按照既有模式继续生存。

SBIC 和 AR&D 的经历导致了一种新的产业形式的产生,即创设更具持久力并且能够确实从事以股本为基础的风险投资。这直接促成了我们今天所知道的周期为 10 年的非上市合伙人结构在 70 年代末和 80 年代的演变。此外,如同 AR&D 的经历所表明的那样,寻找一家能够使整个基金业绩表现卓越的 DEC 公司至少是一项冒险的、专业性的和非常困难的投资形式,或从最坏处着想,它根本就是可遇而不可求的。

三、70 年代末:风险投资的立法冲击

风险投资的立法冲击

《小企业投资公司法》(1958 年)	使小企业获得风险资金的可能性有所增加。
《雇员退休收入保障法》(ERISA) (1974 年)	抑制了计划信托基金的高风险投资激励。
《赋税法》(1978 年)	向股本投资提供了资本收益税方面的激励。较前一年而言,承诺资本增加了 556000 万美元。
ERISA 中的“谨慎人”规则 (1979 年)	明确了年金基金投资者进行较高风险投资的方针。
《小企业投资激励法》(1980 年)	将创业企业界定为商业发展公司,免除了其注册为投资顾问公司的强制性要求。
ERISA 中的“安全港”条款 (1980 年)	指明风险基金的管理者不再被视为计划资产的信托人。
《经济复兴赋税法》(1981 年)	调低资本收益税率。1981 年,资本承诺增加两倍,达到 13 亿美元。
《税收改革法》(1986 年)	减少长期资本收益激励。

美国的风险投资业在 1970 年至 1977 年间几乎陷于停滞状态。但幸运的是,1978 年成为全球风险投资业爆炸性发展最关键的一年。借助于在整个 70 年代为恢复这一毫无生气的产业所进行的努力,风险投资者、企业家以及国会中的同情者将之导向更为有利的环境。弗兰德斯和多瑞特的关于更少限制的证券和税收法规的呼声促使人们通过了



五项具有重大意义的立法,进而戏剧性地改变了美国风险投资业的根本法则。结果,80年代最终成为风险资本有史以来最为活跃的时期。当时,仅在美国一地就拥有超过300亿美元的风险资金,在西欧,也有同样的300亿美元,它们都表现出持久的生命力。上列表格采纳了这些主要的法律变迁:

——1978年《赋税法》将普遍资本收益税率从49.5%降至28%,从而自60年代以来,第一次为长期股本投资提出了税收激励。这一点导致了风险投资基金次年在资本承诺方面呈10倍的增长。

——1979年《ERISA法》中关于调整年金基金经理人投资指南的“谨慎人”规则得到修正,明确允许进行高风险投资。

——1980年《小企业投资激励法》将风险投资企业界定为商业发展公司,免除了其作为投资顾问公司向证券和交易委员会的注册要求,给予了投资者更多的灵活性。

——1980年《ERISA法》“安全港”条款明确指出,风险投资基金经理人不被视为投入其所管理的资金库(合伙结构的风险投资基金)中的年金基金资产的信托人。这使得风险投资者有更大的活动空间,并免除了将年金基金接纳为有限合伙人时的风险暴露。

——1981年《经济复兴赋税法》进一步将个人资本收益税率从28%降至20%,这使得在1981年对风险投资基金承诺的增长幅度变为2倍。

无论从个别还是从总体来看,这五项立法都完全改变了风险投资业,导致美国风险投资的资金库有了10倍的增长。这一变革,迎来了风险投资业的新纪元的到来。

四、80年代:风险投资业的新纪元

就像证券市场在1969年突然发生下跌一样,70年代的所有阴霾和厄运在80年代发生了逆转。统计数据显示,资本承诺发生了迅速回转:1980年以10倍跳高,然后在下一年增长为原来的2倍,并直升至1987年的近50亿美元的最高位。这一新生股本形成比率要比70年代快几乎50倍。

伴随着这一惊人增长,社会发生了一系列企业活动,包括企业的初创、管理层和杠杆收购以及公开上市等。这在美国企业史上尚属首



次。许多人发现,1978年美国风险投资业开始进行根本上的改变。在外界看来,该行业规模较小(约225家企业),结构紧凑,各企业在战略安排和实践方面有些雷同,在交易过程中通常比较容易进行合作;它们对交易的竞争也比较弱,因为替代融资方式很少;并且,该行业的从业者也十分有限,风险投资者们共享交易流和勤勉信息,并且时常进行投资合作。

1980年以前,风险投资业可以被认为是平静的,如在1979年,仅有46000万美元被投向约375家公司,但在1987年,当其处于巅峰期时,该行业急剧扩展到拥有近700家风险投资企业,它们共向1729家接受投资企业投入了39.4亿美元。70年代睡意朦胧的乡村工业到80年代已被改造成为生机勃勃的私人风险和股本投资的动态市场。事实上,即使是SBIC行业也进行了重组和扩张,至80年代末,它也已包含了450家企业。不过,它已成为次要的风险资金提供方,截至1989年,仅占总量的1%。

五、90年代:风险投资业的萎缩

到1990年,风险投资业发生了一些轻微的问题。在阐述这一变化时,我们不妨看一看以下评论,它们都是在1989年至1991年间从行业内部的企业董事会会议上以及其他来源处收集到的:

——“风险投资业已永远地改变了,当震荡结束后,它已不会返回到原有的黄金日子了”。

——“创业和风险资金已越来越难被合格的初创和成长公司取得了”。

——“风险投资者正变得越来越贪婪”。

——“无论是全面的还是仅给予有限合伙人的回报,都不足投资者年度预期的20%至50%”。

此外,另一项危机也冲击着SBIC。自创立伊始,几乎三分之一的SBIC都不得不接受清盘。到1990年中期,报道称,有159家正在接受清盘,它们共拖欠美国政府47600万美元。SBA进行的一项研究显示,SBIC计划所导致的潜在损失超过8亿美元。

与80年代以前相比,我们看到的是一个正处在急剧变革时期的风险投资产业。一位企业家指出,“专业的企业管理人士将不惜任何代价