

风险投资

屈琳 张子群 编著
滕永平 周田

VENTURE
CAPITAL



NEUPRESS
东北大学出版社

前 言

高新技术及其产业化是推动经济增长的重要力量，而高新技术的发展离不开风险投资。风险投资作为新经济浪潮中一个新型的投资品种，符合时代的要求。风险投资具有不同于一般投资的特点。首先，风险投资具有高风险、高收益的特征。其次，风险投资大部分都投向高新技术领域。第三，风险投资具有很强的参与性。最后，风险资本具有再循环性。

本书力求全面介绍风险投资的体系，主要内容包括：第一章风险投资概述；第二章风险投资运作；第三章高新技术产业与风险投资；第四章世界主要国家和地区的风险投资项目选择特点；第五章风险投资项目评估的程序及主要内容；第六章市场评估；第七章项目的不确定性分析；第八章证券工具的选择与投资监控；第九章风险投资的退出机制。

本书参考了大量国内外文献资料和著作，在此谨表谢意。

由于时间仓促，加之作者水平所限，本书不足及不妥之处在所难免，恳请读者批评指正。

作 者

2002 年 3 月

目 录

第一章 风险投资概述.....	1
第一节 风险投资概念及特征.....	1
第二节 风险投资发展历程.....	4
第三节 风险投资在经济发展中的作用	15
第二章 风险投资运作	20
第一节 风险投资运作过程及方式	20
第二节 风险投资公司	28
第三节 风险资本的来源及投向	34
第四节 风险企业	51
第三章 高新技术产业与风险投资	58
第一节 高新技术产业的界定	58
第二节 高新技术产业与风险投资的关系	67
第三节 风险投资方法	70
第四节 我国风险投资策略分析	74
第四章 世界主要国家和地区的风险投资项目选择特点	78
第一节 进行项目选择的重要性	78
第二节 各国风险投资项目选择特点	80
第五章 风险投资项目评估的程序和主要内容	86
第一节 风险投资项目的决策程序	86
第二节 经营计划书的主要内容	86
第三节 对项目经营计划书的评估	88
第四节 创业团体人员能力的评估	89

第五节 项目的技术评估	90
第六章 市场评估	92
第一节 市场调查	92
第二节 市场预测	97
第三节 市场预测方法	100
第四节 市场综合分析和产品方案分析	113
第七章 项目的不确定性分析	116
第一节 不确定性分析概述	116
第二节 盈亏平衡分析	118
第三节 敏感性分析	127
第四节 概率分析	133
第五节 风险决策分析	142
第八章 证券工具的选择和投资监控	148
第一节 投资目标	148
第二节 证券工具的选择	150
第三节 股份的计算及调整	158
第四节 风险投资中的管理监控	162
第九章 风险投资的退出机制	169
第一节 风险投资退出的途径	169
第二节 二板市场	177
参考文献	191

第一章 风险投资概述

风险投资起源于美国，20 世纪 40 年代创立，20 世纪 70 年代得到迅速发展。继美国之后，西方发达国家如英国、德国、法国、日本陆续制定了风险投资制度。风险投资融高收益、高风险于一体，为企业——特别是高新技术企业开辟了新的融资渠道。自风险投资走上历史舞台半个多世纪以来，为美国乃至世界的经济、科技发展作出了巨大贡献。

第一节 风险投资概念及特征

一、风险投资的概念

风险投资 (venture capital)，又称风险资本、创业资本、创业投资。广义的风险投资，应包括对一切开拓性经济活动的投资行为。狭义的风险投资，专指与现代高科技产业有关的投资活动。

从世界范围来看，风险投资实践已有半个世纪的历史。但迄今为止，国内外对这一概念并无一个统一的阐释。国际上几个权威机构的定义分别是：美国风险投资协会 (NVCA) 认为，风险资本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中的一种权益资本；欧洲投资银行认为，风险资本是为形成和建立专门从事某种新思想或新技术生产的小型公司而特有的、一定的股份形式承诺的资本；经济合作与发展组织 (OECD) 对风险投资的含义曾经有过三种不同的表述：①风险投资是以高科技知识为基础，生产与经营技术密集型的创新产品或服务的投资；②风险投资

是专门购买在新思想和新技术方面独具特色的中小企业的股份，并促进这些中小企业的形成和创立的投资；③风险投资是一种向极具发展潜力的新建企业或银行或与银行相似的传统融资渠道获得资本的工商企业的投资行为。

由我国政协提出的《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》（民建中央 982 政协一号提案）中将风险投资定义为：把资金投向蕴藏着失败危险的高技术及其产品的研究开发领域，旨在促进新技术成果的商品化，以取得高资本收益的一种投资行为。

二、风险投资的特征

风险投资具有不同于一般投资的特点。

1. 风险投资是高风险、高失败率、高回报并存的投资

其高风险、高收益的特点是由其主要投资对象——高新技术产业的特点所决定的。投资于高新技术产业是一种特殊金融行为，高风险、高失败率、高回报并存。风险投资主要看重的是高新技术产业的潜在技术优势和未来市场潜力，然而，由于高新技术产业化带有种种不确定性，将面临企业的技术风险、市场风险、管理风险，因而失败率很高。因此，投资于高新技术风险必然要求高收益率，以实现风险补偿，保证金融资本的积累与发展。据统计，成功的高新技术投资项目的投资回报率一般在 30% 以上，高的达到数倍甚至数百倍。因此高新技术产业具有高于平均利润的超额垄断利润，这种高于平均利润的超额收益就是对风险的补偿。英国风险资本协会 1997 年的研究报告表明，英国 1996 年风险投资的回报率为 42.9%，近 3 年平均为 26.6%，近 5 年平均为 25.7%，近 10 年平均为 15.7%。

2. 风险投资是权益投资，产出的是特殊商品——企业以资本增值获利

风险企业的优势是拥有智慧与技术，并将其转化为高新技术产

品，但是，其创业初期风险高，未来高收益不确定，难以获得金融机构的借贷融资，更难达到上市筹资的条件。风险投资则是主动进入高风险领域，寻求在尽可能减少风险条件下的最大投资收益。它们为风险企业提供资金援助，其着眼点并不在于风险企业当前的盈亏和资信，不要求风险企业在较长期限内偿还本息，而是以权益资本或准权益资本的方式将资金注入风险企业，其目的是营造出能够在市场上出售的企业，着眼于该企业的长期收益与增值，在适当的时候通过出售所持风险企业的股份撤出投资，以资本增值的方式实现获利。

3. 风险投资是长期性、阶段性投资

风险投资援助一项科研成果转化为高新技术产品，要经历研究开发、样品试制、正式生产、寻找市场、扩大规模、获得盈利等各个阶段。只有当生产规模和盈利水平达到较高程度时，风险投资才能通过适当的途径收回投资并获得较高的投资利润。从国内外的经验看，这一过程少则3~10年，相对于其他投资方式来说，达到获利的时间较长。阶段性是指风险投资公司将风险企业的成长过程分为几个阶段，风险投资分阶段地投入企业，每次只提供确保企业发展到下一阶段的资金，同时，严格进行预算管理，反复评估企业的经营状况和潜力。上一阶段目标的实现是决定下一阶段资金投入决策的重要依据，以此降低投资的风险，提高风险投资企业的成功率。

4. 风险资本的再循环性

风险资本运行方式的特征是“投入——增值（或清算）——回收——再投入”，而不像一般投资是以间断的方式进行投资。风险资本只是辅助风险企业成长的资本，当风险企业发展壮大后，尽管出售风险企业（上市、并购）之后再持有其股份的风险较小，获利也较高，但风险投资公司一般并不眷恋于此，而是尽快转让股权或抛售股票，回收资金并获得高利润。之后，并不会终止其投资活

动，而是带着更大的投资能力和更大的雄心寻找新的风险投资机会，把套现获得的本金投入到新一轮风险投资中。

5. 风险投资活动需由一批专职的精干的风险投资家来运作

这是由上述特点所决定的。风险投资公司不但要从众多的申请资助的项目中筛选出特别有潜能和希望的项目进行投资，还要直接进入所投资企业的决策层，参与企业战略决策、技术选择、研究开发、市场开拓、资金融通、资产重组等一系列活动，组建或主导风险企业的董事会，建立一个强有力的管理核心。这种特殊的工作不仅需要风险投资家付出极大的热情和艰苦的努力，而且需要他们精通相关专业技术和金融贸易知识，具有管理才能。为此，风险投资公司需按市场规律把金融家、风险投资家、企业家和科技专家等人才结合在一起，形成一支高素质的风险投资家队伍。

6. 风险投资的投资对象和时机不同于一般投资或银行投资

风险投资以非传统的融资方式来支持科技发展和产业发展。一般投资或银行投资对投资对象的审查重点往往放在财务分析和物质保证方面，而风险投资审查的重点是无形资产，它考虑的首要任务是智力成果、科技力量的配备等无形资产。其次，在投资时机的选择上也有差异。一般投资或银行投资由于受制于风险的制约，只在拟投资的对象有偿还能力、发展势头良好、确保有盈利的情况下才敢于投资。投资对象主要是成长阶段和成熟阶段的企业和项目。而风险投资则恰恰相反，往往集中于风险企业初创阶段，而不是成熟阶段。

第二节 风险投资发展历程

风险投资作为一种独特而有效的投资方式遍及全球，对经济的发展特别是高新技术产业的发展起到了巨大的作用。但回顾它的历程，其发展道路却并非一帆风顺。由于风险投资最早起源于美国，

而美国又是风险投资发展最迅速的国家，因此，本节以美国为主介绍风险投资的发展历程。

一、风险投资的起源

现代风险投资的诞生可以追溯到 20 世纪 40 年代。30 年代的经济萧条刚刚度过，新企业开工率不足，发展缺乏后劲，迫切需要一种有效的渠道对新企业进行“企业家式的融资”（entrepreneurial financing）。有识之士建议政府用已有的“新政”建立的政府机构（如重建金融公司）或成立新的机构，出台适当的政策以扶植新企业的发展。两个重要的人物参与了新的融资渠道的建立，一个是波士顿联邦储备银行的行长拉尔夫·弗兰德（Ralph Flanders），另一个就是后来被称为“风险投资基金之父”的美国哈佛大学商学院教授乔治·多里特（George Doriot）。乔治·多里特将军和拉尔夫·弗兰德行长意识到传统中小企业的融资主要依靠富有的个人和家庭，但进入 20 世纪 40 年代后，美国社会的财富越来越多地掌握在金融机构的手中，因此应该设计出一种市场机构来吸引这些金融机构对中小企业的投资，对一个新的企业来说，管理技术、经济和资金同等重要，因此新的机构不仅能给新企业带来资金，而且还能提供经营管理上的帮助，更重要的是他们还于 1964 年发起成立了美国研究开发公司（American research development corporation，简称 ARD），尝试利用市场机制来解决新企业的融资不足问题。这是一家上市交易的封闭式投资公司，也就是第一个现代意义上的风险（创业）投资基金。但一开始 ARD 并未吸引很多的投资者，1946 年计划募集 500 万美元，结果只募集到 350 万美元，很快这笔钱就投资殆尽。1949 年进行了第二次募集，一方面是因为当时投资者尚未充分了解新企业融资的需求，另一方面是因为投资者较注重眼前的收益，而对可能带来长远利益的投资兴趣不大，所以第二次募集也不很成功，计划募集 400 万美元，结果仅筹到 170 万美元。直到 1951 年

又一次募集时，才筹到另外的 230 万美元，但在此后的 8 年间，ARD 的股票价格一直低于其净资产的 20%。ARD 公司的股票面值是 25 美元，但其交易价格总在 19 美元之下。面对这种状况，ARD 的经营宗旨发生了明显的转变，由过去只关心投资改变为开始关心盈利性并且意识到应该支付红利。

在 ARD 的历史上，最重要的事件是它在 1957 年投资于数字设备公司 (digital equipment corporation, 简称 DEC)。这次投资大获成功，永远地改变了美国风险投资业的未来。数字设备公司是由 4 个 20 多岁的麻省理工学院的毕业生创立的，他们有很多如何改进计算机的想法。ARD 最初只对该企业投入了不到 7 万美元，便已拥有其 77% 的股份，到 1971 年，ARD 所持有的数字设备公司股份价值增加到了 3.55 亿美元。数字设备公司的成功为 20 世纪 70 年代和 80 年代的风险投资业树立了榜样。

二、风险投资的初步发展阶段

伴随着 ARD 公司的成立与发展，风险投资在美国也逐渐被人们认识和熟悉。但是，在 1946—1958 年这段时间内，进行风险投资活动的主体主要是私人 and 小型企业，资金来源也主要是富有个人的积累节余和企业的部分闲置资金，投资规模不大，很少有诸如银行和保险公司之类的金融机构投入风险企业。即使是 ARD 为投资者提供的年收益率近 15%，在当时也仅仅被认为是小有成就，这也表明了人们对风险投资这种新兴投资方式的信心不足，并直接导致了追加投资资金的匮乏。

1957 年，原苏联成功地发射了第一颗人造卫星。原苏联的成功对美国是一个很大刺激，使美国人认识到，美国需要高新技术，美国需要更多像 ARD 这样的公司。在这种情况下，美国国会为加快小企业的发展，采取了一系列步骤。其中一个是通过国内收入法规，其第 1224 部分，允许当个人向新企业投资 25000 美元遇到

资本损失时，可以从收入中抵减这一损失。另外一个更重要的立法是1958年通过的小企业投资法（small business investment act，简称SBIA），允许建立小企业投资公司（small business investment companies，简称SBIC）。所谓小企业投资公司，是指由小企业管理局（Small Business Administration，简称SBA）批准成立的专门向小企业投资的私人投资公司。

由于政府的积极促进，1958年小企业投资法法案实行后的头5年就建立了629家小企业投资公司。这些公司管理着4.64亿美元的私人资本。其中，47家公众持股的小企业投资公司从公开上市中筹得3.5亿美元。与此相比，ARD在前13年中仅筹集了740万美元。这证明了政府扶植的巨大作用。

但小企业投资公司这种设计方案本身存在着许多缺陷：诸如缺乏管理经验、投资多为短期、个人资本化不充分、政府管制过多、期望不现实，以及对于风险投资准则认识不足等，使得公司很快出现了衰退。尽管有许多问题，小企业在向快速增长的小企业提供权益性资本方面，是最大的资金供给者。小企业的经验和教训，以及外部经济条件的变化为创造一个新的行业结构提供了推动力。导致了私人风险投资合伙公司的出现。

三、风险投资的低潮阶段

进入20世纪70年代，美国风险投资开始进入低潮。但在这一时期美国风险投资行业出现了新的投资主体——风险投资合伙公司（有限合伙公司）。风险投资合伙公司的兴起有两个原因：一个是小企业投资公司的衰败，另一个是人们对像ARD这样的公众持股公司的疑惑。由于成为一家上市公司要有高度的透明度，公众会对其投资的风险性加以限制。而风险投资本身具有高风险性，许多观察家担心，如果采用这种存在形式，风险投资业很难得到发展。

纵观整个20世纪70年代，风险投资业从资金数量上看几乎没

有什么发展，处于 1946 年以来的最低潮。但是，正是这一挫折使它经历了一个学习提高的过程：风险投资公司通过更多地介入风险企业管理而增加了投资附加值；业界间相应的管理合作也更趋频繁。正是这些在逆境中获得的经验，为 20 世纪 80 年代风险投资业的全面繁荣作出了巨大贡献。

四、风险投资的繁荣阶段

20 世纪 70 年代，风险投资业虽遭受了沉重的打击，但在这一时期所做的一系列调整，特别是政府管制和税收上的放宽，为 20 世纪 80 年代的繁荣打下了坚实的基础。20 世纪 80 年代的繁荣景象在风险投资业的历史上是从未有过的，但是在繁荣的背后，风险投资业正在悄悄地发生转变。造成这种转变的是行业内部和外部的两种力量。

（一）主要的内部力量：战略与结构

20 世纪 80 年代，五个不同的内部力量在美国风险投资业起重要作用。

1. 传统风险投资重要性正在降低。20 世纪 80 年代，风险投资业从衰败中恢复过来，但传统风险投资业的比重却在不断下降。据《风险经济学》杂志报道，在 1978 年到 1980 年的 3 年中，平均每年有 58 家新兴企业得到投资，而 10 年后的 1989 年，仅为 146 家，这远远落后于整个风险投资业的增长率。更糟的是，从 1985 年到 1989 年，不仅投资的数目逐步从 255 家降到 146 家，投资金额也从 3.294 亿美元降到 2.876 亿美元（若考虑 5% 的通货膨胀率，下降趋势则更大）。企业导入期融资在 1983 年时曾达高峰，占总投资的 43%，但从 1985 年开始逐步下降，仅占总投资的 10%，而 1989 年进一步降为 9%。

早期投资也有所下降。交易的数目从 1985 年的 255 桩降到 1989 年的 245 桩，尽管投资数额增加了，但若按 5% 的年通货膨胀

率计算实际值却下降了。到 1990 年, 500 家美国快速增长的公司中, 仅有 5% 得到风险资本的支持。而从 1985 年到 1989 年, 扩张融资、杠杆购并、兼并和其他投资所引起的交易和资金数量继续增长。扩张融资一直稳步增长到 1987 年, 占当年交易数的 46% 和投资额的 45%。杠杆购并和兼并融资是 80 年代风险投资业的新领域, 在 1988 年时达到顶峰, 占当年交易数的 10% 和投资额的 27%。这几乎把 10 年前风险投资业以传统风险投资为主的模式下的交易数量翻了个。

风险投资所涉及的行业也发生了变化。计算机硬件已不再像以前那样占主导地位了。1977—1980 年, 风险投资涉及计算机硬件行业占投资总额的 20%, 交易量为 655 个; 1978—1989 年, 虽然交易数增加了 4 倍, 但所占的投资份额已下降到 14%。与此同时, 其他行业却发展迅速。软件行业同 1978—1980 年相比交易数增加了 23 倍, 生物技术增加了 19 倍, 医疗卫生、电子和数据通讯 (包括蜂窝通讯) 增加了 10 倍。这些是 20 世纪 80 年代新的增长点, 技术突破及其这些领域中的商业应用一直延续到今天。

其他电子行业及与消费者相关行业的交易数量同期各增加了 7 倍。消费行业的增长是令人吃惊的, 在风险投资业历史上它一直是被忽视的, 在 1980 年时它仅占投资额的 4%, 到 1988 年已达 13%。

2. 专业化和差别化的投资战略。20 世纪 80 年代之前, 风险投资业的行业特征是: 各个风险投资企业几乎都有着相同的投资战略和投资准则。然而, 进入 20 世纪 80 年代, 各风险投资公司力图寻找的战略焦点和投资阶段却各不相同, 呈现出专业化的投资战略形式。一些投资基金则专注于工业或技术领域, 如生物技术、废品回收与环保技术及零售和服务业。可以说, 这是掌握着独一无二技能的新生一代风险投资内部竞争的必然结果。

3. 私人合伙公司的普及和取得支配地位。私人合伙公司出现

于 20 世纪 60 年代末 70 年代初，专家正在调整其战略，使之更适应自己最熟悉的那一投资领域。风险投资的专业化是风险投资内部竞争的必然结果，在 20 世纪 80 年代变成了一个标准的法律形式：10 年制合伙公司。私人合伙公司在 20 世纪 80 年代取得支配地位，为一个重要的外部力量的出现打好了基础，这个重要的外部力量即是机构投资者，尤其是作为风险基金主要资本来源的养老基金。风险投资合伙公司既能得到政府提供的税收优惠，又为机构投资者提供了一个足够的期限作为长期投资。从理论上讲，10 年的期限也可促使一般合伙人从长远角度出发设计投资方案，抵制任何短期行为的压力。

4. 退出和收获战略的变更。风险资本的流动性在很大程度上依赖于柜台交易（over-the-counter，简称 OTC）及股票市场的状况，因为一项投资的获利能力很大程度上依赖于与此相联系的新股发行市场。如在 1983 年，700 家小公司首次公开上市（IPO），却募集到了近 60 亿美元的资金。而 20 世纪 70 年代成立的那些基金，之所以能取得极高的回报率，毫无疑问也是受益于 1983 年上涨的 IPO 市场。

但这一切在 1987 年 10 月 19 日突然结束了，股票市场大崩溃，新股发行市场也遭到沉重打击。当时准备上市的小公司很多，许多已作了上市登记，除此以外，还有不少没有风险投资背景的新公司。这些公司的总量几乎是 IPO 市场新股发行候选的 3 倍。

由于传统的 IPO 退出方式受到阻碍，新的可行的退出战略和机制出现了，主要是以被私人企业或上市公司兼并的形式。从 1987 年到 1989 年，兼并退出连续 3 年超过 IPO 退出。

外国投资者也向美国风险投资业提供了退出机会。20 世纪 80 年代末 90 年代初，现金充足的日本公司借着日元升值的势头，以极高的价格购买美国有风险投资背景的企业，寻求进入重要技术领域的机会，以加强其战略地位。

1991年春季,在以生物技术为基础的公司股票的带动下,IPO市场开始复苏。但是,热心兼并的大公司,尤其是日本、德国、英国的公司,仍然是美国风险投资者退出的重要资金来源。

5. 更老练的资本提供者和使用者的出现。快速增长的风险投资业的一个副产品是更老练的资本提供者(尤其是机构投资者和养老基金管理者)和资本使用者的大量出现。这些人不仅更老练,而且更谨慎,更借助于司法力量。

这些机构投资者把钱交给新的基金管理集团时总要提出苛刻的条款和条件。谈判的焦点是附带权益(carried interest)。20世纪70年代,有限合伙人和普通合伙人在合伙公司的利润分成比例是人所熟知的80%和20%。但是20世纪80年代这一比例经常为85%和15%,只在极少的情况下,普通合伙人才能达到25%的比例。有限合伙人还要求在普通合伙人得到任何收益之前,他们应有最起码的保证利得(如,30年的财政债券利率)。更有甚者,他们还要求付给普通合伙人低于传统的占总筹资额2.5%~3%的管理费用。然而,有的基金总额仅为4000~5000万美元,如果支付少于2.5%的管理费的话,这个基金管理人即风险投资家就不可能去积极地、有效地管理和实现价值增值。有限合伙人同时确实能迫使普通合伙人接受较低的费用,但他们最终会发现他们经常会得不到预期的高回报。

与此相似,那些到风险投资基金中寻找资本的企业家和公司也变得更老练。贝尔艾说:“10年前,如果企业家找到我们时已有了全面的很好的商务计划,他就会有一个竞争优势。今天,他们每个人都有一个宏伟的计划,这个优势已不存在了。”企业家正变得更精明,他们已熟知筹措风险资本的每一个细节。他们知道从哪儿和如何找到资本,哪一家基金是他们所期望和寻找的,如何辨别最好的律师、咨询人员、会计师。他们也知道应当回避什么。

企业家的这种专业能力得益于过去20年中的美国企业家的

“安静革命”。这些专门的技能可能通过很多途径得到，如书本、电视、大学和成人教育课程、各种会议及正在发展中的企业家和风险资本家的骨干。一些组织如美国电子联合会、风险投资杂志、麻省理工学院的企业论坛、哈佛商学院的新企业俱乐部、硅谷企业家俱乐部等，都创立了为企业家和投资者服务的网络和信息交换机制。

（二）主要的外部力量：环境的变化

从外部来讲，20世纪80年代有4个主要的变化。

（1）停滞的和潜伏的投资机会。20世纪70年代末80年代初，以技术为基础的风险投资公司的发展得益于微处理器技术的飞速进步。微处理器在社会中的广泛应用使生产力的突破成为可能。个人计算机行业和大量的以微处理器为基础的产品革新，从电子产品到汽车、医疗设备、蜂窝通信等行业几乎都大量涌现；生物技术为新兴企业的成立提供了另一个推动力。可以说，20世纪80年代为风险投资业提供了一系列的机会。

然而，在20世纪80年代和90年代初，这些机会开始进入休眠状态。这并不是说新技术和产品的革新停止了。确切地说，是没有出现使新的风险企业建立时那种可利用的、占支配地位的新技术。技术创新上的停滞，不可避免地减少了投资行为和降低了回报率，使得风险投资业渐渐偏离了传统的风险投资行为。

（2）资本市场的全球化。过去10年中最令人惊奇的就是全球风险资本的快速增长，到1990年时已达800亿美元。在1979年的年度统计中，欧洲各国所筹集的风险基金资本额为41亿美元，第一次超过了美国所筹到的29.5亿美元。1989年时，又有62.8亿美元的新资金注入到欧洲风险资本中，而美国却仍在下降，而且，欧洲的风险资本总额（248亿美元）正在快速接近美国（334亿美元）的水平。加拿大、澳大利亚和一大批其他国家已经开始尝试着建立自己的风险投资业。

全球性风险资本的大量涌现有着重要的现实意义，但也提出了

这样一个问题：英国和欧洲的风险投资业不景气什么时候开始。如果说 20 世纪 80 年代美国风险投资企业缺少管理人才的话，那么美国之外将更缺少老练的和有经验的风险投资家。

(3) 风险投资基金来源的扩张。1979 年之后，风险投资业的资本来源是极为充足的。20 世纪 70 年代中期，该行业每年资本流入量仅为微不足道的 5000 万美元。而在 1980 年，这一数字为每年 10 亿美元，1982 年为 20 亿美元，1983 年则超过了 40 亿美元。

在该行业很短的历史中，还从来没有这么多的资本可供利用。但是任何一个赞成“过量的钱会导致过度轻率的行为”的人都会发现，自我毁灭的种子是如何在 20 世纪 80 年代早期不知不觉地播入这一行业的。

(4) 机构资金的优势地位。从历史上来看，富裕的家族和个人曾一度是风险资本的主要来源。如在 1978 年，个人资金占当年流入风险投资基金总额的 32%，而当时养老基金占 15%，仅排第四位。但是，由于 1978 年立法的改变，到 1988 年时，养老基金已成为风险资本的主要来源，占当年总量的 46%。同时个人资金却直线下降，仅为 8%。有趣的是，外国投资者占了资金来源的第二位，这表明美国公司及其市场有着强大的吸引力。

不到 10 年时间，美国风险资本的筹集已变得几乎完全依赖于机构投资者了。在机构投资者的压力下，风险投资业已渐渐背离了传统的风险投资的轨道。

由于风险基金规模在 10 年中从平均 1800 万美元膨胀到 1989 年的 4950 万美元，这所涉及的交易规模和最小的投资量都发生了变动。的确，风险基金不可能把钱投在较小的企业以得到巨额回报。这却给风险投资家造成压力，迫使其从需要资金量较小的导入期融资转移到了每笔交易需要更多资金的后期融资。较大规模的基金首先背离了风险投资支持新兴企业的动机。而杠杆购并则满足对大量交易和较短持有期的需要。精明的风险投资家很清楚：对一个