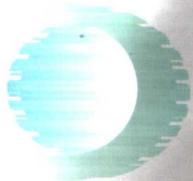


XINSHIJI FENGXIAN TOUZI XILIE CONGSHU

◆ 新世纪风险投资系列丛书



主 编 张景安

副主编 赵玉海 梁 桂

风险企业与 风险投资

国金融出版社

新世纪风险投资系列丛书·之一

风险企业与风险投资

罗 晖 柯 迪 夏尚明
吴冠华 陈静诗 编著

中国金融出版社

责任编辑:赵雪芳 毛春明

封面设计:陈 瑶

责任校对:潘 洁

责任印制:郝云山

图书在版编目(CIP)数据

风险企业与风险投资/张景安主编. —北京:中国金融出版社,2000
(新世纪风险投资系列丛书)

ISBN 7 - 5049 - 2304 - 4

I . 风…

II . 张…

III . 风险投资 - 研究

IV . F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 15218 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 地矿印刷厂

开本 787 毫米 × 1092 毫米 1/16

印张 16.25

字数 262 千字

版次 2000 年 4 月第 1 版

印次 2000 年 4 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

如出现印装错误请与印刷装订厂调换

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

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程、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。

目 录

第一章 风险企业——新技术革命的“超级明星”	(1)
第一节 世界风险企业的崛起与发展.....	(1)
第二节 风险企业的基本特征.....	(17)
第二章 风险资本——风险企业的“生命线”	(25)
第一节 风险资本的基本概念.....	(26)
第二节 风险资本与风险企业的关系.....	(30)
第三节 风险投资家与风险企业的关系.....	(41)
第三章 风险管理——风险企业的“救生圈”	(54)
第一节 美国是风险管理的发祥地.....	(54)
第二节 实施风险管理的基本步骤及其主要内容.....	(57)
第三节 风险管理与保险的关系.....	(75)
第四章 高能管理——风险企业的“热核”效应	(77)
第一节 高能管理的概念及其一般特征.....	(77)
第二节 高能管理的结构及其内容.....	(88)
第三节 实施高能管理的一般原则.....	(93)
第五章 企业文化——风险企业的“灵魂”	(99)
第一节 企业文化在企业管理中的地位.....	(100)
第二节 风险企业的制胜法宝——企业文化.....	(114)

第六章 科学园区——风险企业的“策源地”	(125)
第一节 科技革命的新变化趋势	(125)
第二节 科学园区的一般特征及世界主要科学园区	(133)
第三节 科学园区与风险企业的关系	(174)
第七章 天使投资——风险企业的“播种机”	(181)
第一节 天使投资的一般运作特点	(182)
第二节 一位出色的投资天使	(186)
第三节 争奇斗艳的天使投资领域	(190)
第八章 政府扶持——风险企业成长的“保护伞”	(202)
第一节 政府扶持的意义	(202)
第二节 政府扶持的主要内容和方法	(207)
第九章 风险企业与风险投资在我国的发展	(218)
第一节 我国发展风险企业和风险投资的必要性和可行性	(218)
第二节 我国目前风险企业和风险投资发展存在的主要问题	(229)
第三节 加快我国风险企业和风险投资发展的主要措施	(235)
附 录	
北京、深圳的创业投资及相关政策	(242)
深圳市关于进一步扶持高新技术产业发展的若干规定	(247)
参考书目	(250)



第一章 风险企业 ——新技术革命的“超级明星”

第一节 世界风险企业的崛起与发展

在世界新技术革命的滚滚浪潮中,一大批风险企业和风险投资公司正在发达国家迅速发展。这一风靡世界的新兴科研开发型的特殊企业,将给各国的科技、教育、经济、军事、社会等领域带来深刻的影响。努力创办风险企业已成为当今世界一股不可阻挡的强大潮流,风险企业已成为新技术革命的佼佼者,一颗熠熠闪光的“超级明星”。特别是进入 90 年代后,以信息技术为核心的高科技产业获得了空前的大好发展机会,大批高科技成果从实验室进入半商业化和商业化开发,这对风险企业在全球的发展创造了良好的机遇。实践表明,与其他类型的企业和投资不同,风险企业和风险投资事业对一国中小企业的成长、新兴产业的发展,和对世界经济的发展产生了重要的影响。中国作为发展中国家,经济发展是我们的首要任务,产业结构的高级化是经济发展的重要标志,产业结构的高级化又依赖于技术进步和创新,而风险企业的建立发展和风险投资则是推动与保证技术进步与创新的不可缺少的动力。江泽民总书记说:“创新是一个民族进步的灵魂,是国家兴旺发达的动力。”“知识经济、创新意识对于我们 21 世纪的发展至关重要。”



因此,尽快推动中国风险企业和风险投资事业的发展,对于中国实现持续创新、推动高科技发展以及进入知识经济时代将产生十分重要的意义。

一、风险企业概述

(一) 风险企业的概念

何谓风险企业?目前学术界对其解释不尽一致。为正确理解 Venture Enterprise(风险企业)的含义,我们可以从两个角度来考察其含义。1. 辞典式的解释。首先引证英语辞典的解释, Venture 的意思为:①风险的计划;②投机的事业;③风险的事业。而 Enterprise 的英语辞典的解释为:①特别重要的企业或要用大胆思想去办的企业;②计划性;③革新的事业或企业;④具有企业或风险的思想。由此可见,这两个词的概念基本相同,而 Venture 只不过是一种新颖的说法而已。以往始终称企业为 Enterprise,办企业的过程中必然要孕藏着风险。如果 Venture 和 Enterprise 的意思完全相同,那么我们出版关于 Venture Enterprise(风险企业)的书籍也就毫无意义了。事实上,有些风险企业的总经理主张所有的企业都应 是风险企业。2. 历史性的解释。当然,任何企业都需要勇气去冒风险,要明确地将风险企业与一般企业加以区别,必须给予 Venture 这一词以历史背景。下面,让我们在历史背景下对 Venture 的本质加以研究。对于 Venture 一词,作出我们独特的解释,确定 Venture Enterprise(风险企业)的本质特征,即理论体系,以此对企业界做出贡献。

根据风险企业的经理和风险资本(Venture capital)的经理的综合意见,实际业务界是站在以下种种历史背景的立场上解释风险企业的,大体可分为如下四种意见。

①第一种意见。不论什么行业,其经营情况如何,所有的企业都是风险企业。

这种意见是把 Venture 与 Enterprise 完全理解为同义词,是所谓的辞典式的解释。实际肩负着历史使命的风险企业或风险资本的经理持这种意见,这不能不令人惊讶,我们不能同意这种不考虑历史背景的意见。



②第二种意见。凡具有独创的先进技术,并敢以自己的力量向大企业尚未涉足的市场进军的企业,叫风险企业。从反面讲,不论具有多么优越的先进技术,如果作为大企业的承包对象而发挥作用的话,就不属于风险企业。为了说明这一意见,对风险资本规定出下述法律限制:

第一,风险资本不得以资本支配风险企业。具体地讲,风险资本不得拥有风险企业 50% 以上的股份。

第二,为了使风险企业在经营方面不受风险资本的支配,规定风险资本不能向风险企业派遣工作人员。

在第二种意见中提到的先进技术,不只限于半导体、仿生学、新材料等方面。如果是全新的技术,不管它是与第一产业或第二产业有关的,还是与第三产业或第四产业有关的,其技术的先进性是不变的。

倘若如此,便形成了不管行业和经营情况怎样,在所有的领域都有风险企业存在,这便与第一种意见相似。

③第三种意见。研究开发费在总成本中所占的比例达到一定标准以上的企业,是风险企业。

实际上这是一种暧昧的态度。现在,我们假设作出这样一个定义:研究开发费的构成比例在 20% 以上的企业属于风险企业。然而,要把研究开发费的构成比例在 19.5% 的企业与研究开发费构成比例在 20.5% 的企业从本质上区别开来,这是不可能的,这第三种意见是基于“风险企业的研究开发费相对地比其他企业要多”这一普遍认识。可见,以研究开发费的高低来定义是否是风险企业,也不是从风险企业本质特征出发的意见。

④第四种意见。凡具有先进技术,敢于用自己的力量去开发新市场,以此为目的而建立的新生企业,是风险企业。

第四种意见如果除去新生企业这一点,则与第二种意见是完全相同的。这种意见出自风险资本的经营者的口。他们认为,风险资本是不能像银行等原来的金融机构那样避开危险的,而是在负有向危险挑战的责任的一种思想指导下建立的新生企业。

那么,如果先进技术的条件和新生企业的条件兼备,大概就具有风险企业的本质特征了吧!不论在什么时代,技术都在不断的更新,都在用更新后的技术建立许多新型企业。可见,风险企业并不是由现在才开始产生的新概念。然而,在即将跨入 21 世纪的今天,我们有必要确



定一种具有历史必然性的关于风险企业的新定义。

综合以上种种解释,我们认为目前主要看法可分为两大类:一类认为风险企业只指从事高级技术的企业;一类认为风险企业不只是指高级技术的风险企业,也包括初级、中级技术和尖端技术服务性事业。但多数人认为:风险企业的概念不是一成不变的,是一个不断发展、深化的动态的概念,它随着科学技术的发展有所变化,也因各国的情况不同而有所不同。风险企业之所以“风险”,是由于它从事的以复杂脑力劳动为主的创新技术还不够成熟,不确定性因素多,与以传统技术生产的企业相比,会遇到更多更大的风险,因而失败率极高。然而,这些创新开拓型的风险企业,一旦成功,就会奇迹般地高速发展起来,获得巨大的社会经济效益,并成为推动社会前进、决定新技术发展方向的“催化剂”、“推进器”和原动力。

综合以上的几种观点,我们也可以简明地把风险企业定义为:依据新的技术、新的市场理念成立的,目的在于应用新技术和开拓新市场领域的企业。其具体的内容可主要包含:企业从事的事业,在内容或技术上具有新颖性和独创性;有着很强的成长志向;对产业革新有很大的贡献;是股票上市企业中最活跃的企业;由创新型的企业家来经营,而不是由保守型的、模仿型的企业家来经营;企业的成长主要依靠新技术、新理念的运用,而不是主要依靠自然资源的消耗和资本的投入。

(二) 风险企业和风险投资业的发展历程

当今风险企业和风险投资业在世界很多国家都有了一定程度的发展,但若论起源最早,发展最为成熟的国家,当属美国。窥一斑而知全豹,从美国风险企业和风险投资业的发展可以看出整个风险投资业的历史进程。实际上,迄今为止,风险投资业的发展也一直是美国为主线的。按照发展的速度和规模,可将美国风险企业和风险投资业的发展历程划分为三个阶段:

1. 风险企业和风险投资业的初步发展时期(本世纪初~1969年)

美国的风险投资业可追溯到本世纪初,当时某些富有的家庭和个人投资者为一些新办的公司提供创业资本,如东航、施乐公司、国际商用机器公司(IBM)等等,这些公司后来都成为著名的大公司。1946年,世界上第一家正规的风险投资公司——美国研究与开发公司(ARD)成



立,它的诞生是风险投资发展史上的里程碑。其发起人是美国国会参议员、波士顿联邦储备银行行长弗兰德斯和哈佛大学教授多里奥特。当时新英格兰地区的纺织业和某些传统机械制造业严重亏损,从而使该地区的经济处于衰退状态。他们认为该地区经济的困境不仅是由于老工业的亏损,而且也由于新工业的缺乏引起的。尽管该地区及其周围有很多著名的大学,拥有巨大的技术和人才资源,但是由于对新企业投资不足和缺乏有经验的管理人才,造成了该地区新企业诞生率的低水平。因此,他们为公司设定了三项任务:第一是通过组建风险投资公司广泛吸收个人和各类机构投资者的资金来对新企业和小企业融资;第二是培养出一批专门从事新企业投资的管理人才,即风险投资家;第三是创造一种为企业提供管理技术和经验的制度。ARD 投资的第一个公司是特拉塞尔拉勃公司,由于缺乏经验,投资效果不理想。但功夫不负有心人,11年后(1957年),ARD 向数字设备公司(DEC)进行的风险投资取得了异常惊人的成功。

继 ARD 成立之后,美国逐渐出现了一些私人风险投资公司,它们不像 ARD 那样把股票公开上市交易,而是通过私下发行股票筹集资金。其中最大的几家是专门替富有家族管理风险投资项目的公司。绝大多数私人风险投资公司都是根据每个投资项目的不同情况临时筹集所需资金,在寻找投资者时,它们往往离不开投资银行的支持,由于缺乏一套科学规范的制度作为运营的基础,同时投资者对风险投资还很陌生,投资态度十分谨慎,这些公司的发展十分缓慢,风险资本供给不足的局面贯穿 40 年代后期和整个 50 年代。

随着风险投资业的发展,其对国民经济特别是高科技产业的重要作用日益显露出来,为了改变风险资本不足的状况,美国国会和政府采取了一系列措施。国会首先修改了《国内税法》(IRC)第 1244 条,允许对小型企业投入达 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,以减轻其税收负担。随后,国会又通过了《1958 年小企业投资法》(SBIA of 1958),对小企业投资公司(SBICs)的组建和经营作出了具体规定:(1)SBICs 是由美国小企业管理局(SBA)颁发执照,专门从事风险投资的民营公司;(2)它除了可用自筹资本投资外,还被允许向 SBA 申请贷款用于投资;(3)SBICs 能享受特殊的税收优惠。这些规定极大地刺激了 SBICs 的发展,在 1958 年后的 5 年间,



692家SBICs如雨后春笋般建立起来,筹集风险资本达8.14亿美元,这一期间SBICs成为风险投资的主要力量。

但是,SBICs的发展很快就遇到了阻力。首先,《1958年小企业投资法》对SBICs的投资做出了一些限制性规定,如限制所投资企业的规模,禁止从所投资企业谋取控制权等。这些规定使SBICs对投资者的吸引力明显减弱。其次,由于SBICs所吸引的主要是个人投资者,与机构投资者相比,他们承受风险的能力较差,对市场行情缺乏独立的判断。最后,风险投资人才的供给远远满足不了高速发展的SBICs的需求,许多SBICs中都缺乏高素质的风险投资家。1966年,小企业管理局的一位副局长宣布,由于SBICs的经理人员素质低下以及违规交易和渎职行为,全美700家SBICs中有232家存在严重问题,小企业管理局将为此损失1800万美元。此后小企业管理局加强了对SBICs的监管,清除了不合格的企业,到1977年,SBICs的数目已降到276家。此后随着风险资本合伙企业的兴起,独立的SBICs逐渐减少。到1989年,独立的SBICs的风险投资额已几乎降为零。

风险投资业发展的进程也是一个对企业组织形式进行选择的过程,真正显示出强大生命力并将美国的风险投资业带入一个成熟、持续发展时期的,是以有限责任公司形式运行的独立的私人风险投资公司(为合伙公司或合伙企业)。合伙企业最早出现在50年代末和60年代初,在其出现之初,由于数量很少,规模不大,长期没有引起重视。直到60年代后期,风险投资界才认识到合伙企业在解决风险投资家的报酬问题和突破对SBICs的投资限制这两方面所具有的独特优势。根据《1940年投资公司法》(ICA of 1940),公开上市的风险投资企业的经理人员不得接受股票选择权或其他形式的以企业经营业绩为基础的报酬。即使是不上市的SBICs中多数经理人员也只能获得固定的薪水。这些薪水与合伙企业的普通合伙人所获得的实际收入相比,差距十分悬殊。此外,《1958年小企业投资法》对SBICs施加的投资限制也妨碍了SBICs吸引更多的投资者。相比之下,合伙企业的投资限制却少得多。60年代后期,ARD和SBICs的经理人员纷纷离职,到合伙企业去应聘,或筹建自己的合伙企业。恰逢1968~1969年美国首次公开发行市场(Initial Public Offering, IPO)行情火爆,新建的合伙企业得以顺利筹资。此后合伙企业成为美国风险投资最重要的力量。



60年代末,随着合伙企业的迅速崛起,美国的风险投资业获得较快发展,1969年风险投资净增值达1.71亿美元,形成了风险投资业发展的第一个高潮。这一时期,日本、前西德,为了实施“技术立国”的方针,振兴战后的本国经济,也积极仿效美国创办风险企业。

2. 美国风险企业和风险投资业的徘徊停滞时期(1970~1977年)

60年代末风险投资业的快速发展很快就步入了低谷。1970年风险投资额骤减到0.97亿美元,1975年减至0.10亿美元。造成这种状况的原因是多方面的。首先,越南战争的巨额军费开支给政府带来沉重的压力(1969年直接军费支出为855亿美元,占联邦政府支出的46.3%,占国民生产总值的9.5%),为增加政府收入,在1969年的税制改革中将长期资本收益税的最高税率从29%增加到49%。其次,1969年10月至1970年11月和1973年12月到1975年4月的经济危机以及这期间的石油危机,造成了美国工商业的一次大萧条。风险资本所投资企业的经营状况不景气,加上证券市场疲软,使得合伙企业筹集新的资金困难重重。最后,首次公开发行市场(IPO)基本消失,企业收购和兼并活动急剧减少,合伙企业很难收回原有风险投资,就更不愿进行新的风险投资。

3. 风险企业和风险投资业的全面发展时期(1978年至今)

1970~1977年风险投资一直在低谷中徘徊。风险投资的锐减立刻影响了高技术园区和高技术风险企业的发展。在此情况下,硅谷和其他地方的高技术公司对国会做了大量工作,终于在1978年,美国国会撤消了它在1969年的决定,把长期资本收益税的最高税率从49%下降到了28%。同年9月美国劳动部对《雇员退休收入保障法》(ERISA)中关于养老基金投资的“谨慎人”条款做出了新的解释,在不危及养老基金整个投资组合安全性的前提下,不再禁止养老基金购买小企业、新企业和风险资本基金所发行的证券。由于许多养老基金在整个70年代投资购买公众持股公司股票时,获得的收益率极低,养老基金一直渴望新的投资机会,尤其是风险投资,所以这一新的解释很快就为风险投资带来了大量的养老基金,使小企业股票市场和首次公开发行市场迅速恢复了活力。在这种情况下,风险投资公司收回了大量的投资,向投资者返还了本金、付以高额回报,进而又吸引和筹集了大量新的资金,并开始增加对新企业的投资。效果立竿见影,风险投资的净增值从1977