

ON THE LEGAL SYSTEM
OF VENTURE CAPITAL

创业投资

法律制度研究

◎ 范柏乃 著

没有完善和稳定的法律制度环境，投资者、创业投资家和创业家的各方利益都很难得到有效保障，创业投资也不可能通畅地运行。

282.4



 机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

D922.282.4
F094

江大学侨福建设基金资助出版

国家自然科学基金青年基金项目(项目号:70003007) 资助研究成果
浙江省软科学重点项目(项目号:2003201)



郑州大学

04010237763X

创业投资

法律制度研究

◎ 范柏乃 著

没有完善和稳定的法律制度环境,投资者、创业投资家和创业家的各方利益都很难得到有效保障,创业投资也不可能通畅地运行。

 机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

本书是作者主持的国家自然科学基金项目“发展我国风险投资法律保障问题研究”和浙江省软科学重点项目“浙江省风险投资机制及管理条例研究”的综合研究成果。在书中，作者从对制约创业投资发展的障碍因素进行的调查分析入手，对创业投资企业的法律组织形式、创业投资企业的设立、创业资本供给、创业资本需求、创业投资契约安排、创业资本退出和创业投资市场的监管等若干关键子系统所涉及的法律制度问题进行了系统的理论评价与实证分析，试图揭示和解决现行法律制度中存在的主要问题与缺陷，进而提出修订、创新和完善创业投资法律制度的建议，以期对我国创业投资法律制度的完善和创业投资事业的发展有所裨益。本书是一本不可多得的创业投资运行的法律制度研究文献。

图书在版编目 (CIP) 数据

创业投资法律制度研究/范柏乃著. —北京: 机械工业出版社, 2005.1

ISBN 7-111-15633-1

I. 创… II. 范… III. 风险投资-财政法-研究-中国 IV. D922.282.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 119163 号

机械工业出版社 (北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

策划编辑: 赵泽祥

责任编辑: 王峰 版式设计: 霍永明

责任印制: 洪汉军 责任校对: 魏俊云

北京京丰印刷厂印刷 · 新华书店北京发行所发行

2005 年 1 月第 1 版 · 第 1 次印刷

1000mm × 1400mm B5 · 10.875 印张 · 1 插页 · 398 千字

0 001—4 000 册

定价: 29.80 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

本社购书热线电话 (010) 68993821、88379646

68326294、68320718

封面无防伪标均为盗版

序 一

范柏乃博士承担了国家自然科学基金青年基金项目“发展我国风险投资业法律保障问题研究”（项目号：70003007）和浙江省软科学重点项目“浙江省风险投资机制及管理条例研究”（项目号：2003201）等课题的研究，并在这些课题的基础上完成了本专著《创业投资法律制度研究》。

专著在对制约创业投资发展障碍因素的实证调查基础上，从系统工程观点出发，把创业投资看成一个大系统，提出了中国创业投资法律制度建设的一个理论框架。针对创业投资企业的法律组织形式选择、创业投资企业的设立、创业资本有效供给、创业资本有效需求、创业投资契约安排、创业资本退出和创业投资市场的监管等若干关键子系统，讨论了它们所涉及的法律制度问题，并进行了深入的理论分析和实证研究，试图揭示和解决现行法律制度中存在的主要问题与不足，进而提出了修订和完善创业投资法律制度的建议。这些政策建议具有很强的现实性、前瞻性和可操作性，为政府修订和完善创业投资法律制度提供了依据。

创业投资法律保障问题是近年来国内学术界和产业界十分关注的课题之一。范柏乃博士在国家自然科学基金和浙江省软科学基金等支持下，研究了这个问题并得到了一些有创新意义的成果。我想这正是国家自然科学基金会设置青年基金和浙江省设置软科学基金所希望看到的结果。我希望这本专著能为更深入地研究我国创业投资法律制度问题起到抛砖引玉的作用，能引起更多的同行专家们的注意，为改进我国创业投资的法律环境，促进创业投资事业的发展，构建完善的创业投资法律制度的框架体系作出贡献。

中国工程院院士、中国工程院工程管理学部副主任
国家自然科学基金委员会管理科学部主任



2004年12月于上海



序 二

所谓创业投资 (Venture Capital), 是指创业投资家通过一定的方式向投资者筹集创业资本, 然后将创业资本投向创业企业, 主动地参与创业企业的管理, 并为其提供增值服务, 做大做强创业企业后通过一定的方式撤出资本, 取得投资回报, 并将收回的投资投入到下一个创业企业的商业投资行为和资本运作方式。

创业投资是一项复杂的系统工程, 在其运作过程中主要涉及到三方参与主体: 投资者 (创业资本供给主体)、创业投资家 (创业投资运作主体) 与创业家 (创业资本需求主体)。其中创业投资家作为沟通投资者和创业家之间的中介, 是创业投资最直接的参与者和操作者, 也是最直接的承担风险和分享收益者。由于创业投资的高风险性, 所以创业投资参与主体绝不愿意同时面对较高的商业风险和法律风险。法律制度是否完善是影响创业投资主体是否参与创业投资的一个重要因素。没有完善和稳定的法律制度环境, 投资者、创业投资家和创业家的各方利益都很难得到有效保障, 创业投资也不可能通畅地运行。

20世纪70年代以来, 运用法律手段来干预和管理创业投资, 保障和促进创业投资事业的发展, 已成为一种世界性潮流。发达国家 (尤其是美国) 发展创业投资业的重要经验是政府为创业投资发展创造了良好的法律制度环境, 及时修改、完善和出台了一批法律、法规与条例。其中对美国创业投资业起到极大推动作用的法规条例有: 雇员收入保障法 (ERISA)、ERISA 的“谨慎人”规定、ERISA 的“安全港”法、经济复兴税法、股票期权促进法、税收改革法等。美国的实践表明, 政府在发展创业投资业中的作用, 不是采取直接开店设立创业投资企业, 而是通过制定和完善相关法律制度为创业投资发展创造良好的法律环境。

近年来, 我国政府投入了大量的人力和物力设立了大量的创业投资企业, 但却没有充分注意到创业投资产生的高额交易成本需要有完善的法律制度加以消除, 并没有及时建立起一个有利于创业投资主体规避人为风险的法律制度环境, 因此创业投资者不可能有一个稳定的回报预期, 这是我国大量的民间资本



不敢或不愿参与创业投资的根本原因。

目前,我国创业投资发展面临的最大障碍在于:严重的法律制度短缺和立法滞后。从系统工程观点来看,创业投资运行涉及到创业投资企业法律组织形式的选择、创业投资企业的设立、创业资本供给与筹措、创业投资契约安排、创业资本需求、创业投资退出及创业投资市场的监管等七个关键的子系统。其中交易主体众多,交易关系极其复杂。因此,建立和健全我国创业投资机制,除了政府要在财政投资、税收优惠和银行信贷等方面的大力支持外,更需要政府为其设计和提供主要的公共产品:建设和维护激励民间资本积极参与创业投资的法律制度环境。这是我国加快创业投资发展所面临的最紧迫任务。

本书中,作者从对制约创业投资发展的障碍因素进行的调查分析入手,对创业投资企业的法律组织形式、创业投资企业的设立、创业资本供给、创业资本需求、创业投资契约安排、创业资本退出和创业投资市场的监管等若干关键子系统所涉及的法律制度问题进行了系统的理论评价与实证分析,试图揭示和解决现行法律制度中存在的主要问题与缺陷,进而提出修订、创新和完善创业投资法律制度的建议,以期对我国创业投资法律制度的完善和创业投资事业的发展有所裨益。

该专著首先系统地分析了国外创业投资运行的法律制度环境问题。作者对国外创业投资运行的法律制度进行了系统的整理和归纳,从税收政策、金融政策、政府采购政策、期权激励制度和知识产权保护五个层面,对美国、日本、英国、法国和韩国等十多个国家创业投资运行的法律制度进行了系统的分析与对比。

经验表明,创业投资采用什么样的组织形式和制度安排,在很大程度上会影响到创业投资的效率。从法律形态来看,创业投资企业的组织形式大体上可以分为三大类,即公司型创业投资企业、合伙型创业投资企业和信托型创业投资企业。在第三章中,作者对创业投资企业的制度优势进行了系统的分析,对调整和规范这三类创业投资企业的《公司法》、《合伙法》和《信托法》的主要法律条款进行了深入细致的研究,并提出了完善和修改相应条款的具体建议。

设立创业投资企业是创业投资家从事创业投资活动的起点,也是决定创业投资活动成功与否的关键。在第四章中,作者详细地讨论了公司型创业投资企业(创业投资公司)、合伙型创业投资企业(创业投资合伙企业)、信托型创业投资企业(创业投资基金)和外商创业投资基金四类创业投资企业的设立条



件、设立程序、注册登记及相关的法律制度问题。

创业资本供给主体的单一化、行政化和创业资本规模过小,是制约我国创业投资企业业务拓展的一个重要因素。在第五章中,作者在研究国外创业资本供给主体和供给结构的基础上,对我国创业资本供给及影响因素进行了实证调查,提出了通过完善相关法律制度诱导潜在的各路创业资本通畅地进入创业投资领域的构想,并探讨了增加国内创业资本和外商创业资本有效供给的法律对策。

创业投资活动充满着高度的不确定性,涉及的合作方更多,面对的管理、技术、市场问题更加复杂,创业投资家与创业家之间的委托代理关系中的信息不对称性更加严重,委托代理中的道德风险也更大。在第六章中,作者从制度经济学的角度分析了创业投资家与创业家的委托代理关系,并对创业投资商业计划书、金融投资工具的选择、创业投资的法律合同安排等三个主要问题进行了深入的讨论。

如果忽视了对创业投资需求的研究,忽视了对创业投资有效需求的培育,我国在发展创业投资方面所做的一切努力就很难收到预期的效果。在第七章中,作者对创业投资潜在需求、有效需求、创业投资需求主体以及影响我国创业投资有效需求的因素等问题进行了深入的剖析,重点研究了税收优惠政策、知识产权保护政策和政府采购政策与促进创业投资有效需求的关系。

所谓创业投资退出机制,是指创业投资企业在所投资的创业企业发展相对成熟或不能继续健康发展的情况下,将所投入的资本由股权形态转化为资本形态,以实现资本增值或避免和降低财产损失的这样一种机制及相关配套制度。在第八章中,作者重点研究了创业投资的主板市场退出方式、创业板市场退出方式、境外创业板上市退出方式等几种主要退出方式的特点与制度安排,并结合我国创业投资退出的实际情况,对涉及到的相关法律制度问题逐一进行了分析。

在第九章中,作者在给出创业投资市场监管概念的基础上,系统地探讨了创业投资市场的监管理论和监管意义,深入地分析了创业投资市场的监管主体与方式,以及监管目标与内容,进而建立了我国创业投资市场监管体系的基本架构,即充分突出政府监督的主导作用,积极发挥行业协会的自律作用,努力完善创业投资内部的监控机制,并提出了具体的对策与措施。

范柏乃博士是浙江大学经济学院的一位优秀青年教师,对创新投资问题有



◇

着较深入的研究，发表了不少高水平的研究成果，本书是作者主持的国家自然科学基金项目“发展我国风险投资业法律保障问题研究”和浙江省软科学重点项目“浙江省风险投资机制及管理条例研究”的综合研究成果。相信这本著作的出版将能进一步推动国内有关创业投资法律制度问题的研究，有助于促进创业投资法律环境的完善和创业投资事业的发展。

浙江大学经济学院 史晋川

2004年11月于杭州南都德加公寓



目 录

序一

序二

第一章 绪 论	1
第一节 创业投资内涵与运行系统分析.....	1
第二节 创业投资的特征与功能.....	4
第三节 我国创业投资发展概述	12
第四节 制约我国创业投资发展的障碍因素调研	22
第五节 创业投资法律制度与本书的框架设计	26
第二章 国外创业投资运行的法律制度	35
第一节 国外创业投资运行的税收政策	35
第二节 国外创业投资运行的金融政策	42
第三节 国外创业投资运行的政府采购政策	49
第四节 国外创业投资运行的期权激励制度	53
第五节 国外创业投资运行的知识产权保护制度	57
第三章 规范创业投资企业的法律制度	64
第一节 创业投资企业的制度优势分析	64
第二节 公司型创业投资企业的法律制度	69
第三节 合伙型创业投资企业的法律制度	82
第四节 信托型创业投资企业的法律制度	97
第四章 创业投资企业设立的法律制度	106
第一节 创业投资公司设立的法律制度.....	106



第二节	创业投资合伙企业设立的法律制度	111
第三节	信托创业投资基金设立的法律制度	116
第四节	外商创业投资企业设立的法律制度	122
第五节	境外中国创业投资基金设立的法律制度	127
第五章	增加创业资本供给的法律制度	131
第一节	创业资本供给主体分析	131
第二节	我国创业资本供给及影响因素的实证调查	141
第三节	增加国内创业资本有效供给的法律制度分析	150
第四节	增加外商创业资本供给的法律制度分析	164
第六章	创业投资契约安排的法律制度	172
第一节	创业投资家与创业家的委托代理关系	172
第二节	创业投资商业计划书	177
第三节	金融投资工具的选择	194
第四节	创业投资的法律合同安排	202
第七章	促进创业投资有效需求的法律制度	211
第一节	我国创业投资需求及其影响因素分析	211
第二节	促进创业投资有效需求的税收政策研究	220
第三节	促进创业投资有效需求的知识产权保护制度研究	232
第四节	促进创业投资有效需求的政府采购政策研究	239
第八章	拓宽创业投资退出渠道的法律制度	249
第一节	创业投资的主板市场退出方式	250
第二节	创业投资的创业板市场退出方式	260
第三节	创业投资境外创业板上市退出方式	271
第四节	创业投资的其他退出方式	278
第九章	创业投资市场监管的法律制度	290
第一节	创业投资市场的监管理论与意义	291



第二节 创业投资市场的监管主体与方式·····	297
第三节 创业投资市场的监管目标与内容·····	305
第四节 我国创业投资市场监管体系的构建·····	311
附录 浙江省创业投资管理条例·····	323
参考文献·····	333



第一章

绪 论

第一节 创业投资内涵与运行系统分析

所谓创业投资(Venture Capital),是指创业投资企业(或创业投资基金)通过一定的方式向投资者(机构或者个人)筹集创业资本,然后将创业资本投向创业企业,主动地参与创业企业的管理,并为其提供增值服务,做大做强创业企业后通过一定的方式撤出资本,取得投资回报,并将收回的投资投入到下一个创业企业的商业投资行为和资本运作方式。

创业投资是一个复杂的系统工程,在其运作过程中主要涉及到三方参与主体:投资者(创业投资供给主体)、创业投资家(创业投资运作主体)与创业家(创业投资需求主体)。其中创业投资家作为沟通投资者和创业家之间的中介,是创业投资最直接的参与者和操作者,也是最直接地承担风险和分享收益者,创业投资家按市场运作规律,将创业企业置于市场竞争中,通过主动参与管理和提供增值服务,促使创业企业向股票市场的方向逼近,以实现高额的投资回报。因此,创业投资家是创业投资三方参与主体的核心。创业投资系统由五个关键的子系统构成:创业投资供给系统、创业投资组织系统、创业投资决策系统、创业投资需求系统和创业投资退出系统(如图 1-1 所示)。

(1)创业投资供给系统。创业投资供给系统由个人或家庭、养老基金、保险公司、证券公司、商业银行、大公司、政府和外国投资者等创业资本的供给主体组成。不同国家(或地区)在不同时期由于创业文化、产业水平、法律制度及经济政策等方面的差异,世界各国创业投资系统的供给主体有很大的差别。1998年,美国创业投资供给系统的主体大体上为:养老基金占 55%,大公司占 17%,个人和家庭占 10%,捐赠基金占 8%,中介机构占 4%,外国资本占 2%,金融机构和



保险公司各占 1%，其他占 2%；1998 年，欧洲创业投资供给系统的主体是：商业银行占 27.8%，养老基金占 24%，大公司占 9.8%，保险公司占 8.9%，收益再投资占 8.8%，个人和家庭占 7.6%，政府占 5.1%，其他占 7.8%；日本创业投资供给系统则主要由证券公司、商业银行和保险公司等机构投资者组成。

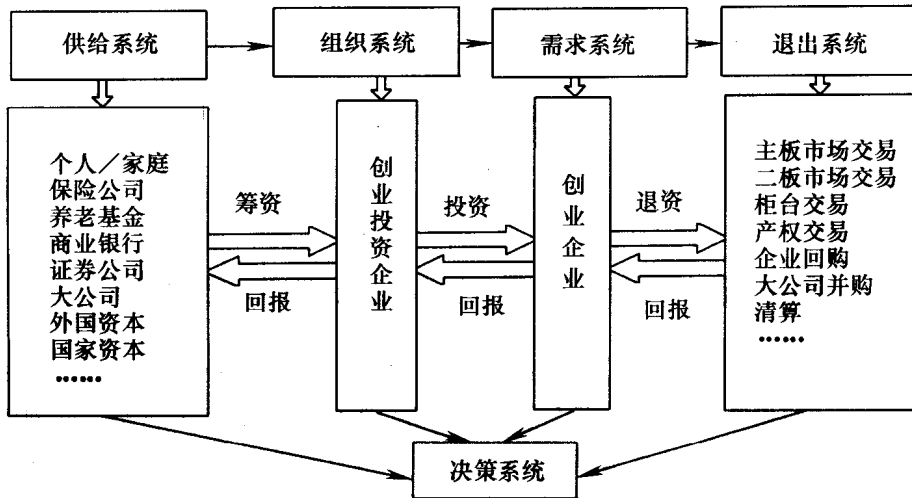


图 1-1 创业投资运行系统分析

(2) 创业投资组织系统。创业投资组织系统的运作主体是创业投资组织（机构），主要是解决投资者（委托人）和创业投资家（代理人）的交易合同安排及相关法律制度的设计问题。在发达国家，虽然创业投资组织的名称、组织形式及相应的制度安排因国情不同而各异，但从法律形式上来看，发达国家创业投资组织大体有合伙制（主要是有限合伙制）、信托制和公司制三种类型。创业投资组织在创业投资活动中起到了重要作用：一是将各类投资者的分散资金通过一定的方式聚集起来，投入到创业企业当中，起到“资金放大器”作用；二是将投资风险有效地分散转移到众多的投资者身上，起到“风险调节器”作用；三是通过提供增值服务，加快创业企业的发展，起到“企业孵化器”作用。

(3) 创业投资决策系统。创业投资决策系统的运作主体是创业投资家，是连接和协调供给系统、组织系统、需求系统和退出系统的桥梁和纽带，是创业投资大系统高效运作的“软件”支撑系统。创业投资决策系统通常要涉及到创业企业搜寻、筛选、评价、投资合同签订以及参与管理等创业投资若干重要活

◇ —————

动，其决策方式和决策效率在很大程度上直接决定或影响创业投资系统运行的效率。

(4) 创业投资需求系统。创业投资需求系统的主体是创新型创业企业（创业家）。创业投资与创业企业相互作用、相互依赖。如果没有大量创新型创业企业的创立和发展，也就没有对创业投资的巨大市场需求，创业投资的存在和发展也就失去充分的理由。美国创业投资之所以如此繁荣和发达，其根本原因是美国有大量创新型成果等待转化，有大量创新型创业企业不断涌现，有大量优秀创业家团队可供选择。在创业投资活动中，创业企业的主要作用是根据市场的需要，为创新型成果向现实生产力转化提供孵化基地，与创业投资家精诚合作，做大做强创业企业，实现创业资本的快速增值。

(5) 创业投资退出系统。创业投资退出系统是创业投资系统的一个极其重要的子系统，是确保创业资本高效流动和快速增值的前提。从发达国家的经验来看，健全和完善的退出系统应该包括主板上市、二板上市、柜台交易、产权交易、回购、并购和清算等多种退出方式。在创业投资活动中，退出系统的主要作用体现在：一是准确地评价创业投资的价值；二是实现创业资本增值，补偿创业投资者承担的高风险；三是吸引社会资本参与创业投资，促进创业投资的循环与流动。

创业投资系统通常涉及到以下四个基本要素：创业资本、创业投资组织（或称创业资本运作者）、创业企业和资本市场。

(1) 创业资本。创业资本是指由专业投资人提供的投向快速成长并且具有很大升值潜力的新兴公司的一种资本。在通常情况下，由于被投资企业的财务状况不能满足投资人于短期内抽回资金的需要，因此无法从传统的融资渠道如银行贷款获得所需资金，这时创业资本便通过购买股权、提供贷款或既购买股权又提供贷款的方式进入这些企业。

(2) 创业投资组织。创业投资组织是创业资本的运作者，它是创业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；促进创业企业迅速成长、退出。资金经由创业投资公司的筛选，流向创业企业，取得收益后，再经创业投资公司回流至投资者。

(3) 创业企业。如果说创业投资家的职能是价值发现的话，创业企业的职能是价值创造。创业企业家是一个新技术、新发明、新思路的发明者或拥有者。他们在其发明、创新进行到一定程度时，由于缺乏后续资金而寻求创业投资家的帮助。除了缺乏资金外，他们往往缺乏管理的经验和技能，这也是需要创业投资家提供帮助的。

(4) 资本市场。资本市场是创业投资实现增值变现的必经之路，没有发达

◆

完善的资本市场就不可能使创业投资获得超额回报,从而使创业投资人丧失了进行创业投资的源动力。

第二节 创业投资的特征与功能

创业投资是一种独特的投资模式,尽管创业投资并无定式可言,也没有统一的发展路径,但都有其共同的基本特征与功能。充分深入地认识创业投资的这些特征与功能,有助于我们深刻地认识创业投资系统的本质,有助于我们建立和健全有利于创业投资运行的法律环境。

一、创业投资的特征分析

(一) 创业投资是一种高风险的投资

科技成果转化为实现生产力一般都要经过三个阶段: R&D、R&D 成果工程化、工程化 R&D 成果产业化。创业投资风险是指受资企业 (Investee) 在 R&D、R&D 成果工程化、工程化 R&D 成果产业化过程中,由于内外环境因素的不确定性 (或者说是对各种因素的控制失败) 而造成的投资利益损失的可能性。创业投资风险主要表现在以下七个方面:

(1) R&D 风险。企业 R&D 成功与否要受到 R&D 经费投入、R&D 人员投入、R&D 人员结构、R&D 管理及外部因素等多种因素的影响,这些因素都是不确定的,都有可能转化为不可控因素,这便构成了 R&D 风险。

(2) 技术风险。新技术在产生之初是十分粗糙的,它在形成产品的全过程中会遇到工艺设计、设备选择、材料准备和环境干扰等种种新情况和新问题,在现有的条件下这些新情况和新问题有时是很难突破的,因之而导致投资失败的概率也是比较高的。据统计,R&D 计划在技术上获得成功的概率大约为 60%。

(3) 生产风险。生产风险是指在工程化 R&D 成果工业化 (或商品化) 过程中,由于材料、设备、人员、资金投入等因素的不可控性而导致投资失败的可能性。如原材料价格上涨、生产设备老化、技术人员经验不足、资金投入强度不够、外部单位突然中止协作等各个因素都会引发整个投资的失败。

(4) 市场风险。市场风险是企业外部风险,一般而言,其风险度要比企业内部风险要高。美国的一项调查表明,技术上获得成功的高技术开发计划只有 30% 能够推向市场,而在推向市场的高技术产品中仅有 12% 是最成功的。创业投资市场风险主要表现在这样几个方面:难以确定市场的接受程度和接受时间;难以确定市场的推广费用;难以确定竞争对手的竞争实力;难以确定合适



◇ 的市场价格；难以确定市场需求的变化速度。

(5) 组织管理风险。组织管理活动贯穿于创业企业的创建、成长和发展的整个过程，管理是影响创业企业成败的重要因素。组织管理风险主要表现在两个方面：一是由于管理者的经营理念、管理知识和决策能力难以适应高技术企业快速发展的要求而导致人员、资金、设备和信息等生产要素的配置失调；二是由于企业组织结构难以适应高技术企业快速发展的要求而造成企业内部的不稳定性，进而导致组织功能缺损和管理失效。

(6) 财务风险。创业投资是一种“高投入”的投资活动，不仅 R&D、R&D 成果工程化、工程化 R&D 成果工业化和产业化各环节要保持高强度的资金投入，而且各环节之间资金投入量还要保持适当的比例。财务风险是指在高技术产业化过程中，由于某一环节资金投入量不足或者各环节之间的资金投入量尚未满足适当的比例而引起投资失败的可能性。

(7) 环境风险。环境风险主要是指企业外部的社会、政治、经济、法律和政策等因素的不可控性而引起的创业投资失败的可能性。环境风险可能从企业外部对高技术产业化过程的各个环节产生影响，进而增加了创业投资各个环节的风险和总的投资风险。

美国风险经济公司 (Venture Economics) 统计表明：1969 ~ 1985 年，美国最大的 13 家有限合伙创业投资基金共支持了 383 家创业企业，其中全部损失的占投资总额的 11.5%；部分损失的占 23.0%；回报 0 ~ 1.9 倍的占 30.0%；回报 2 ~ 4.9 倍的占 19.8%；回报 5 ~ 9.9 倍的占 8.9%；回报 10 倍以上的占 6.8%。由此可见，即使在美国这样发达的国家，由于创业投资的“高风险”特征，创业投资的成功率通常也是很低的，即所谓的“大拇指定律”：在创业投资支持的 10 家创业企业 (项目) 当中，5 年之后，3 家彻底失败；3 家仅能勉强生存；3 家业绩尚可；只有 1 家能够取得惊人的业绩。

(二) 创业投资是一种高回报的投资

创业投资的真谛在于，投资者不仅为企业创业融资，更要为企业发展提供增值服务，在思想上将自己定位为一个幕后服务者，帮助并同创业者、经营者一道，谋求创建新型的、具有巨大发展潜力和巨大未来市场的企业，最终获取高额回报。被投资的创业企业 (venture-backed companies) 一旦获得成功，并首次公开上市 (Initial Public Offering, IPO)，则可以获得十倍、几十倍甚至上百倍的投资回报。特别成功的创业投资项目，英文称之为“Homerun”，其回报率十分惊人。如 Kleiner Perkins Canfield & Byers 公司给一家激光唱片公司投资 1.5 万美元，投资回收达 200 万美元，回报 133 倍；Sevin Rosen Partners 公司投资莲花电脑公司 210 万美元，回收 7000 万美元，回报 33.3 倍；Arthur Rock 公



司投资苹果电脑公司 5.7 万美元，回收 1400 万美元，回报 245.6 倍；Allen & Co 投资医药企业 Syntex 80 万美元，回收 8000 万美元，回报 100 倍；TA Associate 投资 Tandem 公司 170 万美元，回收 7700 万美元，回报 45.3 倍。

据统计，1965～1985 年，美国创业投资平均回报率为 19%，是同期股票投资的 2 倍，是长期债券投资的 5 倍。1991～1996 年，美国创业投资平均回报率为 24%，而同期标准普尔指数的平均回报率则为 15%。

另据英国的调查表明，1998 年英国创业投资基金年平均回报率为 30.1%，而股票和债券投资的回报率则分别为 12.0% 和 20.6%；不同存续期创业投资基金的回报率存在着较大差别，其中 3 年期基金回报率为 28.8%，5 年期为 22.1%，10 年期为 13.1%，不仅高于同期英国 1500 家人寿保险公司的平均回报率，而且也远远高于同期的股票、债券等其他投资的回报率。

美国国际数据集团（IDG）自 1993 年开始在中国进行创业投资，投资了上百家企业，涉及软件、网络、电信及互联网等领域，实际投资 1.6 亿多美元。在 30 家创业企业的投资已经退出，平均投资回报率为 50%。

（三）创业投资是一种规模较大的投资

创业投资通常是一种规模较大的投资，这是由以下几个方面的原因决定的：

第一，创业投资的对象主要是高技术企业，而高技术企业通常需要有大量的资金投入。与传统企业相比，高技术企业的建立与发展的条件是比较苛刻的。高技术企业通常要求有相当比例的高、精、尖专用设备和相当比例的高水平的技术工人、管理人员、市场销售人员，所以建立高技术企业的资金投入要比传统企业高得多，是传统企业的 10～20 倍。

第二，创业投资具有很高的投资失败率，但是同时也具有很高的单项和综合投资回报率，即一般在 10 个创业投资项目当中，只要有 1～3 个项目获得成功，不管其余是部分失败或是全部失败，仍可以弥补失败项目的损失，而且还能带来丰厚的投资回报，使其综合回报率仍高于社会的平均回报水平。此外，创业投资是长周期的投资（long-term investment），一般要经过 3～7 年时间才能通过蜕资获得收益，并且投资回报主要集中在后期阶段，前期处于支出或亏损状态。因此，创业投资者必须要有足够规模的创业资本，才能对若干相对无关的项目进行投资组合（portfolio investment），保证在正常的管理水平和社会经济技术条件下，争取 1～3 个项目的投资成功，从而获得较高的平均回报率。相反，如果创业资本规模很小难以进行投资组合，只能投资于一个或几个项目，通常就很难规避投资风险，因而也就无法获得较高的投资回报。

第三，创业投资的独特对象及特定的投资目的和回报方式决定了创业投资