

第 1 章

风险投资的现象层次归纳

1. 总看法 / 论题缘起

风险投资在中国，纯粹是一个“舶来品”。迄今为止，不论在理论界或人们经济生活的日常谈论里，仍然是云遮雾罩、众说纷纭。在政策和法制层面，其权威认定或者尚未做出，即令已经做出的某些方面，也远未达到规范、完善的程度。尽管在 20 世纪最后几年，由风险投资最先发明和最大受益国掀起的“美国新经济增长奇迹之谜”，引起了人们普遍关注，进而在全世界引发风险投资热，在此背景下中国媒体和出版业也红火一时，风险投资几近成为一种时尚之物，但是在我看来，一是风险投资、二是新经济、三是将二者连接起来的“风险投资——新经济”，人们对这样一个概念的观察与思考，不只在中国，而且在境外，都还远未从“必然王国”进入“自由王国”。正因为如此，以实践、认识、再实践、再认识这一至今被大多数研究者认为是不断开辟发现真理道路的科学方法为指导，从现象层次归纳入手，然后再展开对其原理以及如何将其原理应用于中国经济即中国化问题的研究，不仅是符合认识规律的，同时基于这一“舶来品”目前呈现在我们面前的概念系统尚处

在较为模糊的状态，做这样的顺序安排，还有其必要性。当然，首先从现象层次归纳入手，并不意味着事先没有理论遵循。例如这里已经提到的马克思主义认识论的方法论，就是一种遵循。对马克思主义政治经济学经典论述的遵循，对西方经济学相关理论以及一些分析工具的参照性运用或借鉴，也应属于题中应有之义。此外，在以后相关章节专题讨论风险投资领域高额收益来源时，我试图运用“非同时竞争垄断利润”、“高能资本”这样的经济学猜想，即推理中自行得出的概念作为分析工具，而得出这一分析工具的推论过程，也是必须有所理论遵循的。它遵循的，则是理论物理学关于“同时的不同时”的相对论原理，以及高能物理学中的能量传递原理。在辨析风险创业企业组合生产要素创新过程中技术要素概念的内涵深化、外延扩大现象，需要顺应实践提出“技术的无形资产”、“管理的智能劳动”这样的新命题时，则引入了西方哲学研究学者的最新论述为指导，那也是一种理论遵循。

本书从现象层次归纳入手逐渐深入到原理层次的讨论，之所以做出这样的顺序安排，还因为风险投资作为一个新的投资方式并逐渐成为一项创新的金融制度的雏形，在各个国家和地区，以及在同一国家和地区，呈现出复杂性和多样性。也正是因为这一特殊情况的存在，各国的经济学家和实际工作者对其认识从基本概念的定义开始，就有若干差别存在着，而各自的认识和概括也总的还处在变化之中。这样就更加深了认识它的难度。

世纪之交出现于美国经济中的大变动，就是一个颇受世人关注，而其中奥秘至今未得到解释的典型例子。

人们不会忘记，2000 年新年伊始，美国总统克林顿在该年度国情咨文中正式为“新经济”做了明确定性。正当人们对诞生于美国的风险投资“学而不得要领”，对美国经济连续十

余年出现高增长奇迹，并且使高增长率、低通胀率、低失业率这 3 个按经济学原理应是替代关系的指标变成耦合关系的奇迹“思而不得其解”的时候，由美国官方首次提出这样的概念来，并且还对其做出了带有权威性的定义，理所当然地引起了全球回应。新一轮风险投资热，很快在美国本土兴起，并迅速扩展到世界许多国家和地区。在美国，第一季度风险投资金额高达 226.8 亿美元，为上一年同期的 3.7 倍^①；一季度末纳斯达克市值达 6.18 万亿美元，比上年同期增长 120%^②。但是，进入 4 月这片光明便被阴云笼罩起来：纳斯达克市场与 3 月最高峰相比下跌 1/3，股票价格缩水 2 万多亿美元，一些新经济的旗手公司如 CDNOW、eToys 和 Lastminute.com，已经跌到投资者认为它们是残次品^③。情况急转直下震惊白宫，美国总统克林顿紧急磋商，探讨如何在股市摇摆不定引起人们担心经济不堪一击的情况下促进经济繁荣发展^④。对此有论者曾经断言：“‘新经济’正在成为相当于苏联解体的经济现象——本以为这种巨变可以带来早就指望的安全感，但实际带来的却是一个混乱变化的时期。”^⑤接下来的情况却是，这片阴云很快被驱散：美国商务部在二季度结束后发布最新统计结果显示，二季度美国经济增长率达到 5.2%，超过了第一季度的 4.8%；并称，美联储储备委员会自 1999 年 6 月以来已连续 6 次提高利率，旨在放慢经济增长速度和预防通货膨胀。这样说的意义，显然是在为 4 月的股指下挫风暴补充一个注脚，但另外一方面又使人产生了新的疑问：既然政策面的宏观取向是“软着陆”，为

① 新华社电，2000.5.14。

② 《参考消息》，2000.9.4。

③ 英国《星期日泰晤士报》，2000.4.16。

④ 美联社电，2000.4.5。

⑤ 格伦·凯斯勒语，《华盛顿邮报》，2000.4.5。

什么统计显示却又与政策取向大相径庭，不降反升呢？对此美联储主席格林斯潘在国会作证时做出的解释是：除了一些偶然因素之外，消费者和投资者对经济前景的信心是支撑美国经济快速增长的重要原因^①。到 9 月出现了始料不及的国际石油价格攀升不止的冲击波，随后又是总统选举计票危机，这些外部因素的出现年末美国经济频频发出预警信号的总因素中占有多大比重，显然是不好计算的。由此就影响到我们对这一年美国“风险投资——新经济”浪潮连带美国经济运行波诡云谲的变化，很难从现象深入本质，从而得出较为准确的判断。德国金融分析家德里斯和美国美林公司首席经济学家布鲁斯·斯坦伯格倒是对此发表了判断性的看法。前者认为：美国 2000 年股市的反复无常使风险投资者频繁“享受冷热浴”，其神经系统正处高度疲劳状态。尽管风险投资曾是美国 20 世纪 90 年代资本市场重要的组成部分，但在可以预见的将来，高风险企业通过股票、债券或私人投资方式获得的资金将会越来越少，这一结果不仅会造成美国企业投资停滞，经济增长减速，同时也将影响到欧洲资本市场的融资能力。^②后者则在赞同“在今后 12 个月里，美国不大可能出现衰退，即使最近出现了这种可能性”这一多数经济学家的看法之后，直接判断说：经济已经从“形势大好变成良好”。^③但是，不管人们怎么看这一年的美国经济的奇特变化，也不管以后的美国经济怎样发展，我以为，“风险投资——新经济”仍将作为 20 世纪 90 年代最重要的经济事件被载入史册。这一点应该是确定无疑的。

根据 2000 年 10 月欧洲风险投资集团 3i 等机构发布的

① 《上海经济报》，2000.8.4。

② 德里斯观点载于《法兰克福汇报》，可参见 2000 年 12 月 22 日《中国改革报》“创业板理论回归”报道引述。

③ 参见美国《纽约时报》2000 年 1 月 3 日报道。

《2000 年全球私人投资股本报告》提供的数据，2000 年全球私人投资股本和风险基金的投资总额再创新高，达到上一年的两倍。该报告由此得出结论说：这显示出投资者的兴趣并没有因为股票市场在科技股带动下暴跌而受到影响。³ⁱ 等机构的证实和判断显然与布鲁斯·斯坦伯格“形势大好变成良好”的谨慎乐观的看法有所不同，更与德里斯所谓风险投资者“享受冷热浴”后其“神经系统已经处于高度疲劳状态”的悲观估计相左。该报告公布的数据表明：截止于 1999 年的前 5 年中，全球私人股本和风险基金的投资规模年均增长率为 35.9%，而 1999 年这一数字是 1360 亿美元。美国排名第一，2000 年上半年的风险投资达到 367 亿美元，而 1999 年为 356 亿美元；2000 年上半年，平均每家公司得到资金 1377 万美元，而 1999 年为 960 万美元。排名列在前 10 位的其他国家和地区，按次序为英国、德国、意大利、加拿大、荷兰、瑞典、中国香港特区、以色列等。即令在美国，风险投资业界本身的看法，与业外人士的估计也是有差距的。据美国风险资本协会的一项最新报告，2000 年美国风险投资实际的相关数据已经披露出来，即全年美国风险资本投资达到 428 亿美元，比上年增加了 1.5 倍；该年度全美有 3619 家中小企业获得了风险资本投资，比上年增长 24%，由于风险资本推进了新经济发展，在美国经济增长中微电子、生物制药、信息网络等高新技术产业经济增长占总量的 85% 以上。

在中国，由于特殊原因，台湾和香港地区对风险投资的认识和参与要早于内地。局限于内地考察，它逐步被认识和正在被接受的过程，总体上是与中国经济体制从计划到市场转轨的发展进程相一致的。政府官员和研究者在改革开始时，显然是不可能将注意力集中在风险投资这样一个细节问题的。首先发达经济体国家二战以来、尤其是 20 世纪 60 年代中期即中国国

内集中精力开展文化大革命那个时期以来，发生了高新技术产业化进程大大加快、经济结构升级大大加快、经济增长提速、商业周期拉长的繁荣现象。而对此引起的惊奇和注意，又必然与其支持机制之一的风险投资有关，从而使他们思辨线索从政治层面逐渐将重点转移到经济层面，进而聚焦于科学技术和体制改革这两方面的协调并进问题。邓小平作为 20 世纪后期世界舞台上的杰出人物，他有两个最尖锐也最深刻的论断：一个是“科技是第一生产力”，一个是“不改革就是死路一条”，就是概括这种求实成果的振聋发聩的至理名言。在此大的背景和杰出思维的导引下，国人才开始沿着技术创新和制度创新相结合的思路展开视野。

中国政府对于风险投资的重视，始于 1985 年 3 月的中共中央《关于科学技术体制改革的决定》。该决定指出：“关于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给予支持”。从措施回应说，始于该年 9 月成立的中国新技术创业投资公司。在此带动下，中国招商技术有限公司、广州技术创业公司、江苏省高新技术创业投资公司等带有相似动因和模仿制作的风险创业支持机构相继成立。由于当时中国经济体制改革尚处在由计划向市场转轨初期，双轨并行且计划体制为主导，这类首批诞生的中国第一代风险投资公司，基本上都是按计划模式刻制的“版本”，因而几乎都无一例外地被打上了重统筹效能、轻机制效率的烙印。中国第一家专业性投资机构——简称“中创公司”的中国新技术创业公司运作十余年后因破产而宣布关闭，就是一个例证。不错，风险投资确实是应高新技术产业化和技术创新之需而生，但它是运用比此前存在的所有其他形式的投资都更具高度市场化激励效率的特殊机制去实现这一目的的。从本质上说，风险投资是遵从技术创新和高新技术成果商品化开发阶段的特定规律性所要求的金融制度创

新或称体制性改进。它是不应该沿袭过去那种为技术创新而技术创新、为高新技术产业化而高新技术产业化，从而可以将金融支持的制度创新顺序推后，甚至迫使金融服从和服务于前者的非市场化运作的。

但是，要改变过去长期形成的思维惯性并不容易。1992年兴起于各地的“开发区热”，即复制美国硅谷高新技术创业园区的非市场激励机制的运动式发动，仍然是第一代风险投资公司“版本”的延续和放大。这一点，只要看一下1993年开始长达数年治理宏观经济运行过热过程中从金融层面被清理出来的不良贷款分布，将“开发区热”中纯粹或主要由政府发指示、国有商业银行出票子、推土机推开一片土地立牌子、一哄而起的开发区，也视为若干家“风险开发公司”，其结论就清楚不过了。事实是，大多数开发区都是不成功的，技术创新和高新技术产业化成果并没有创业出多少来，呆、坏账损失扔给国有商业银行，最后实际由政府收回了金融风险。

“第一代中国风险投资版本”也不是没有成功的范例。但是，只要将诸如北京中关村那些逐渐站住的新兴高科技公司的内部运作和管理机制加以研究，就不难发现其一个规律。这就是，它们都是不同程度地遵从了市场法则，在它们成长的道路上，留下了将风险投资原理从大洋彼岸“拿来”、从自身实际构造化解风险、追逐利润的运行机制的探索轨迹。

“第二代中国风险投资版本”“换代升级”的出现，我以为，可以民建中央’98政协一号提案（即《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》）引起社会反响和政府回应为标志。此后跟进的“科技股领涨”、香港创业板推出、一批新的带有风险创业特征的中国企业在境外二板市场上市、设立深圳二板市场的酝酿与筹备等一系列重要事件，从动机和性质上都体现了金融效率优先的主导倾向。这表明：以此次“版本升级”为

界线，国人对于风险投资的认识，已从止于技术创新层次产生了飞跃，进到了金融制度的创新和改进需要一并进行的层次，并且注意到，应该将其纳入社会主义市场经济体制总框架中，作为完善资本市场的其中一项任务，这样有机联系地去对待和处理与风险投资相关的问题了。

但我以为，风险投资中国化的内涵还不应该停止于这个层次上。换句话说，风险投资中国化还有一个更高层次、更为丰富的含义。

任何经济事件的出现，都不是偶然发生的。根据马克思主义哲学原理，外因是条件，内因是依据。风险投资从本质上说，是先行完成工业化任务的发达的先进经济体国家在其经济结构多次升级后竞争日趋激烈、平均利润率日趋下降、消费动力不足、闲置资金累积增多等特定环境下，市场经济主体和政府共同为剩余价值资本化排除障碍所推动的一种金融制度创新成果。无论从外部条件和内部依据来分析，它都注定只会由经济高度发达、市场充分发育、技术储备丰富、国民生活富裕的国家里首先创造出来和流行起来，而很难与发展中经济相容和共生。

中国作为一个发展阶段尚处工业化过程中、转轨进程尚处在市场化中途、根据国情同时又必须坚持社会主义基本制度的特定经济体，即使暂不考虑基本社会制度这一前提限定方面的问题，由发展阶段和转轨阶段的制约所规定，中国经济对于吸纳风险投资这一来自发达的先进经济体的金融制度创新成果来说，也肯定是排斥性大于相容性的。即是说，不存在整体吸收和全面推行的可能性，而只存在部分先进地区、先行进步产业、特定适应领域局部模拟的可能性。从目前中国各地对此实践效仿的状况看，我以为局部模拟还谈不上，简言之，我将它称为“个别模拟风险投资的分散性试验”。所谓“个别”，指数

量不多，影响不大，未成气候，生存困难；所谓“分散试验”，则含义有二，一为整体效应不够，二是操作系统残缺不全。二板市场作为风险投资基金提供蜕资收益出口的主要通道至今尚处在酝酿筹备阶段，相关法令法规极为粗略缺乏规范性和可操作性，既是系统残缺的突出表现，又是整体效应不够的重要原因之一。

风险投资中国化，实际上包含着两个层次的任务。第一层次的任务是，学习和借鉴它的操作系统，以供中国特色的风险投资制度设计参照和参考之用；第二个层次的任务是，关注风险投资孕育、诞生、成熟、扩展过程对一个国家、一批国家和全球经济格局产生的影响，以及内在的规律和经济学提示，以供创立和完善中国特色的市场经济制度（着重是金融制度和企业组织制度）、吸纳发达国家的当代制度创新成果之用，同时也为应对加入 WTO 和经济全球化机遇和冲击之用。从这两个层次的任务来看，我以为第二个层次的任务，是更为值得引起注意的。况且，在与第一个层次任务相关的内容方面，大同小异的译介材料和编著类读物，已经为数不少。这一章侧重译介和归纳现成材料，学术价值不多，故称其为“现象层次归纳”。

2. 风险投资起源的考察

目前国内介绍风险投资的材料一般都认为，风险投资最早起源于美国，始于 20 世纪二三十年代。也有追溯到更早，说它始于 19 世纪末的。前者的依据是，在 20 世纪二三十年代，美国有一批富裕家族和个人，曾经采取过向一些他们认为很有前途的企业提供启动资金的非凡投资行动，从而使这些被启动运转的企业中，崛起了后来如 Eastern Airlines（东方航空公

司)、Xerox (施乐) 等全球有影响的著名的大公司。后者的依据则是指, 在美国曾经由一些私人或银行家勇敢地向风险领域提供资金, 从而推动了钢铁、石油、铁路等当时属于新兴产业部门的发展, 同时他们也从中获得了巨额利润; 这样的投资案例在 19 世纪末就已经出现过了。但是, 上述两种情况, 在我看来, 都还不属于典型的风险投资范畴。因为, 它们都还不具备典型风险投资的全部要件。

有别于普通投资的风险投资, 其一般运行模式大体是这样的: 从某个未来产品 A 或未来服务 B 的种子孕育期, 就开始了资金管理者 C 与新型企业创业者 D 之间的合作, 当 A 或 B 的种子生根、发芽……并不等到充分成熟而只在开花或将要挂果或正在挂果时, 首先是 C、也可能加上 D, 就瞄准时机将其转让, 从而退出了该轮次风险投资的全部过程。然后, 某个未来产品 Aa 或未来服务 Bb 又成了 Cc 与 Dd 的关注点, 或许还有新的资金管理者 E、新的新型企业创业者 F 加入进来, 或者在 C、D 进行风险投资上一轮次运作时就已经同时有 E 和 Ee、F 和 Ff 在风险投资领域活跃着。这样, 每一个新的未来产品或服务的最初阶段的风险合作循环, 就会有若干不同的资金管理者与新型企业创业者相互选择的优化组合形式。这样一个循环投资领域, 与普通意义上的社会再生产 (包括直接联系的分配) 过程所涉及的另一投资领域, 虽有一定联系, 但基本上是一个界限明确的独立操作系统。

一般人先是看好有前途的研究项目, 说, “嘿, 这是个好主意! 应该继续干下去。” 然后开始筹措资金 (现在则由专业管理基金出面), 保险公司和个人就加入进来。这时就会有一帮经理人站出来说, “把钱给我们, 我们替你在新兴企业中寻找投资机会, 持有他们的股份。我们会

跟那些企业商量一个持股比例，若干日后我们将股份卖给别人或者将公司上市，投资者会拿他们的原始投资加利润，我们分成 20%”。

以上引述的，是美国著名的风险投资家和风险投资管理专家、中国搜狐网站的最初投资者之一、麻省理工学院创业管理中心创始人和现任主席、现任斯隆管理学院技术管理教授爱德华·罗伯茨（Edward B. Roberts）接受中国学者访问时的一段谈话（廖理等，2000）。在这次发生于 1999 年 3 月 11 日的访问谈话中，这位专门从事风险投资研究和实践的“业内人士”，就其风险投资在美国本土发源的标志年份及其诞生第一笔风险投资基金与风险投资项目合作的具体情形，进行了详细的说明。我认为，以此作为风险投资起源的认定，应该具有权威性。现以此作为依据，综述和评点如下：

（1）“在美国，正式的风险投资机构始于 55 年前的波士顿。美国第一个正式的风险投资基金叫做‘美国研究与发展公司’，它是在麻省理工学院校长卡尔·考普顿的领导下成立的。”美国研究与发展公司，即 American Research and Development Corporation, (ARD)，卡尔·考普顿（Karl Compton）是一位著名的物理学家，二战中供职于华盛顿的国家研究与发展办公室并担任负责人，协调全美战时的研发工作，二战结束前回到麻省理工学院继续做校长。ARD 公司通常认为是 1946 年成立的，因为从“始于 55 年前”到正式成立公司有一个筹备期间，二者基本上是吻合的。

（2）考普顿的最初构想和行动。他召集了一些著名的实业家校友“来讨论这件事”：“在过去的 5~10 年中我们进行了非常重要的科学研究，假如能正确地利用，它们将极大地促进社会的发展。要保证所有的研究成果不落虚处，并被转化利用，

以造福社会。”经过讨论决定创建一个基金。“基金的名字叫做美国研究与发展公司，之所以没有叫美国投资公司，是因为他们认为应利用科学理论进行研究和发 展，以理论指导实践。”

(3) “他们找到波士顿的保险公司，说服他们把钱投入基金，并组建了班子。”资金管理一方，即风险投资运作主体中至关重要的专业投资家们，开始了最初的聚合。

(4) 未来产品或服务的项目选择。“他们投资的第一个公司出自麻省理工的化学工程系，公司就设在该系的地下室。麻省理工出地方、供暖和照明，公司出钱为参与公司运作的研究生、教师和研究人 员发工资，公司名叫做爱奥尼克（Ionics）公司”。这就是 ARD 的第一笔投资，Ionics 公司“后来成为水净化领域的巨 头”。

(5) 第二笔投资起源于一位电子工程教授想出的新点子：利用高压电力信号开发治疗癌症的仪器。“他们在俗称为麻省理工后院的地方建起了公司，公司刚好在电子大楼的后面，公司起名叫‘高压工程’。”高压工程公司（High Voltage Engineering Corp.）“最终成为大型核研究设备的主要供应商，尤其在医用核放射性同位素治疗及相关核研究方面十分成功”，其股票在纽约公开上市。

ARD 作为风险投资的探索者，经过了整整 10 年的成功与失败的积累，才在 1957 年投资于数字设备公司（Digital Equipment Corporation, DEC）的实践中完成了骄人的案例制作。DEC 公司是由 4 个麻省理工学院的毕业生创立的，在最初提出改进计算机的一些想法时 ARD 就决定给予资金帮助，ARD 只用了 7 万美元的投入便拥有其所孵化公司 77% 的权益股份。DEC 公司后来创造了利润高倍增长的奇迹，到 1971 年 ARD 所持有的 DEC 权益股份的价值增加到 3.55 亿美元，比 ARD 孵化 DEC 时所支付的资本价值增加了 5000 多倍（如今

的 DEC 公司已发展成为一家拥有 55000 位雇员、年产值达 100 亿美元的计算机制造企业)。这一重要事件不仅使风险投资家们当初初创的构想彻底走出了“实验室”阶段,而且以旗帜展示的效应,永远地改变了美国风险投资业的未来,并影响到风险投资这种创新的投资形态在全世界的扩展进程。

3. 风险投资的操作系统

通过上一小节的材料引述以及对引述材料的梳理,全球第一个风险投资公司诞生的原因及其草创期的具体情况,已经逻辑清晰、细节准确了。但是,稍做深究便会生出一个疑问:风险投资事业创始人卡尔·考普顿为何放着现有的融资渠道不用,却要以召集一些著名的实业家校友来商量创建一个基金,并且摆在首位来考虑呢?这涉及到风险投资诞生的金融环境和经济制度背景问题,是有必要进行深入讨论的。

风险投资业的发展和繁荣建立在由整个金融市场的结构和运作规则所决定的市场空缺的基础上。一些拥有创意和新技术的人往往不能够从其他金融机构得到资金。虽然新企业内在的高风险需要有高于法律限定的贷款利率,但法律禁止吸纳存款的机构收取过高的贷款利息,因此银行能贷给新企业的款项不可能超过新企业的现有固定资产能够保证归还的水平。但是,在今天这样的基于信息技术的经济中,绝大部分新创企业只有极少的固定资产。另外,投资银行和其他一些基金受到保护投资者的法律和操作规范的限制,也不可能投资于新创企业……

风险投资正好填补了这个空缺,空缺存在于创新的资

金来源如：公司、政府实体、创业者的朋友和家庭——与能够投资于创新企业的传统的低成本的资金渠道之间。

上面一段话，引自复旦大学出版社新近出版的工商管理硕士教材（前沿系列）《创业学》第九章第三节。概括而言，它似乎已经足够回答上面疑问了。但是，继续深究一下，还会有问题：具体地讲，风险投资是怎样来完成这个填补空缺任务的呢？以下的两个小节将对此做出解释。本小节侧重描绘风险投资领域里，此种特殊的金融活动方式独立存在的整体概貌，即说明它的内部组织结构是怎样的？参与其中的各方之间，彼此是什么关系？保证和推动该领域金融活动顺利进行的总和关系又是怎样耦合在一起的？概言之，评介风险投资操作系统的完整性和有效性。下一小节则通过一个典型案例的解剖来说明，风险投资机构与高新技术成果占有者怎样借助风险投资制度疏通资金供给障碍而组成了高新技术创业体？这个过程，最初是怎样开始的？在其合作创业过程中，风险企业怎样遭遇风险？在风险面前，试图获取预期高收益又面临血本无归危机的风险投资机构怎样作出进与退的选择，风险投资制度对不同选择又是怎样做到赏罚分明的？概言之，评介风险投资运行机制的创新意义所在。

以上两方面的评介均涉及方法和前提（标准）问题。因此，先要做两点说明：

一是，这里的评介所遵循的原则和方法，可能与目前出版物上常见的传授风险投资实务的书刊有所不同。这是因为，此间评介它们的目的，是为讨论风险投资原理及怎样将其原理中国化应用的原理而构建分析对象，其操作系统和运行机制是否具有综合性和一般性，需要置于首要地位来加以考虑；如果局限于某一国家或地区甚至某一风险投资市场的特定风险投资基础上怎样参与、怎样运作，过于技术性，则可能妨碍“构建分

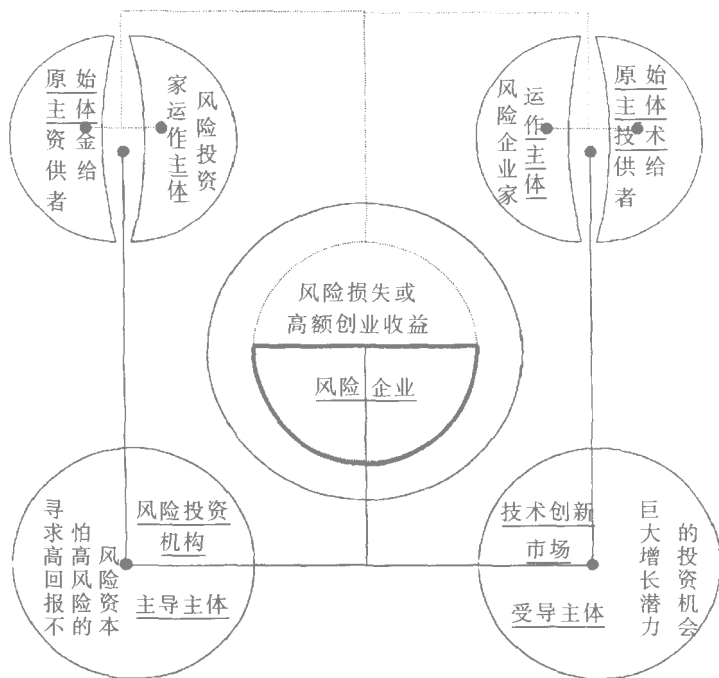
析对象”任务的完成。其中可能要参考若干被这些出版物译介过或编著过的素材，在需要注明出处时我还会一一注明，但在使用这些素材时，一般都经过经济学考察的视角加以检视或消化，然后才纳入评介线索所贯通和连接起来的分析框架之中。

二是，评介风险投资操作系统和运行机制完整性、有效性及创新意义，应该遵循的前提或标准是什么？概而言之，我以为，它必须是服从和服务于由风险投资所构造并且依赖它而存在的“新利润生产过程”。即：在满足该过程运行的需要上，无环节残缺而显示其完整性；在该过程运行中，各主体的激励与约束相对称，而显示其有效性；在该过程实现的运行效益上，显示其创新的意义。所谓“新利润生产过程”，它是我在本书所涉论题研究中间提出的一个过去不曾见过的概念，由于这一新概念的重要性，后面章节里将有专题论述，这里只顺带提到一下。简略地说，“新利润生产过程”，它是指以高新技术成果商品化创业者为投资目标，以循环往复地孵化新兴企业作为一个整体性商品来经营和出售为特征，这样一种突出表现为冒高风险追逐超常高利润的独特运作方式所构成的独立而完整的新型生产过程。这里的高风险，一是因为研究与开发过程中存在着成熟产品通常没有的技术性风险，即技术设想在试制或批量化过程被判定失败的可能性；二是创新产品被市场接受程度低于原来预计，市场风险引致投资不能回收；三是由于企业创新，不可预计因素增加了管理者难度，使管理风险增加。高收益的超常部分，则来源于创新产品附加值大大高于成熟产品，专利和诀窍受相关法律保护在合法垄断期内使新创企业表现出巨大增值潜力，其边际收益递增的总收益将超过原来经营成熟产品企业边际收益递减的总收益。由风险投资领域“新利润生产过程”的独立性和独特性所决定，就内在地要求风险投资的操作系统和运行机制，也应该以自身的独特性和开创性，

来和它相匹配。

风险投资的操作系统和运行机制，经过 20 世纪中期到 20 世纪末期的不断修订和完善，以及各国之间的相互借鉴，目前从整体上已达到了上面所说的要求。以下我们以 20 世纪 90 年代美国和欧洲一些发达国家风险投资的操作系统为蓝本，有选择性地适当补充其他国家和地区的实践材料，对其进行分析和评介。

概括地说，风险投资的操作系统由 3 个各自独立、相互联系的子系统构成，它们是：“日益多元化的主体构成系统”、“日益健全完善的中介服务系统”、“力度逐渐增强的政府支持系统”。以下先作展开分析：



图表 1 风险投资的主体构成系统

图表 1 勾画了风险投资主体构成系统的概貌以及激励与约束相对称的逻辑联系。图形上方左、右两个分别由半圆组成的未闭合圆形图，它分别表示投资主体和投资对象这两大主体的次一级子系统的各自构成要素。我们从中看到，资金供给者和技术供给者分别是风险投资的主导主体和受导主体的初始来源，在这里为记忆方便，我将它形象地称为“原始主体”；风险投资家和风险企业家分别是风险投资的主导主体和受导主体的直接参与者、实际操作者来源，在这里为记忆方便，我将它形象地称为“运作主体”。由左、右两个未闭合半圆向下运动，就构成了两个封闭、形态完整的圆所表示的“主导主体”和“受导主体”，即意味着主体构造完成，风险投资活动的最基本条件已经具备齐全了。以上是分解图形 1 需要理解的第一层次的内容。

以下进入图表 1 第二层次内容的分析。在风险投资领域，主导主体与受导主体之间能够联合起来，它在现象表征上必须首先有一个“技术创新市场”存在，即待转化为商品的高新技术成果显示了“巨大增长潜力的投资机会”，它是受导主体形成的内生原因；而在其实质上或从更深层次说，是“寻求高回报、不怕高风险的风险资本”追逐巨大增长潜力投资机会的资本增值欲望无限膨胀的本性推动了“风险投资机构”的投资发动。因而，它才是风险投资活动真正得以启动并持续进行起主导作用的一方，所以我将它视为“主导主体”，而提供投资机会一方则是投资对象和被发动者，所以由其形成的主体应视为“受导主体”。由二者相互需要、目标一致而形成图形中间位置那个闭合圆形，它的下面的半圆的含义所表示的是，由于他们共同创建一个以高新技术成果商品化的创业体的内生动力，双方达成了外部交易——一个风险企业合乎逻辑地诞生，开始了它的风险创业过程。以上是分解图表 1 需要理解的第二层次的