

第一章

风险投资实证

第一节

风险投资及行为主体要素

一、社会财富的源泉与泵——风险投资的作用

众所周知，在市场经济体制下，一个企业能够在竞争中不断战胜对手，求得自身的长足发展，靠的是企业的科学管理与技术创新，没有技术的发明与应用，这个企业就会丧失竞争力，失去生命力。对于一个国家而言，没有不断的技术创新，就不会有国际竞争力，就没有现代工业文明，也不会有当今全球经济的高速发展。而技术创新与应用最初是来自对科学技术的研究与开发。为此，在发达国家，无论是企业，还是政府，都要拿出大量的资金投入到了科研领域。通常这种研究与开发，以及技术成果开发后进入具体试点这两个阶段上所需的资金量的比例均为1:10。其特点表现为风险大、收效缓慢、所需投入的资金量高。仅从风险角度看，主要体现在：一是技术的不确定性。一个新的发明创造往往在技术上并无必胜的把握。二是市场风险，即一种

新技术产品的问世，能否为市场所接受，能否形成市场规模，产品的生命周期又有多长，都需经历市场竞争的检验。三是与技术风险和市场风险连带存在的财务风险。由于存在如上的特点与风险表现，就专门把资金投向蕴藏着较大失败风险的高新技术开发领域的投资行为而言，使得那些讲究投资相对安全的一般社会投资者与商业银行等金融机构望而却步。然而许多事物都具有它的两面性，许多问题的产生与解决问题的手段往往是同时产生的，人们在追求技术创新的同时，也在探索着推出适应这种推动科研成果产业化的新的投资融资的创新工具——风险投资由此应运而生。

由于风险投资是将科学技术的研究到成果的转化、生产中的管理与应用、市场的开拓直至资本的进一步放大等各个环节有机地连接在一起，因此对一国经济发展具有强劲的推动作用。这种作用具体表现在：一是促进高新技术产业的发展。通过风险投资这一带有金融运作特点的投资管理行为有效地推动科技成果的工程化和商业化；二是促进一国经济发展中产业结构的有效提升和经济增长。以美国为例，近年来经济发展保持连续繁荣和持续增长的势头，高科技产业对美国经济这种持续高速增长的贡献度已超过 50%，风险投资应该说功不可没。三是有利于创造新的就业机会。仍以美国为例，美国 80 年代的经济结构调整显然提高了经济效益，但经济效益的提高却是以机构精简中 4400 万个工作岗位的丧失为代价。在此情况下，通过发展风险投资，使美国经济在步入 90 年代保持了持续增长，同时，也由于高新技术产业发展所创造的新的市场和新的企业，为 7300 万个工作岗位又提供了再次的就业机会。

目前，风险投资在我国已成为社会关注的一个热点。从现实的情况看，我国的科学技术研究大都聚集在科研院所与高等院

校，而这些科研成果大都是作为职务性发明，当发明人作为评定研究员或教授等职称之后，便束之高阁，并未应用到现实的生产过程中。据有关资料显示，目前我国每年的科研成果 3 万项，但形成产品的只有 20%，实现产业化的只有约 5%，科学技术到现实生产力的转化率远远低于发达国家 60%—80% 的水平；另一方面大多数企业不注重新技术产品的开发与投入，外延型扩大再生产成为企业生长的典型特征。据统计，我国科技进步在经济增长中的贡献率为 20%—30%，而发达国家高达 60%—80%，至于在我国个人进行技术研究开发与创业活动更是寥寥无几。究其原因，在于我国科技发展与金融发展之间还未形成一个有机联系的产融结合机制。

传统的投融资体制下，以银行间接融资为主体的单一投融资体制，不可能对推动高新技术产业化形成金融支持的力度。改革开放以来，我国已形成了间接融资、直接融资等多元化的投融资体制，但能够适应高新技术产业化发展的专门的投融资体制还没有建立起来。而风险投资则是专门以投资高新技术领域的产业或企业为主要对象，通过专业化的投资管理，扶持高新技术项目迅速成长，最后经过专门的资本变现的退出机制，释放风险，获得高额投资回报。

在目前国家大力推动高科技发展背景下，建立适合我国国情的风险投资机制，不仅是对现行投资体制的一个完善和补充，而且对真正推动我国高新技术产业化和新的经济增长点的形成具有积极的作用。一是可以促进现在已在智力密集地带，如科研院所和高等院校的科研成果工程化、商业化；二是国家现在正在推行的一些重大科研项目，如 863 计划项目、火炬计划项目等，通过风险投资，将其续接下来，进一步推进其产业化；三是通过大力发展风险投资业，将激发个人进行科技成果的研究开发与创业活

动；四是通过发展风险投资业带动高新技术的产业化，会带动国民经济发展中一个新的经济增长点的形成，进而起到促进我国产业结构的提升和经济结构的有效调整。真正实现国民经济发展中从数量型经济增长到效益型经济增长的转化，最终推动国民经济的快速发展；五是风险投资业发展会推动企业技术创新，以及以技术创新为主的新的产业的形成，由此创造新的就业机会，从而为我国就业结构的调整和劳动力素质的提高起到促进作用。

二、风险投资的特点

风险投资是带有金融运作特点的特殊投资行为，与一般实业投资及其它投资行为相比，具有以下特点：

（一）风险投资是以投资高新技术项目或企业为主要对象

风险投资起源于 20 世纪 40 至 50 年代，最初在英、美等国家产生。如 1946 年成立的美国研究与发展公司（ARD）在 1957 年对 4 名麻省理工学院的大学生建立的高科技企业——数控设备公司进行投资，最初投资 7 万美元，占该公司当时股份的 77%，14 年后，这些股票的市值高达 3.55 亿美元。这是美国风险投资第一个成功的案例。在这之前，风险投资只是一种松散组织的投资活动，也未形成一个行业。当时，美国民间曾给国会报送了发展风险投资的研究方案，但并未得到政府的重视。1957 年苏联卫星上天，对美国人产生了很大的影响，在国际竞争中认识到发展高新技术的重要性，于是在 1958 年美国很快通过《小企业投资法案》，并专门成立了小企业管理局，管理和推进小企业投资公司的发展，经过 60、70 年代，到了 80、90 年代，美国风险投资得到了迅速繁荣。据统计，美国 1991 年风险投资约 37% 投向计算机领域，12% 投入通信领域，11% 用于电子工业，8% 投资于生物技术，只有 10% 投向低技术领域。美国硅谷是发展风险

投资的代名词，从 1993—1997 年 4 年间，风险投资在这里进行技术开发的投入大约达到 55 亿美元，占全美全部信息技术投资的 37%。上述表明，风险投资的形成与高新技术有着直接的渊源关系。随着风险投资业的不断发展及跨国投资的全球化演变与竞争，现代意义上的风险投资已经不断越出传统风险投资模式，向“非风险投资”领域融合，从投资对象的选择上，风险投资与非风险投资的区别已越来越模糊。只要是有一个好的创意、是一个与科技创业无关的好的经营计划，能够打动风险投资人的心，风险资本就会介入，并按照风险投资的运作机制进行运作，最终取得高额权益回报。

（二）风险投资有一套自成体系的运作机制

风险投资由于是对高新技术项目从研究开发到成长成熟进行跟踪、投资与管理直至资本变现退出，因而它的投资运作要经过种子期、成长期、扩张期和成熟期几个阶段，各个阶段有不同的介入主体要素，并相应地显示出不同的特征。

在种子期（seed stage），主要是创业者为主体，进行技术与开发，所需资金来源于创业者自己的积蓄、向父母、亲戚朋友的借款、政府贷款以及天使基金等风险投资。但这一时期由于是处于技术的研发阶段，甚至只是对这种技术开发的一种创意，技术、市场、管理等诸方面完全处于一种不确定性之中。因此，风险投资还不会大量介入，主要以创业者自己投资和向政府融资为主。这一时期政府的作用似乎更大一些，除了向创业者提供优惠贷款外，主要是制定一些鼓励技术创新的政策、大力推进创业者进行高新技术的研究与开发。

当一项科研成果或新技术开发出来之后，便进入生产，此时由于对技术性能以及与此相应的市场前景都能够相对作出一个测评与判断，这时，风险资本便开始进入，扶持技术项目成长，由

此进入风险投资运作的成长期（start-up stage）。成长期是风险投资的关键期，它是产品技术性能最后的稳定与能否得到广泛推广的阶段，这一阶段一旦成功，投资者将会实现高额收益，一旦失败，将血本无归，大部分企业的失败就是在这一阶段上。因此，对于风险投资机构而言，这一阶段是投资后进行技术跟踪与决策的关键时期。一般在投资协议中，都会有相应的约定来止损和锁定风险。如当产品的技术性能未达到预定目标，应用与推广前景不好时，风险投资者就要考虑中途撤出资本；当技术应用前景比预期目标更好，具有潜在的市场发展前景，并有其他投资人进一步加入时，风险投资者会考虑按预先设定的棘轮条例，防止新的投资人进入使自己的股权摊薄，确保自己的收益能够稳定地增加。

若在成长期，被投资的企业能够顺利成长，就自然进入扩张期（expansion stage）。扩张期的特征一是企业需要进一步开拓市场、迅速占有较高的市场份额；二是相应地实现规模经营。而这些计划的实现都需要更多的资金投入，这便是风险投资机构进一步要做的事。因此，这一阶段随着进一步融资需求，会有大量风险资本进入。

企业实现规模化经营后，便进入它的成熟期（mature stage）。成熟期的特点是，风险资本通过退出机制准备撤出，主要是将所投资企业，在帮助其迅速成长后实现上市，收回投资成本与收益，开始新一轮的投资循环，而将接力棒交给投资银行等中介机构或商业银行等其他社会投资者。

上述整个过程及各个阶段上不同的行为主体的行为特征相互承接，构成风险投资运作的全貌。

（三）风险投资是一种权益性资本

风险投资是以股权形式投入新兴科技企业的投资资本，它作

为一种长期的而又追求流动性的权益资本存在，其着眼点在于所投资企业的发展前景与资产的增值，以便最终通过资产变现通道蛻资，收回投资并获取高额回报，以此与银行借贷资本形成截然不同。

（四）风险投资是一种管理型资本

风险投资不仅进行投资也参与对投资企业的管理。对于风险投资家来说，他是作为投资者与参与管理者的双重身份出现的，以此又与一般的实业投资相区别。从参与管理的角度看，一个名副其实的的风险投资家还需要累积的经验、综合知识等，即成为一个专业化、复合型的职业人员。这正是风险投资强调人的因素第一的实质所在，也是风险投资家能够识别与积极驾驭风险的能动性所在。风险投资人参与管理的行为主要体现在参与企业的重大决策和为企业提供咨询、市场开拓、社会资源的利用等一系列增值服务，而不直接干预企业的具体经营活动，其目的是迅速推动企业成长后，变现蛻资，收回投资成本与高额回报。正是基于这样一种投资与参与管理的行为理念，因此风险投资家在与所投资企业合作中，并不强调控股，而是在追求资产的流动性中获得高收益，这正是风险投资的独特之处。

（五）风险投资是一种风险型资本

当然，任何一种投资行为都存在风险。但风险投资意义上的风险有别于其他风险的含义，主要体现在如下三点：一是行为主体敢于冒风险。无论是创业者，还是风险投资家，都存在着强烈的投资与创业的意识，没有积极进取和勇于开拓的精神，保守和被动防御是永远也成为不了风险投资人的。二是敢于承担风险。三是能够积极主动地驾驭风险。驾驭风险是通过风险投资人主观能动性的努力与风险投资的客观运行机制具体实现的。从主观能动性方面看，主要取决于投资者个人的素质和经验。一个新兴的

企业，前途叵测，成功与否的不确定性很大，而对这样一个投资对象进行决策，自然要靠胆识、经验、知识以及对信息的分析、对市场的判断、甚至某种感觉和悟性。从客观运行机制上看，对项目的筛选经过系统的评估与风险测评体系过滤之后，通过投资过程中的投资组合分散风险，通过特定的投资契约条例与管理锁定风险，最后运用特殊的资本变现通道释放风险，收回投资回报。其中退出通道的建立要靠一个完善的资本市场的存在。没有它，就缺少一个能够吸收风险、分散风险和转移风险的机制，风险投资由此也就失去了它的完整性而不能得到长足发展。

比较风险投资的特点，对我们正确认识风险投资，尤其是在我国今后风险投资业的发展中，能够理性地把握风险投资的基本理念，无疑是裨益甚多。根据我国的现行国情开展风险投资应把握以下几方面的问题。

1. 要走传统型风险投资发展的路子。我国当前正处于大力加强技术创新、大力推动科技产业化的新时代，发展风险投资可谓正逢其时。结合我国推进高新技术产业化的背景和国情，我们发展风险投资的切入点无疑应是遵循传统型的风险投资发展模式，将风险投资与技术创新紧密联系起来，为在我国发展风险投资进行科学定位。

2. 要历史地看风险投资的切入点。风险投资在具体运作中，要经过不同的阶段，各阶段介入的行为主体要素之间又必须按照其内在的机制自然承接，从而很好地完成一个一个的投资循环。而且，从风险投资机构的行为主体看，根据投资人的决策及具体情况，风险投资人可能在种子期就会进入，可能在成长期或扩张期切入，有时又是在成熟期才进行投资，这种投资行为也称作美化投资。或者是风险投资人根据其投资组合，在不同的阶段上同

时切入。因此，作为风险资本，它可以在不同的阶段按照风险投资运作的行为机制进行投资管理活动。现在有一种说法似乎认为只有以种子期或成长期的技术项目作为投资选择对象才算是真正的风险投资，而投资于比较成熟的技术型企业就不是真正的风险投资，这显然是对风险投资认识上的一种偏颇。事实上，它投资于是否成熟的项目或企业，完全取决于投资者自己的决策。只不过按照市场运行的规则，投资于种子期或成长期的项目风险大，相应地，一旦获得成功，其投资回报也非常高。而投资于成熟的项目，风险稳定，收益也低罢了。从风险投资发展的国际趋势看，在发达国家早期的风险投资主要集中于种子期与成长期，80年代以后，便逐渐向扩张期和成熟期转移；而在风险投资业发展相对缓慢的国家，仍以投资于成长期甚至种子期的项目或企业为主。如在澳大利亚，1996年全部风险投资额中，投入成长期的比例为32%。我国是作为一个发展中国家，如何发展我国的风险投资业，笔者认为，借鉴国际经验在我国风险投资还处于起步阶段，应走类似于澳大利亚等国家发展风险投资的路子。风险资本的运用，主要从成长期切入，当然对于这种投资趋势与特点的形成，并非是政府直接作用的事情，而是政府引导下市场环境及投资主体相互作用所决定的一种结果。

3. 解决好风险投资“人口”、“出口”的问题。风险投资既有其切入点，又有特定的资本变现机制作为其出口，由此形成一个完整的投资循环体系，这是风险投资与其他类型投资不同的地方。因此，我国在发展风险投资事业中，一定要把建立风险投资退出机制作为一个发展的实际步骤和战略加以考虑，以促进我国风险投资产业的顺利发展。

三、风险投资的法律体系及制度——从比较国内外立法看我国风险投资的法律环境

任何一种投资形式，都要有一套与之相适应的法规制度，否则这种形式的投资就很难健康规范化地发展，风险投资也不例外。而且，风险投资作为一种带有金融运作特点的特殊投资行为，对法律环境有着更高的要求。从各国风险投资发展的实践与比较看，风险投资发展的法律体系主要表现在以下几方面：

（一）基本法律制度

各种行业的经济行为都要受一国基本经济法律制度的约束。在我国，这一基本的经济法律就是《公司法》，它涉及到国民经济活动主体的各个方面，同样也涉及到风险投资的行为活动。风险投资是通过公司制的组织方式具体开展和实现其运作活动的——从公司的组织形式，到法人治理结构和行为能力，《公司法》都有明确、具体的规定。公司法是规范风险投资行为主体的最基本的法律规范。公司法作为规制现代企业制度核心的法律规范，为风险投资业的发展奠定了最基本的法律保障与法律基础。

（二）行业法律制度

风险投资作为一个行业，除了受《公司法》这一基本法律制度规范外，还同时要有相关的行业性法律制度保障。涉及风险投资的法律、法规，一般体现本行业发展的各种规则、规定与限制，并对风险投资公司、风险企业的定义、分类、注册、关联人、职能与活动、规模、投资政策、资本结构、公司财务、税收、风险资本的变现及其方式等做出具体规定。

行业性法律法规主要是为风险投资的具体运作提供法律依据。以风险投资业发展最为典型和成熟的美国为例，美国国会于1958年通过了《小企业投资法案》，为发展美国风险投资业提供

了最主要的法律依据，在此基础上，美国建立了小企业投资公司，接受美国小企业管理局的管辖。由此，从行业性法律法规的建立到风险投资机构的发展再到政府相应的管理机构，形成了一个系统而完善的法律规范—运作—管理的有机体系。正是基于这样一个有机的制度体系安排，成为美国风险投资能够得到很好发展的一个重要原因。又如我国台湾地区，为了支持高新技术产业的发展，1983年先后颁布了《创业投资事业推动方案》、《创业投资事业管理规划》。之后成长出一批创业投资公司，这些公司归专门的管理机构——“经济部”中小企业处和“经济部”投资业务处核准通过和进行管理。

我国目前还没有对风险投资专门立法，有关风险投资行业的法律规范散见于公司法、财会法和税法等部门法之中，如《公司法》、《公司登记管理条例》和《企业会计准则》等诸多法律、法规，风险投资公司在成立和运作过程中都会涉及这些法律规范。但是，也正是因为目前我国对风险投资行业没有专门的立法，有关风险投资的诸多事项有时难以界定和作出相应安排，比如风险投资的退出机制，用传统的法理是难以理解，甚至会定性为显失公平；再如法律制度应当给予风险投资一些优惠政策，因为风险投资不同于一般的商业投资，风险投资行业的发展情况往往直接关乎一国的科技发展乃至经济发展水平。法律环境的这种状况如果仍然得不到优化，风险投资就成为“危险投资”，我们就无法发挥风险投资“孵化”功能，就无法为高科技的发展提供条件。

（三）相关的法律制度与政策

相关法律、法规及政策是指风险投资行业在其产生、发展及具体操作过程中所涉及到的一些法律规范或政策要求，是适应于某一行业发展的特定需要而制定的。其作用主要体现在两方面：

一是行业约束作用，二是行业保障与促进作用。所谓约束，也就是制定规则，使介入主体能各行其道，按照行业规则公平竞争。而公平与效率往往是统一的，没有规则，就没有公平，没有公平，就没有效率。因此约束规则本身就是一种促进。另一方面，法律法规的制定与应用其宗旨是为了推动某一行业的发展，并与政府在特定时期为大力发展该行业而制定的政策相适应和配套，这种政策和法规的倾向性也就比较明显。

对于风险投资业的发展而言，这种保障性法律制度主要包括如下几个方面：

一是知识产权保护的法律保障。主要有“专利法”、“著作权法”、“商业秘密保护条例”、“计算机软件登记条例”、“反不正当竞争法”、“高科技工业园区法”、“科技成果转化法”等，这是风险投资业赖以发展的前提。

二是税收优惠的法律制度。国际经验表明，各国在发展风险投资业中，几乎都是采取了税收优惠的法规和政策。实践证明，这是推动风险投资发展最为行之有效的做法，这方面的例子也比比皆是。如欧洲发展风险投资的代表——英国，1979年实行了股利分配的税收法和商业扩展计划，以支持风险投资活动。撒切尔夫人在位时，英国贸易和工业部将政府支持的款项中的33%作为发展高新技术的专款，1983年制定了“企业扩大计划”，规定个人投资者可免税。又如法国政府在1985年颁布的85—695号法案规定，风险投资公司从持有非上市公司股票中获得的收益或资本净收益可免交所得税，免税额最高可达收益的1/3。近年来风险投资在亚洲各国和地区也得到了迅速发展，新加坡1984年开始由政府资助风险投资，通过立法规定给予风险企业免税10年的待遇。在韩国，金大中政府时期开始全力扶持中小企业尤其是风险投资企业的发展，并在税制方面规定，建在首都圈以

内的技术密集型中小企业，从获得收益时算起，前 3 年内减少 50% 所得税和统一税，此后 2 年内减 30%。建在首都圈以外的这些企业，连续 6 年减去 50% 的所得税和统一税。对于创业初期的企业，减征财产登记税、土地税和技术转让税。我国的台湾地区，1990 年由“经济部”投资业务处制定促进产业升级条例中的有关减免税的规定为：一是专供研发设备的按二年折旧摊提；二是投资于自动化生产设备或技术，支出金额 20% 限度内，抵减当年度应纳税事业所得税。为推动创业投资机构的设立，促进科技产业的发展及升级。1993 年又依据“促进产业升级条例”规定，制定了创业投资事业的投资者所享有的租税优惠办法，具体规定了从事创业投资事业者，其投资收益 80% 免计入当年度营利事业所得额课税等有关法规。这些税收方面的规定和优惠政策的实施，都对这些国家和地区风险投资业的发展起到了极大的推动作用。

美国是世界上迄今为止风险投资业发展最为成熟和典型的国家，从其支持风险投资业税收政策的变化对风险投资业发展的影响中我们更可以看到，税收方面的法规和政策对风险投资业发展的直接作用。在 50 年代，发展风险投资业的初期，美国国会通过了国内收入法，其中第 1224 部分规定，允许当个人向新企业投资 25000 美元遇到资本损失时，可从收入中抵减这一损失，为鼓励小企业投资公司的成立，政府规定发起人每投入 1 美元便可从政府得到 4 美元的低息贷款，以及可享受特定的税收优惠，此后小企业投资公司得到迅速发展。到 60 年代末，经济衰退和为支持越南战争增加的税收，使风险投资的发展又受到了制约。如 1969 年提高了风险资本利得税，从 29% 增到 49%，使风险投资总规模骤减。到了 70 年代，面对风险投资业的低谷，政府重新调整，采纳了一些风险投资业的从业人员关于修改雇员退休收入

保险法案以及其他税收和证券法律的建议，其中在税收方面将长期资本利得税从 49% 降到 28%。同时，国会制定的《股票期权促进法》中，又允许重新采取以前用股票期权作为酬金的办法，即实行股票期权时不必纳税，纳税期被推迟到股票出售时。由于这些法规政策的实施，又形成美国第二次风险投资的大发展。到了 80 年代，美国政府出于旨在振兴国内尖端产业，谋求高新技术的进一步发展，1981 年，又将长期资本利得税从 28% 降到 20%，同时出台降低风险投资贷款利率等措施，由此形成美国 80 年代到 90 年代以来风险投资业发展的第三次高潮。

三是风险投资保险的法律制度。风险投资具有高风险性，高风险降低到尽可能小的限度是投资者最为关心的，用保险的方法可以降低投资风险，并在国外已有成功的经验。风险投资保险是风险投资公司向保险公司提出申请，经保险公司同意，向保险公司缴纳保险金，如果投资项目失败，保险公司就偿还项目投资损失的一部分。由于风险投资保险制度具有降低投资者的投资风险，分担投资者损失的功能，这样便有利于吸引社会资本向高新技术企业流动。

四是政府担保的法律制度。政府担保往往被称为风险投资发展的“放大器”，政府通过少量的资金带动大量民间资本向风险资本投入，对于风险资本的形成具有很好的放大效应。各国的经验表明，这种放大效应的倍数一般在 10—15 倍之间。诸如在英国 1981 年实施的“信贷组织计划”规定，银行向风险企业贷款，如果风险企业不能偿还债务，英国贸工部将予以 2.5% 的年息偿还债务的 70%。法国政府规定，对技术革新的投资，可获得 60% 的国家担保，用以支持私人风险金融公司的发展。瑞士是风险投资担保制度发展比较完善的国家，瑞士于 1984 年推行鼓励中小企业技术革新法案，根据这一法规，政府为从事风险投资的

公司和金融机构以及从事高新技术行业的中小企业提供财务担保和贷款担保。并对贷款担保做出具体的条件与管理规定。如所担保的项目必须具有良好的商业前景，担保款项必须专款专用，投保人每年必须向国家交纳一定数额的保证金，项目亏损后，承保人必须承担 20% 以上的亏损等等。日本、韩国在发展本国风险投资业中也积极推行政府支持的担保制度。

比较和借鉴国际经验，对于我国风险投资法律制度的制定与完善具有极其重要的现实意义。从我国目前来看，适合风险投资发展的行业性法规还未出台，相关法律和政策要形成相互配套和成体系的风险投资法律制度，这是我国立法工作所面临的紧迫课题，因为没有适当的法律制度作保证，希冀我国风险投资得以健康发展是不现实的。

四、风险投资基金与风险投资发展模式

（一）风险投资基金的特点

投资基金从行业发展的角度可划分为证券投资基金与产业投资基金。产业投资基金又具体表现为行业类投资基金和创业类投资基金，前者主要是投资于基础产业领域，在西方发达的国家，这类基金在后工业化时代已不多见。后者主要是投资于高新技术领域，被称为风险投资基金 (Venture Capital Fund)。

风险投资基金与其它类型的基金相比较，主要有以下特点：

1. 风险投资基金以反映行业特点的高新技术产业为对象投资于未上市的公司。基金发起人往往选择一些如生物技术、通讯信息、软件等具有高科技、高发展、高成长的行业和企业进行投资，以期获得高额回报。

2. 风险投资基金投资于高新技术领域，这些所投资的企业一般要经过一个初创期、成长期等不同的发展阶段。待企业发展

成熟之后，将其转换为上市公司，实现资产变现，投资人由此收回资金与高额回报。因此投资周期长、高风险、高回报、收益滞后构成风险投资基金的主要特点。

3. 由于风险投资基金投资周期长、高风险、收益滞后等特性决定了基金一般不向中小投资人公开募集，而主要在具有较高风险承受能力和专业化运作经验的机构投资者中间私募。风险投资基金发展到现在，尤其是在西方发达国家，随着多种投资工具的组合及资本市场的完善，也出现了向广大投资者公募的基金。

4. 由于风险投资基金主要以私募的方式设立，并投资于未上市企业，在组织形态上一般采取封闭型，基金存续期内，投资人不能随时直接向基金管理公司赎回自己的投资。基金投入运营过程中，信息披露制度上管理人也不像证券投资基金那样定期向外界公布财务状况等报告。

（二）风险资本与风险投资基金

风险资本的运用从投资主体的角度看，主要在实践中形成如下四种类型：一是风险资本家；二是风险投资公司；三是产业附属投资公司；四是天使投资人。其中风险投资公司与产业附属投资公司构成主要的风险投资主体。这些投资主体又主要是以有限合伙制为组织形式，通过风险投资基金的具体方式进行投资运作。运作的类型有两种历史形成的模式：一是直接投资型^①，二是管理投资型。直接投资型主要表现为直接当事人既是风险资本的提供者，又是风险投资与管理的运作者。投资者运用自有资本直接从事投资项目的筛选、评估和投资决策，并对投资后的项目参与管理，通过为所投资企业提供咨询、开拓市场等一系列增值服务，迅速推动项目的成长和增值。管理投资型是风险投资公司仅仅作为职业化的基金管理人，只对项目作出专业化的筛选、评估与经营管理，风险资本通过募集风险投资基金的方式筹集。投资

者是基金的认购者，投资者不再具体参与所投资项目的管理，只靠认缴的基金获取收益。风险投资公司则作为基金的受托人具体管理运营投资人所托付基金投资。典型的风险投资基金都有固定的存续期限，国际惯例显示，通常一只基金的存续期为 10 年左右，而且一家风险投资公司在募集到一只基金并管理运作三、五年后，可以再行募集另一只基金，这样一家风险投资公司同时会管理好几只投资于高新技术领域的行业性风险投资基金。风险投资公司也就成为职业基金管理人，他通过对基金进行投资管理而收取管理费和投资成功后的利润分成作为他的收入回报。由此形成了基金认缴者即投资人与基金管理人之间的一种委托代理关系。这种委托代理关系是通过有限合伙制的组织形式实现的。以美国为例，有限合伙制的投资基金由有限合伙人和一般合伙人构成。有限合伙人为单纯的基金认缴人即投资者，一般合伙人为基金的经营管理者，双方在委托与代理中通过签订合伙协议形成有效的激励与约束机制。这种激励与约束机制主要体现在：一是充分发挥经理人市场的作用，将基金经理人的收入回报主要是利润分成所得部分与经营业绩挂钩，激励经理人的长期利益行为；二是有限合伙人要有对经理人的监控权，以保证将投资失误或损失控制在一定程度之内。

（三）风险投资的发展模式

从宏观角度考察，各国在风险投资业的发展实践中，逐渐形成自己的特点。比较起来，具有典型意义的有两种发展模式：一是日本模式；二是美国模式。日本模式的特点主要是以银行间接融资体系为主支持高新技术企业的发展。风险投资公司的资金主要来自银行和证券业，而且风险投资公司本身不具有独立性，大都是各类大企业集团的附属公司。有关的资料显示，在日本 52% 的企业其母公司是各类商业银行，25% 的企业的母公司是证