

# 导 论



## 1 风险投资 全新的 投资理念

假如上帝不存在，我们就应该去发明它  
—— 伏尔泰

从美国西海岸的加州旧金山到圣何塞 短短的 30 英里长、10 英里宽的一块狭长地带 从 70 年代起，拥有一个举世瞩目的名字——硅谷。二十多年来，这个名字如滚滚闷雷响遍了全国 并扬名全世界 这块土地也成为一片充满创新、冒险精神和高智慧的热土，成为一片华尔街资本的云集地，诞生了一个个神奇的神话。其背后的源头便是风险投资的神奇魔力。

似乎仅是在一夜之间，世界上突然诞生了无数年轻的亿万、百万富翁 而不久之前，他们大多还是一些平凡的青年学生。他们奇迹般发家，是因为借助了以信息技术为代表的高科技的支持和由此产生出来的产品、服务创意。而使他们的创意变为

现实、服务于市场并且让他们发家的“背后的神奇之手”也是风险投资。

风险投资，一个神奇的字眼，与知识经济的热浪一起正在热遍全球，改变着世界传统的发展轨迹，并影响着人类的未来。

## 1.1 风险投资 星火燎原

### 1.1.1 ARD 的兴起与美国风险投资

如果以 1946 年第一家现代意义上的风险投资公司——美国研究发展公司 (ARD) 的诞生为标志，风险投资已有半个世纪的历史了。在这半个世纪里，风险投资的发展曾一波三折，时而涟漪旖旎 时而烟波瑟瑟 时而巨澜迭起 时而惊涛拍岸。虽然 由于种种历史原因使其低谷和高潮在不停交替，但是正如风险投资本身所固有的规律不因人的意志而逆转一样，风险投资的发展也是势不可挡的。目前，风险投资已席卷了美国的高科技产业，并向世界迅速蔓延。

风险投资的发祥地也在美国。早在本世纪之初美国就出现了不完全意义上的风险投资，1911 年成立的 IBM 公司便是风险投资的“雏形”。当时几个富裕的家族放弃向铁路、石油等传统工业的投资，转而投向计算机这一新科技产业，创立了 IBM 公司。IBM 可以说是早期风险投资成功的典范。

1946 年，第一家现代意义上的风险（创业）投资基金——美国研究开发公司 (America Research and Development Corporation, 简称 ARD) 成立，正式拉开了风险投资的序幕。ARD 成立后，在波士顿默默无闻地运作着，它的第一笔投资是高压电工程公司 (High Voltage Engineering Coporation HVE)。由于 HVE 的平平业绩，筹资也曾屡屡受挫，ARD 并未引起人们的关注。对 ARD 来说，1957

年峰回路转。这年，它向数字设备公司（Digital Equipment Corp. - ration DEC）投入 7 万美元风险投资，拥有了 77% 的股份。随着 DEC 价值的疾速上升，ARD 的收益滚滚而来。到 1971 年，ARD 所持 DEC 股份的价值上升到 3.55 亿美元，增加了 5000 多倍。ARD 的这一成功在商业界泛起了波澜，一些敏锐的人们逐步将目光投向风险投资领域，他们已看到其诱人之处。ARD 首次将风险投资的魅力淋漓尽致地展示出来，开创了风险投资带来高收益的先河。ARD 因此被称为是风险投资的“里程碑”。其创立者乔治·多里特（George Doriot）则被誉为“风险投资基金之父”。

但是在 50 年代，风险投资仍然是零星的，既未形成一定的组织形式，也未形成一个行业。风险投资的滞后表现在“企业家式的融资”短缺，是所谓“创业性企业”（enterprising business）发展的最主要障碍。而此时，冷战的阴云笼罩着世界，美苏两个超级大国正在展开全方位的角逐。1958 年苏联成功地发射了第一颗人造卫星。这触动了美国政府的神经，美国人开始感到不安了，他们认识到，如果不能建立一种有效的制度来促进经济中的技术创新与技术应用，美国将可能到处碰壁。

1958 年美国“誓师”向风险投资进军。这年陆续修改和出台了三项有利于风险投资的法律，《国内所得税法》（Internal Revenue Code）第 1244 条出台，给予投资中小企业的个人和企业以相当的税收优惠；修改后的《银行持股公司法》（Bank Holding Company Act），允许商业银行持有中小企业投资公司；新颁布的《1958 年中小企业投资法》（Small Business Investment Act 1958）从法律上确立了风险投资基金制度，并相应建立了中小企业管理局（SBA），对其进行管理。

60 年代，风险投资终于迎来了自己的第一次高潮。经过 50 年代的酝酿，以微电子技术、生物技术和材料技术等为代表的新技术在美国兴起，加之《中小企业投资法》的颁布和风险基金制度的

确立，使风险投资业在 60 年代如雨后春笋般发展起来。《中小企业投资法》颁布后头四年内，SBA 即核发出近 600 个“小企业投资公司”许可证，不受 SBA 管制的企业基金也纷纷出现，有些公司已开始上市。另一方面，受风险基金资助的公司成功上市的数目已经上千。值得一提的是，当今叱咤风云的 Intel 公司便是 1968 年在风险投资哺育下诞生的。

不过由于《中小企业投资法》所设计的基金存在不少缺陷，中小企业投资公司虽然成立多，但最终的发展状况并不理想。加之，1969 年美国资本收益税由 29% 增加到 49.5%，风险投资发展受到严重的挫折，结果是 70 年代的风险投资几乎一直处于低靡状态，与当时经济状况一样，一蹶不振。

从 70 年代末开始，美国政府长期资本收益税率一降再降，供给主义的信条逐步为人们接受，这是一个激动人心的信号，1978 年，国会把长期资本的最高税率从 49% 降低到 28%，1981 年又继续把长期资本收益的最高税率降低到 20%，同时，美国劳工部决定允许把养老金用作风险投资。这些都为风险投资的长足发展创造了良好的环境。

从 80 年代开始，风险投资的发展如风樯阵马，很快便席卷了美国。1979 年至 1985 年风险投资额从 25 亿美元增加到 115 亿美元，1990 年达到 330 亿美元，1995 年达到 400 亿美元，其中 70% 投向了高新技术产业。1980 年，依靠风险投资起家的苹果公司上市，一夜之间将许多人推入百万富翁、亿万富翁的行列，而风险投资人顷刻间也获得了成百上千倍的收益。苹果激起的股海巨澜至今仍激荡在人们的心中。这似乎是一个美好的兆头。80 年代如微软、SUN 微系统、LOTUS 等许多高科技公司都是靠风险投资起家，对奠定美国以计算机为代表的新型产业在世界上的优势地位，作出了巨大贡献；它们在发展中高潮迭起，构成了风险投资发展长河中一道蔚为壮观的胜景。

90年代以来,风险投资正以惊人的速度发展着,这股风险投资热潮至今方兴未艾。调查发现,风险投资者在1998年一个季度内向164家Internet相关企业投入了8.872亿美元的资金,而1997年同期,128家企业获得6.216亿美元的投资。单个投资规模也增加了11%。对Internet相关企业的风险投资增加了43%。占全部风险投资的四分之一,可见Internet已成为风险投资一个重要的“角斗场”。Internet的风险投资故事也此起彼伏:网景上市引发了轩然大波;互连网站Yahoo!一封邮件改变互联网历史;每天诞生几十个百万富翁、每周诞生11家企业、市值达5000多亿美元的“硅谷神话”是90年代风险投资的象征。据全球最大的服务公司——PWC公司的调查报告,美国1998年第三季度风险投资总额达37.77亿美元,创下最高记录。与此同时,硅谷第三季度的吸收的风险投资额为12.6亿美元,占总量的1/3,继续保持领先地位。现在,风险投资被誉为“镶嵌在美国经济中的一颗钻石”。

### 1.1.2 星星之火已成燎原之势

风险投资在美国兴起后,很快在世界范围内产生影响。欧洲在风险投资方面的起步较晚,但发展速度很快。1979年,英国风险投资额仅2000万英镑,到1994年,骤升到20.74亿,15年增长了100倍,在目前欧洲风险资本市场上,英国占据了投资总额的40-50%;1985年,法国成立了第一家风险投资机构——“地球科学工艺技术开发公司”,80年代末,法国于1983年通过促进企业技术创新的专项计划,1995年12月,发表了技术创新绿皮书,1996年11月制订完成欧盟第一个创新行动计划,它是欧洲技术创新的升华,提出了技术创新的三大要素:即创业文化、创新环境、科研与创新,创造了有利于风险投资发展的条件。目前,欧洲已有大小风险投资基金168个,资本总额为72亿埃居。与此同时,欧洲还于1996年9月30日启动了EASDAQ市场,主要服务于技术型

中小企业的上市。政府制定措施，对向高科技企业投资的风险公司免税，允许公共基金投资风险企业，推动了风险事业的发展，90年代以来，法国已出现了上百家风险投资机构，1990年法国风险投资额超过35亿法郎，受惠企业731家。

美国的风险投资业如火如荼之时，亚洲的风险投资亦不甘落后。首先，日本就当仁不让。早在50年代后期，日本政府以朝鲜战场为契机，在美国资本影响下大兴风险投资优先发展重化工业，很快就恢复了国力；60到70年代，日本大胆进军微电子和半导体工业，奠定了其在世界之高新技术领域的战略地位，这是日本风险投资的黄金时期；1985年以后，日本以筑波为中心重点开发超导和生物工程，迎来了风险投资的第三个繁荣期，到1986年日本风险投资额达9000亿日元，投资机构达到1800多家。日本野村证券80年代初进入美国，投资高科技产业，这个在硅谷的JAFCO风险投资公司的市场价值目前已超过40亿美元，成为日本最权威的投资公司。90年代以来，日本风险投资仍在蓬勃发展。

我国的风险投资事业也于80年代姗姗起步，被称为创业投资。1985年1月11日，我国第一家专营新技术风险投资的全国性金融企业——中国新技术企业投资公司在北京成立。它同后来成立的北京太平洋优联技术创业有限公司与清华永新高科技投资控股公司、部产业投资股份有限公司、北京烽森技术分公司等几家风险投资公司，共同构成我国的风险投资企业群体。同时，通过火炬计划的实施，我国又创立了96家创业中心、近30家大学科技园以及海外留学人员科技园，它们对我国风险投资事业的发展开辟了道路。

令人振奋的是，我国依靠风险投资成功的高科技企业已星散于一些大城市，爱特信、四通利方、亚信、金蝶等公司的成功标志着我国的风险投资事业进入了一个引人入胜的时代。

1998年年初，政协“一号提案”为我国的高科技产业和风险投

资发展指明了道路，我国的风险投资又掀开了新的一页。

## 1.2 风险投资：与高科技产业共舞

风险投资行为是利用现代知识和信息，改造传统的投资行为，把投资行为和科技行为有机地结合在一起。风险投资产业本身就是知识产业之一，它与另一个重要的知识产业——高科技产业之间有一个紧密的互动关系。风险投资之所以能够兴起是因为高科技产业化的需要，这也决定了风险投资的基本特征就是高投入高风险高回报。正因为这一点，风险投资的对象主要集中在高新技术产业的创建和新产品的研究开发（R&D）上面。目前，风险资本投资的几大领域是信息、电子、生物工程、新能源、新材料等（见图表 1-1）。

图表 1-1 1992 年风险资本投资的产业分布

产业	企业数(%)	投资额(%)
信息产业(含计算机、通讯、电子)	63.8	65
医药卫生	8.2	6.5
生物工程	3.0	3.2
有关能源产品	5.8	5.4
消费产品	6.0	5.4
工业品	6.6	6.8
其它	10.58	8.7

由于世界各个国家和地区起步不同，风险资本市场发育程度不一，所以各国和地区的风险投资的领域也有很大的差别。美国的风险投资与欧洲和日本相比，更多地集中于高科技产业领域。在计算机软硬件、生物技术、医药、通讯等行业的投资是其全部投

资的 90% 左右，其中仅有关计算机软硬件及互联网的投资更是多年以来成为贯穿风险投资的一大主线。欧洲风险资本的投资领域则主要集中在企业扩张和管理收买（使管理者和投资者获得新企业）两个方面，两项之和占到了风险资本总投资的 90%。而且，欧洲风险资本的投资项目中工业项目占了较大的比重，对高科技产业的投资不足 20%。日本的风险投资业是在 80 年代才发展起来的。其风险投资范围则主要包括以下几方面：

1. 微电子技术 包括工业机器人、医疗用电子仪器、办公室自动化设备等。
2. 新材料技术，如世界闻名的名古屋精密陶瓷科技公司。
3. 软件系统技术及其他精密机械。
4. 遗传工程。
5. 其他与能源、生活相关的技术和产品，如防污染设备等。

同美国相比，欧洲与日本的风险投资在高科技产业中的重要性要明显不足，这也是导致欧日高科技产业落后于美国的一大重要原因。而且，随着知识经济浪潮的扑面而来，一台电脑加一根传输线组成的互联网作为一项新的未来的高科技信息产业正产生出日益重大的影响，改变着整个世界‘地球村’中居民的生活方式，对于信息产业的风险投资正方兴未艾，并且显示出一种后来居上、“青出于蓝而胜于蓝”的趋势。

在这个发展、进步的时代中，当众多发达国家的经济车轮滚滚前进的时候，许多新兴工业化国家自然不甘落后，它们的风险创业和风险投资活动也得到了很快的发展。我国台湾省、香港特别行政区及韩国、马来西亚、新加坡等是其中的后起之秀。其投资领域主要集中在以下三个行业：一是机械、金属类投资，占风险投资总额的 30% 左右，主要生产精密仪器、工业用机器人以及公害防护设备；二是电器、电子的开发研究，约占 35%，主要生产微电脑及计算机终端等；三是化学及其他部门，约占 35%。最近几年来，在

全球信息、知识经济浪潮的影响下，投向于信息产业（计算机软硬件、互联网等）的风险资本开始迅速增加。

正所谓：彩蝶双飞，展翼共舞。风险投资在欧美日及一些新兴国家的勃兴并如急奔之大浪逐日前进发展，是适应了全球经济知识化、信息化对高科技产业的更高的日新月异的要求。一方有需求，一方有供给，二者的碰撞产生了高科技产业与风险资本的融合。尽管风险投资领域繁多，但是如果没有了高科技产业这根擎天大柱，风险投资也难以有今日的宏伟之势。所以，溯往抚今，即临的 21 世纪，高科技产业，诸如风风火火的计算机产业、通讯产业、电子产业等 将始终是风险投资的重头戏。

### 1.3 风险投资：经济发展的助推器

纵览国际风险投资成功的一些国家和地区的经济发展情况可知，开展风险投资是开发高新技术，促进生产力发展的一个必然的选择。当今世界，无论哪个国家，只要敢于扶植风险企业，大胆进行风险投资，就会抢先发展高科技产业，从而带动一系列相关产品的革新和革命，大大增强综合国力和竞争实力。一个国家高新技术的发展水平和成就，已经成为衡量这个国家经济实力强弱的重要标志。

我们在讨论风险投资对经济发展的作用时，应该首先明白什么是经济发展以及经济发展与经济增长的关系。

#### 1.3.1 经济增长与经济发展

经济增长与经济发展是两个不同的概念。经济增长一般指国民收入、人均国民收入或国民生产总值的提高。当一个国家或地区的产品和劳务增加了，人们就可以把它看作是经济增长了。而经济发展不仅包括人均收入提高，而且还包括不发达经济摆脱贫

穷、落后 实现现代化的过程 是伴随着经济结构、文化法律、甚至观念习俗变革的经济增长。可见，经济增长的内涵较狭窄，是一个偏重于数量的概念，而经济发展的内涵较广，是一个既包括数量，又包括质量的概念。由此，经济增长与经济发展的一般关系，可以概括为：经济增长是经济发展的基础，经济发展是经济增长的结果。或者说，发展等于增长加变革，即经济结构的变革和收入分配的变革。经济发展主要表现在国民生产总值中农业比重下降，工业、公用事业、贸易、金融和建筑业的比重相对增加 以及伴随着结构的变化而来的就业结构的变化和教育程度、人才培养水平的提高，职业类型及其地理分布的变化等。

### 1.3.2 风险投资促进了经济发展

#### 1. 风险投资成为经济增长的引擎

由现代科学技术成果 ( S & T ) 风险资本 ( Venture Capital ) 和人力资源 ( Human Capital ) 相结合而产生的风险投资业向传统的经济增长理论提出了挑战。在传统经济增长理论中把技术创新作为“ 剩余 ” 来计算的方法显然已过时，一个国家的经济增长越来越依靠注入风险资本和人力资本的高科技产业。在 80 年代末 90 年代初各主要发达国家经济普遍不景气的情况下，以计算机和现代通讯技术为主要内容的高科技产业依然取得了 10% 以上的年增长率。近 20 年来，风险投资支持的高科技产业在发达国家的出口工业和增值工业中占的比重几乎翻了一番，达到 20% ~ 25% 。通讯、信息和教育等高科技服务行业的出口更高。1995 年全球软件产业的年产值达到 2000 亿美元 年增长速度达到 13% 。美国近 5 年来软件的销售额增长了四倍，有 2/3 左右的国民生产总值与电子技术有关。从 1975 到 1995 年的 20 年间，美国最成功的 24 家生物和信息技术公司的营业额增长了 100 倍 达 2500 亿美元。据估计，在经济合作与开发组织 ( OECD ) 国家中 高科技产业创造了

超过 50% 的国内生产总值。

## 2. 风险投资对世界政治、经济格局产生了重大影响

80 年代末，日本、德国的兴起曾经对世界政治经济格局产生了重大的影响。日本的购买狂潮一度让世人，尤其是第一大国的美国惊慌，但是美国鼓足干劲，借助于风险投资业潜心发展自己的知识经济和高科技产业，正是因为高科技产业对经济及国家竞争力的影响和重要作用，美国终于在经济领域内重新昂首挺胸；而此时的日本却因为泡沫经济的破灭，一蹶不振，美国却因为依托风险投资发展起来的高科技产业在各个领域内大显身手、如日中天。同样，欧洲多年以来，同美国在各个领域明争暗斗，但是正如撒切尔夫人所言：英国高科技产业之所以落后于美国，是因为多年以来，象征或者决定着未来实力地位的高科技产业始终成为欧洲发展步伐落后于美国的一个重要原因。随着风险资本业的联合和奋起直追，欧洲的高科技产业将力争辉煌，世界的经济、政治竞争格局或者力量对比必将发生重大变化。

发达国家凭借高科技产业优势，不断向广大发展中国家市场扩张。从 1980 年到 1993 年，经发合作组织 OECD 制造业中，高科技产品和劳务的出口占其总出口的比例从 17% 上升到了 26%。如果把信息、通讯等服务行业的出口计算在内，则高科技产品的出口量在总出口中的份额会更高，由于高科技产业的发展水平在发达国家与发展中国家之间存在着很大差距，上述趋势将会继续下去，其结果使本来已经严重不平等的世界贸易秩序进一步恶化，国际分工朝着对发展中国家更为不利的方向发展：一方面，发达国家的高科技产品不断涌入发展中国家，发展中国家经济发展的依赖性增强；另一方面，发展中国家将进一步沦为资源和劳动密集型产品的生产地，产业初级化。拉丁美洲和亚洲的一些国家和地区已经演示了上述过程。在全球经济一体化和贸易自由化的大趋势下，一国在世界经济中所扮演的角色将主要取决于该国的高科技

产业的发展水平，这也是发展中国家与发达国家的主要不同之处。所以，发展中国家一定在第三次经济浪潮中，抓住机遇，大力发展风险投资事业，以促进高科技产业的发展。

3. 风险投资业的发展，带来了人口就业结构和社会收入分配的显著变化

经发合作组织 (OECD) 1996 年《科学与技术产业展望》报告中说：“未来的工作机会将不在现存的产业之中，而在新产业或新旧产业的杂交中出现。”高科技产业风险投资的发展极大地刺激了服务行业。在整个 80 年代，经发合作组织国家创造的 6500 万个新就业机会中有 95% 是在服务行业。其中，通讯、信息和教育等高科技行业中占了相当比重。从 70 年代到 1994 年，OECD 的 19 个发达国家在制造业内的工作职位减少了 0.3%。与此同时，技术工作和高薪工作职位只分别增加了 0.1% 和 0.2%，非技术工作和低薪工作职位都减少了 0.7%。

在 OECD 国家中，加拿大、日本和芬兰三国的就业结构变化最大，加拿大制造业中的高薪工作职位增加 3.14% 而芬兰的低薪工作职位减少了 2.7%。从 1991 年到 1995 年，美国最成功的 24 家生物和信息技术公司创造了美国经济中 80% 的新工作职位。

# 上 篇

## 风险投资理论篇



## 2 风险投资内涵

知人者智，自知者明

——庄子

风险投资在我国是一个陌生而又熟悉的概念。在短短的几年中，它从一个人们还很生疏的名词，成为新闻热点。风险投资在科学技术向实际生产力转化中所起的无可替代的作用，以及它的高风险、高收益、高增长潜力的投资特点受到越来越多人的青睐。

风险投资目前很热，各级政府、高新技术开发区、大型企业以及一些金融机构已经纷纷开始研究，实施风险投资。深圳、天津已在全国开风气之先，成立了风险投资公司。据悉，经专家学者及各界有识之士的奔走呼吁，国家级的风险投资公司已是呼之欲出。但现在的问题是各级政府官员、银行领导、企业家、金融家们对于什么叫“风险投资”是否真正了解？这