

第一章 风险资本市场概述

随着科学技术成果商业化和市场化程度的加深，技术创新和金融创新等活动日趋活跃，从而带来了对资本市场创新的需求，而资本市场的创新又为科学技术成果的商业化和市场化创造了条件，刺激了创新活动。这种相互作用、相辅相成的结果，逐步在资本市场范围内形成了一种崭新的市场形态——风险资本市场。

第一节 风险投资的概念

一、风险投资的特点

现代风险投资起源于二次世界大战之后，这是一种与银行贷款、传统投资方式相区别的全新的投资方式。根据 OECD 组织在《创业投资与创新》中所下的定义：“风险投资是一种向极具发展潜力的新建或中小企业提供股权资本的投资行为。”风险投资追求的是高增长，伴随着高增长，必然存在着高风险。而且，能够赋予高增长前景的投资项目，又常常是高科技项目。所以，风险投资往往与高科技相伴，同时又与高风险和高收益并存，从而具有“三高”的特征。

具体而言，作为风险投资，一般具有以下一些特点：

- a. 投资对象多为处于创业期的中小企业，而且多为高新技术企业；
- b. 投资期限至少在 3 年 ~ 5 年以上，投资方式一般为股权投资，通常占被投资企业的 15%~20% 的股权，不要求控股，也不需要任何抵押和担保；

- c. 投资决策建立在高度专业化和程序化的基础上；
- d. 风险投资人一般积极参与被投资企业的经营管理；

由于投资目的是追求超额回报，一般采用上市、收购兼并或其他股权转让方式撤出资本，实现增值。

风险投资的本质是权益投资，而不是借贷资金，这是与贷款融资方式的主要区别。而且，风险投资并不是简单的投资，而是有其独特的投资判断标准、投资合同构造和管理方式以及独特的实现增值的方式。所以，风险投资又有别于传统的股权投资。

二、风险投资的阶段

对风险投资的阶段，没有统一的划分方法·而且，各个阶段也往往难以明确地界定。根据帕拉姆 (Plummer) 在 1987 年的划分，一个成功的风险投资一般会经历这样八个阶段：种子期、初创期、第一投资期、第二投资期、第三投资期、第四投资期、麦则恩投资期、兑现期。

(一) 种子期 (Seed Investments)

种子期是风险投资的最初阶段，仅仅对发明家或者企业家的某个想法或技术提供极少的资金，主要是希望通过这笔较小的投入来决定是否值得进一步投入。由于种子期创新产品的未来不确定性非常大，而且所需要的资金量也比较小，所以这个阶段是风险投资介入较少的阶段。

在种子期的风险资本称做种子资本，一般来自于内部资金，比如个人的财产、亲属和朋友的资助以及申请政府和各种非盈利性基金等。专门的风险投资家的介入很少，一般不会超过 10%。但是正是由于其高风险的存在，所以按照风险投资收益的“大拇指定律”，种子期的风险投资回报为 20 倍。由于风险投资行业竞争的日趋激烈，很多具有前瞻眼光的风险投资家开始注重对种子期新产品的信息收集、评估和资金投入。

(二) 初创期 (Startup)

初创期主要针对成立不到一年的新公司。资金的主要用途是产品

开发、测试，同时也在小范围内对特定的一些顾客作市场调查。在这个阶段，风险投资家需要进行的工作是市场潜力的调查、初步形成管理团队、修改商业计划。

在初创期，关键的一步是要通过小试和中试确认种子期的创新思维能够变为现实的产品，也就是要消除风险投资中的技术风险。在新产品诞生后，将继续进行少量生产和销售，一方面可以进一步解决技术问题；另一方面可以贴近市场，根据市场的需求不断调整产品的各项内容

与种子期相比，由于要购买设备进行试生产、投入资金进行试销，所以初创期的资金需求会有所上升。增加资金的主要渠道是原有风险投资的增资以及吸引新的风险投资资本进入。

（三 第一投资期 First Stage）

第一投资期的特点是业务的早期发展。当初创期的产品原型被认为是可以接受的，技术上的风险被基本排除后，风险投资进入第一投资期。在这个阶段，公司管理层会根据市场调查的结果安排适度规模生产。第一投资期是不要求产生利润的。

（四 第二投资期 Second Stage）

第二投资期的特点是业务的扩张。在这个阶段，通过小规模生产，企业已经通过向其顾客销售产品而得到了一定的收入回报。管理层通过第一投资期的销售，对市场的了解更深刻，认为必须通过扩大生产规模才能迅速占领市场、渗透市场，所以，迫切需要进一步投入资金来购买设备、增加存货、开发市场。在这个阶段，企业一般处于未盈利阶段，也有个别企业能实现微利。

（五 第三投资期 Third Stage）

第三投资期的特点是进入盈利阶段但是现金短缺。在这个阶段，企业的销售量迅速增长，产品实现的利润不断折减先前的投入。但是，生产和销售的迅速增长要求更大量的营运资金的投入，而如果仅仅依靠企业通过销售产生的内部资金则难以满足需要。因而，新的风险投资加入进来。在这个阶段，银行的信贷资金开始参与，条件是企业提供

令银行满意的抵押品或者应收账款。

（六 第四投资期 Fourth Stage）

第四投资期的特点是风险降低，快速增长。在这个阶段，尽管企业还需要外部资金的支持，但是由于技术和市场已经成型，所以风险相对比较小，外部资金的参与兴趣很浓。但是，企业已经开始在融资方面倾向于债权融资而非股权融资，以避免股权稀释。在这个阶段，商业银行的贷款比重加大，企业的负债比率相应增加。投资者认为离撤出时间已经为时不远，但是具体撤出的时间和方式尚不得而知。

（七 麦则恩投资期 Mezzanine Investment Stage）

麦则恩投资期有时又叫做桥式融资期。在这个阶段，企业已经决定采用何种方式套现投资，而且对大致的时间也心中有数。但是，企业还是需要外部资金以支持快速增长。由于资本市场的不确定性比较大，所以上市还需要耐心准备和等待时机。对于收购方式撤出，则在并购的资金和利率方面还有未定之数。所以，一定数量的桥式融资介入，可以减少部分的不确定性。桥式融资的介入，往往会伴随着部分早期投资的替换撤出，或者是风险投资者之间的重组。

（八 兑现期 Liquidity Stage）

这是风险投资的最后阶段，也就是撤出阶段。成功的风险投资一般有公开上市和并购两种撤出渠道。通过公开上市，风险投资者原先持有的非上市公司股份变成了公开上市公司的股份，资本实现了流动。但是，即使通过公开上市退出，原先的风险投资也是要受到一定的限制的，并不能立即变现。比如在美国，根据证券交易委员会 144 条规则或者承销协议中对承销商的持股承诺，内部人一般要在 90 天至 180 天后才可以出售其持有的股票。在并购方式下，风险投资者一般要求以现金撤出，如果得不到现金，退而求其次可以要求以短期债券或者上市公司的股票偿付，一般不选择以非上市公司的股票换股，除非新公司股份的流动性要强于原先的公司。

在以上八个阶段中，前五个阶段一般被称为早期阶段，后三个阶段则被称为后期阶段。根据美国风险经济学信息服务公司（Venture

Economics Information Services) 的统计,1999 年上半年美国 112 个风险投资基金筹集了 162 亿美元,其中 80% 的资金投向于早期阶段以及公司刚刚盈亏持平的阶段,对于后期阶段的投资比较少,只占 20% 左右。

三、风险投资的主体:风险资本所有者

风险投资投入时间长、高风险、高收益的特点,决定了风险投资的来源必须是期限足够长、金额足够大的资金。只有投资期限长,才能与高科技产业的生命周期相吻合,才能够长时间跟随项目,直至项目成熟、产生回报乃至上市。只有金额大,才能通过多元化的投资组合,分散单个投资项目的风险。

由于风险投资的失败比例比较大,一般而言,1/3 会失败,1/3 持平,1/3 盈利,所以只有通过成功的投资才能够弥补失败的投资,从而得到总体上的回报。风险投资的这个特点,决定了银行信贷资金不能适应风险投资的要求。一般来说,银行等传统金融机构在风险和收益的平衡中更注重资金的安全性,因为贷款作为债权性质的资金,即使从成功的项目上也只能得到有限的回报,难以弥补失败项目的损失。而且银行选择贷款客户的依据更侧重于企业的历史和现状,而不是未来。侧重历史,主要是依据企业过往的财务资料;侧重现状,主要是需要企业提供可靠的抵押或担保。而风险企业由于其高技术的特性,在投入和产出的过程中有别于传统企业,一般没有良好的过往业绩,而且企业初期资产很少,缺少必要的担保品,所以在业绩和担保这两方面都难以与银行的要求相吻合。再者,银行作为债权人,是难以干预企业的经营管理的,与企业的信息不对称情况将会比较严重,这也是银行资金难以参与风险投资的原因之一。

政府也不能成为风险投资的主体。政府尽管会从政府的利益出发,去扶持一些高科技项目的发展,但是,一方面政府用于扶持高新技术项目的资金极为有限,所以不能成为风险投资的主要来源;另一方面,政府的资金属于财政范畴,而对风险企业投资是非常商业化的事业,财政

资金投资商业化项目会产生很严重的委托代理问题，负责投资的政府官员由于岗位调整，难以对投资项目跟踪到底，而且其在投资项目中也没有通过股权等形成自己的商业利益，所以决定了其对项目的管理是短期的，不求有功但求无过。即使投资失败，也只承担道义责任，甚至还可以将责任推卸到前任身上。这种管理模式决定了政府对风险投资的扶持只能起到辅助作用，政府更多地是应该在改善投资环境方面起到应有的作用，而不是在资金和直接参与上。

从国外风险投资的发展过程看，风险投资的主体分为以美国为代表的基金主导型主体和以日本为代表的银行主导型主体两种。

美国的风险投资的主体主要是商业性的金融机构，具体来源有退休基金、捐赠基金、富有家庭和个人、保险公司、投资银行和其他非银行金融机构。据美国 1997 年的统计，风险资本中有 54% 的资金来自退休基金和养老基金，30% 来自其他各种基金和保险公司，7% 来自私人投资者。

基金主导型投资主体的突出优点是资金具有长期投资的特点，而且由于退休基金、养老基金的规模较大，所以很好地实现了风险分散。

基金主导型投资主体进行风险投资主要以股权的方式投入，因为，一方面，基金管理人对于投资有着良好的管理经验，另一方面，股权投资的方式加强了投资人对被投资企业的参与，更有效地保证了资金的安全和高效。

日本的风险投资机构则大部分由大银行、证券公司、保险公司投资设立，多属于金融机构的附属机构。投资资金约有 3/4 是自有资金，以基金方式募集的资金仅占四分之一。而且，日本目前仍然禁止养老基金投资于风险投资。与养老基金等来源相比，金融机构的自有资金往往会受到流动性的影响，也就是说，当原先提供资金的金融机构遇到经营方面的问题而资金短缺时，往往会变现对风险企业的投资或者减少新的风险投资，这样就造成了风险投资资金来源方面的不稳定性。所以，这种以自有型资金为主的风险投资机构往往难以保证资金的长期稳定性。

自有型资金为主的风险投资机构体现出的最大特点就是风险企业的资金投入往往以债权融资为主，而以股权投资为辅。这种投资主体的风险偏好特征决定了它投入资金的期限一般较短，而且更加倾向于对风险企业的后期给予支持，对于初创期企业的投资明显偏少。据日本研究开发培育中心的调查，日本风险投资公司投资于未满 5 年的企业的投资比例仅占 16% 对设立 5 年以上未满 10 年的企业的投资比例占 21% 对设立 10 年至 20 年的企业的投资比例占 27%，20 年以上的则高达 36%。相对地，美国的风险投资公司投资于初创期企业的比例高达 30% 投资于扩张期的占 52%

自有资金主导型投资主体的另一特点在于缺少投资经验。一方面，由于上述的自有资金的流动性特点使得投资主体在投资方式上更加倾向于期限较短、风险较小的债券方式；而另一方面，原有的银行长期形成的债权经营方式也会产生倾向于债权融资的定式。在债权融资方式下，银行对被投资企业的管理难以形成高效的合同链结和经营管理模式，而且对含有高风险的高科技项目难以把握，评判能力比较弱，从而经常会回避高风险。这样，其实就使得风险投资公司最需要的风险评判能力有所丧失。

四、风险投资的客体：风险企业

风险企业是风险投资的载体，也是最终实现收益的保证。有人把风险企业比作能生金蛋的鸡。这只鸡在成长的过程中需要有良好的饲料，需要回避许多可能遇到的风险，而风险投资的作用恰恰体现在它对风险企业在资金、管理、市场等方面的帮助。

风险企业一般集中于高科技企业，表 1-1 和图 1-1 说明了美国近期风险投资的投向。其主要投向是互联网、通讯和电脑软件，这三个行业占了 60% 左右，尤其是互联网行业，增长尤其迅速。

表 1-1 风险投资的行业分类(金额)

(单位:百万美元)

	1998 年	1999 年 1 季度	1999 年 2 季度	1999 年 3 季度	1999 年 4 季度
互联网	3285	1260	3177	5000	9320
电脑软件业	3833	1126	1533	1985	2856
通讯	3318	947	1651	1916	3852
其他消费类	1084	554	452	611	95
其他产品	2450	514	1063	1250	1735
医疗健康	2392	485	590	841	541
半导体	827	222	298	572	648
生物科学	1031	215	285	237	445
电脑硬件	550	78	315	317	103
工业/能源	441	190	141	244	176

资料来源:美国风险投资协会和风险经济学信息服务公司。

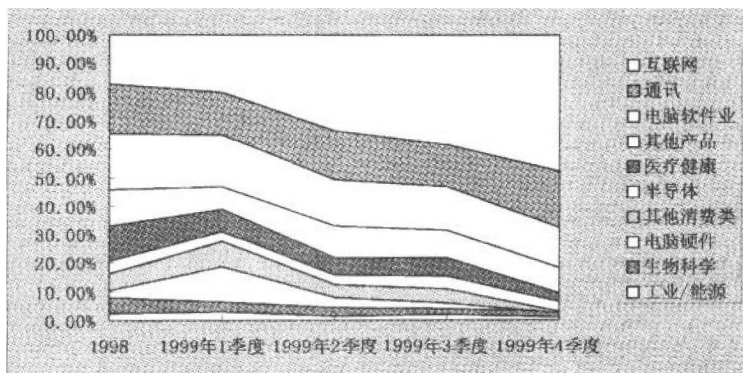


图 1-1 : 风险投资的行业分类(百分比)

资料来源:美国风险投资协会和风险经济学信息服务公司。

那么,为什么风险企业主要集中于以电脑和网络为代表的高科技行业呢?风险投资如此密集地集中于这些行业,是有其原因的。因为决定风险投资投向的最主要因素是发展前景。所谓发展前景,基本上包括三方面的含义:

首先是企业所处市场的潜在容量非常大，也就是说，这个市场具有广阔的发展空间。一个新兴行业中的弱公司远比一个差行业的好公司更有价值，因为在新兴行业中，市场需求处于不断上升中，所以即使是比较差的公司，也能够不断扩大的市场中得到比较快的增长，而且新兴行业的利润率一般远高于传统行业。而对于传统产业，由于需求基本稳定，利润率也较低，所以在传统行业中即使经营良好，一般也只能获得比平均利润稍高的利润。因此企业的成长在很大程度上受制于市场的容量，如果容量饱和，企业多生产的产品难以顺利销售，企业就会陷入财务困境。这就是为什么风险投资会如此集中于新兴产业的主要原因。在美国，风险投资人通常对产品市场容量的最低要求为 10 亿美元，并常常采用这样一个简单公式来估计风险企业产品市场的大小：公司
产品市场大小 = 市场容量 × 市场增长率 × 公司产品市场份额。

具有发展前景的第二层含义是企业自身可以进行简单膨胀，也就是说，企业在扩大再生产的过程中没有大的“瓶颈”制约，可以很容易地从各种市场中购买到扩大生产和经营规模所需的各种生产要素，不存在技术障碍、人力资源障碍、专用设备障碍、知识产权障碍、法律障碍等一系列的不确定因素。未来的不确定性主要表现在市场风险和管理风险。在这种情况下，风险投资家更愿意作出投资决定。

第三层含义是要求企业具有独特性，比如专利、诀窍、技术机密、研究开发、营销体系、服务体系、商标等等，这些通过技术、法律、市场等形式形成的独特性突出了企业在市场中的个性，同时也对企业经营提供了很好的保护。这些保护措施为企业提供了竞争优势，既可以使企业的现有成果不受侵犯，又能促使企业利用优势更好地向前发展。所以，独特性也是风险投资家选择投资目标的重要依据。风险投资家通过对独特性的研究，可以防范企业的风险并分享企业的超额利润。

第二节 风险资本市场的概念

一、风险资本市场的界定

从 20 世纪 80 年代开始，随着技术创新和金融创新的交融发展，资本市场相应地也在快速发展，以迎合技术创新和金融创新的要求。逐渐地，从美国开始并逐步在世界范围内形成了一种新的资本市场形态，这就是风险资本市场。

风险资本市场的发源可以追溯到 20 世纪初。在美国，一些富裕家庭以其闲置资金投资于初创阶段的小企业，支持此类风险企业的发展，并由被投资企业的发展壮大中获得收益，从而形成了小规模私人风险投资市场。但是，这个市场非常小，流动性差，没有良好的退出机制。直到 70 年代末期，现代意义上的风险资本市场才在美国形成，并逐渐扩展到欧洲、日本和其他国家。

随着风险投资的迅速发展，风险投资市场逐渐扩大，影响日益加深，形成了资本市场的全新格局。风险资本市场和一般资本市场共同构成了资本市场的整体，如图 1-2 所示。下面着重介绍一下风险资本市场在资本市场中的定位以及风险资本市场的内部划分。

风险资本市场是资本市场中的子市场，而这个子市场又有别于一般资本市场。一般资本市场就是为比较成熟的大中型企业以及具有一定资信实力的其他机构筹集中长期资金的市场，它包含了作为公开资本市场出现的证券市场（包括股票市场和债券市场）和非公开的私人股份融资市场。这个市场发展历史较长，形成了一整套比较完善的运行机制，是我们比较熟悉的资本市场。

而风险资本市场则规模较小，主要是为处于成长发展期的中小型高科技企业进行股权筹资。根据股份的流通状况，风险资本市场又可以分为两个市场，即公开上市的证券市场和非公开上市的风险资本市场。为了与一般资本市场的证券市场相区分，我们通常称一般资本市场

中为成熟企业募资的证券市场为主板市场，而为中小高新科技企业募资的证券市场为二板市场。非公开上市的风险资本市场又可以分为私人风险投资市场和风险基金市场。前者是一个不通过中介而直接对风险企业进行投资的市场，投资项目的前期筛选和后期管理以及最终的收获都由投资者直接进行。私人风险投资是企业最初阶段的主要融资方式。风险基金市场则是通过风险投资家募集基金集中投资于风险企业的资本市场。风险投资家作为专业的投资中介，负责从投资者方面筹集资金，再以股份投资的方式注入到具有高成长性的中小企业中。风险投资家对项目的选择、合同的签订、项目的管理以及资金的退出负直接责任，而且往往会为基金负无限责任。而一般投资者对企业运作较少干涉，仅对投资失败负有限责任。

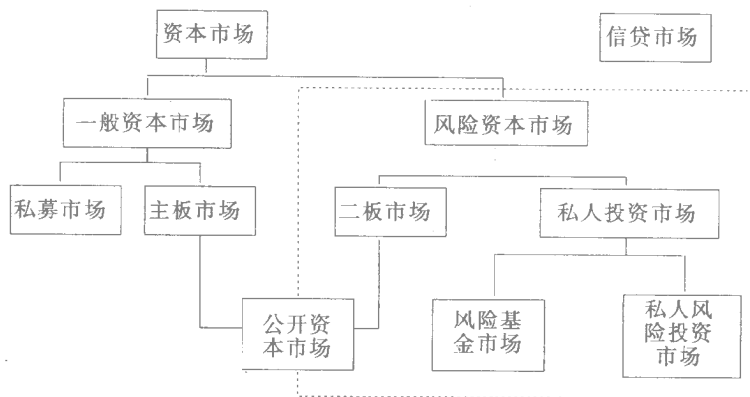


图 1-2：资本市场结构

一个成功的风险企业通常会经历从私人风险投资市场到风险基金市场，再到二板市场的发展过程，有些企业成熟后还会转移到主板市场。各个市场在企业发展的不同阶段提供着符合阶段特点的融资服务，所以资本市场中的各个子市场并不是隔绝孤立的，而是存在着密切的联系，从而使整个资本市场成为一个有机的整体。

二、风险资本市场形成的历程

美国现代风险资本是从 19 世纪末至 20 世纪初开始发展起来的。当时美国一些商业银行、富有的家族开始寻找对高科技企业进行投资的各种渠道，并通过对钢铁、石油和铁路等新兴行业进行投资，获得了高额回报。当时，风险资本市场尚处于无组织的分裂状态。对投资进行组织的第一个推动力来自富有的美国人。纽约的 Roeckfeller 和 Whitney 家族成员都招聘管理人员，寻求对有发展潜力的新公司进行投资。

现代意义上的风险投资公司始于 1946 年，其诞生的标志是美国研究与发展公司（简称 ARD 公司），它是一家公开上市的封闭型的投资公司。当时麻省理工学院（MIT）院长 Karl Compton、麻省投资信托的主席 Merrill Griswold、联邦储备波士顿银行行长 Palph Flammers 和哈佛大学商学院教授 General George F. Doriot 等共同发起了美国研究与发展公司，从而开创了现代风险投资业之先河。该公司以支援波士顿周边的科学家尽快将实验室成果转化为市场商品为宗旨，公司目标就是对从二战时期开始发展起来的科技应用提供资助。1957 年，公司以不到 7 万美元投资于美国数据设备公司（Digit Equipment Corporation，简称 DEC 公司）的普通股，占其股份的 77%。14 年后这 7 万多美元的投资获得了 3.55 亿美元的回报。美国研究与发展公司的成功案例被斯坦福大学等机构加以借鉴和推广，成为 70 年代和 80 年代美国风险投资行业的超级明星和榜样。

Doriot 当时是 ARD 的灵魂人物，被称为“风险资本之父”。他着重研究提高公司价值问题，而不仅仅是提供资金。ARD 所投资的公司被称为“家族成员”。在 Doriot 的指引下，ARD 的全体人员为他们所资助的各公司提供产业专门技术和管理经验，以增加最终成功的机会。

但是由于当时条件的限制，风险投资在 20 世纪 50 年代并没有得到迅速发展。到 1958 年，联邦政府决定通过直接参与并监管小型企业融资的办法，在促进企业发展过程中发挥积极作用。小型商业管理部门

被授权可以批准注册小型商业投资公司 (SBIC)。SBIC 给工业领域里的各种公司提供早期阶段的融资服务, 并且数量迅速增加。到 60 年代中期, 700 家 SBIC 控制了美国大部分风险资本投资。

20 世纪 60 年代首次公开发行 IPO 市场异常活跃, 而且期间众多 SBIC 都可以使很多公司公开上市。在 70 年代, ARD 的成功吸引了众多个人投资者创立新的私有风险投资公司。最初的一些仿效者其实就是 ARD 的前任成员, 他们的目标始终是“内部经营”, 并采用内行 (Hands-on) 管理。“新”的风险投资者 (不同于 SBIC 的管理人员) 为企业家提供了很多服务项目, 其中包括与投资银行家、企业律师、会计、行业专家进行接触等。但 1973 年到 1974 年中东石油危机之后的经济衰退给没有经验的新建公司以非常大的冲击。IPO 数量减少到以前的 1/10 而且很多由 SBIC 支持的企业开始亏损。这些企业没有偿还利息的能力, 因为它们主要通过债务进行融资。同时, SBIC 自己也无法支付利息并履行主要偿还义务, 很多 SBIC 被迫进行清算。到 1978 年, 只有 250 家得以幸存, 只达到 10 年前的 1/3, 而在 25 年前它们的投资达到了整个投资的 75%。由于依靠风险投资基金和企业本身的增股筹资, ARD 等公司和它们所资助的众多企业都在经济衰退时期成功地生存了下来。SBIC 和政府对于风险资本直接介入的失败是由对债券融资和担保贷款的过分强调所导致的。

在 20 世纪 80 年代之前, 风险资本还只是小行业。每年流入风险投资基金的风险资本总额从未超过 2 亿美元。80 年代期间, 流入风险资本行业的资金急剧增加。1987 年, 新的风险投资基金总共达到了 49 亿美元。

风险资本增加的同时, 立法部门发生了两个重大变化。第一个是 1978 年的《税收改革法》它把资本利得税率从 49.5% 降低到 28%。另一个是 1979 年《雇员退休收入保障法》(Employment Retirement Income Security Act, 简称 ERISA) 中的“审慎人 (Prudent Man)”条款, 该条款明确规定允许把养老基金投资到风险资本。这两个变化都有利地促进了风险投资, 而且, 在两者的影响力方面, ERISA 修正之后的

长期影响大大超过了降低资本利得税率的影响。

风险资本行业的很多专业人员都认为资本利得税率的降低刺激了风险资本的增加。在对降低资本利得税的作用进行评估时，值得重视的是税率差异 (Tax Differential)，例如最高所得税率和资本利得税率之间的差距。1978 年之前，这个差距为 20.5%，比如，最高所得税率达到 70%，而资本利得税率为 49.5%。1978 年的《税收改革法》(Tax Reform Act) 把资本利得税率降低至 28%，而并没有改变最高所得税率。这样就使得资本利得税的优惠提高了 20%，有效地激励了应税个人对风险资本进行投资，因为风险资本投资的利润主要以长期资本增值的方式得以实现。

在 1978 年的改革之后，资本利得税收政策的变化似乎只产生了很小的影响。1981 年的经济复苏税法 (Economic Recovery Tax Act) 将资本利得税率降至 20%，同时也将边际所得税率减少到 50%。因此，资本利得税的优惠反而减少了。但在之后的两年内，风险资本的投资却增加了。1986 年的《税务改革法》取消了全部资本利得税优惠，资金向风险资本的流入从 45 亿美元增加到 49 亿美元。如果风险资本投资动机受资本利得税的影响，风险资本投资应在 1981 年和 1986 年的税收变化之后有所减少。

资本利得税率对资金向风险资本行业的流入影响甚小的主要原因是投入到新基金的 70% 的资金都来自免税行业，例如养老基金、捐款信托和外国企业。税法的变化对这一领域没有任何影响。风险投资的另一部分资金来自于应纳税的公司，而各公司并非单纯出于盈利目的而进行投资。对风险资本的投资被看作是购买“新技术窗口”的一种方法。很多公司可能无法或不愿在研究或产品发展领域里进行新的投资，通过风险资本对这些发展提供资助，能提供一种避免直接亏损的方法。加上各企业并不承担发展过程中的全部成本，而是与其他有限的合作伙伴共同分担，所以资本利得税率的变化只能给企业风险资本投资带来很小的影响，因为企业所期望的不只是财务方面的盈利。

流入风险资本的资金增加的另外一个重要原因是 1979 年对

ERISA 的“审慎人”条款的修正。之前,1974年的《雇员退休收入保障法》(ERISA)禁止把退休基金投资到风险资本或其他高风险资产中。1979年的修正重新解释了这一准则,并允许退休管理人员取出一部分资金投入到低风险资产,包括风险资本。此举大大增加了风险投资的资金来源。风险资本的高回报吸引了很多退休基金经营者。在 20 世纪 70 年代,股票和债券在市场中的表现平平,而当时风险资本的利润率每年都超过 25%。大量的退休基金经营者把风险基金当成是能够获得超额利润的方式,并将巨额资金投入到低新的基金,这导致了风险资本的机构化,给风险资本行业和他的经营带来了巨大影响。到 80 年代末 退休基金掌握的资金超过 3 万亿美元。退休基金投资分配的细微变化都可以引起风险资本来源的巨大增加。

从 80 年代开始,由于政府进行税制改革和高技术公司的迅猛发展,风险资本额大幅增加,1985 年达到 115 亿美元,1990 年又翻了一倍,达到 33 亿美元,1995 年进一步增加到 400 亿美元;目前美国的风险投资机构已接近 200 家,投资规模高达 600 多亿美元,每年约有 10000 个高技术项目得到风险资本的支持。如表 1-2 所示。

表 1-2: 美国风险投资的发展状况表

年份	1990	1992	1994	1996	1998	2000
基金数目	82	75	134	163	255	494
规模(亿美元)	31	50	76	117	291	926

资料来源:中国科技信息,2001年4月号,第31页。

除美国以外,其他国家和地区的风险投资业也得到了长足发展。1996年日本已有风险投资机构 100 多家,投资规模达到 150 亿日元以上。但与美国不同的是,日本的风险投资机构中有相当一部分是由政府设立的,如 1975 年通产省设立的“风险投资公司”和科学技术厅设立的“新技术开发事业团”等。这些投资机构也大多不是从事股权投资就是向高技术企业或中小企业提供无息贷款或贷款担保。

1945 年英国诞生了欧洲第一家风险投资公司——工商金融公司(ICFC)。但英国风险投资业起步虽早,发展速度却很慢。直至 80 年代,

由于英国政府采取了“税收优惠”、“贷款担保计划”和“企业扩大计划”等一系列鼓励风险投资发展的政策和措施，风险投资业在英国才得以迅速发展。据英国风险资本协会（BYCA）统计，1979年英国风险投资额为8亿英镑，到1994年迅速增加到20.74亿英镑，1995年接近25亿英镑，占同期国民生产总值的0.4%。目前英国最大的民间风险投资公司为实业投资者公司（Investors in Industry Co.），最大的官办风险投资公司是英国技术集团。前者主要投资于中小型高技术企业，后者则主要以低息贷款形式向公营部门、大学项目和中小型高技术企业提供资金支持。

加拿大风险投资业的发展和英国经历了大致相似的过程。1952年英法合资的加拿大历史上第一家风险投资公司宣告成立。其后，加拿大风险投资以年平均1500万加元左右的投资规模缓慢发展。到了80年代，随着信息技术、生物技术和新材料技术的兴起，加拿大的风险投资也迅猛发展。1988年风险投资总额增长到25亿加元，比1980年增长了6倍。目前风险投资总额突破了50亿加元，比1980年又增长了一倍。

法国和德国的风险投资业起步相对较晚。20世纪80年代后期，法国政府通过对风险投资公司减税等一系列优惠措施促进风险投资业的发展。到1986年，法国的风险投资机构已达到120多家，其中资本超过1亿法郎的有20家。1990年，法国风险投资者协会成立，当年投向高新技术企业的风险资本共计达到35亿法郎。德国第一家风险投资公司则成立于1982年。目前德国的风险投资机构共有100家左右，风险投资额约1.8亿马克。与其他欧美国家相比，德国的风险投资相对要落后一些。

随着新技术的发展和政府管制的放松，其他国家和地区如亚洲新兴工业化国家、以色列和澳大利亚的风险投资业也有相当程度的发展。如韩国实施《中小企业创立支持法案》和《新技术财政资助条例》后，风险投资公司已发展到60多家，风险资本总额已达到10亿美元。新加坡通过实施10年免税政策，风险资本总额也于1995年达到7亿美元。其

他如以色列，1997年风险投资规模为8亿美元，1996年澳大利亚风险投资总额也达15亿美元。另据经合组织（OECD）估计，1996年全球风险投资总额已达到1000亿美元。

三、风险资本市场的发展趋势

风险投资所带来的高新技术的蓬勃发展、产生的巨大能量，对推动社会前进具有不可估量的作用。这个新兴的投资领域已愈加成熟，各国的风险资本市场呈现出国际化、全球化的新趋势。具体表现为：

（一）风险资本市场竞争日趋激烈

概括来讲，从20世纪70年代至今，世界风险资本市场出现了三个新特点：一是伴随着新兴技术的飞速发展，在高技术领域里，中小型风险投资企业大批涌现，但淘汰率很高，今年的新产品可能明年就落伍了，80%的企业第二年要重整旗鼓，转向更新技术和产品的开发；二是面对国际新技术贸易市场的激烈竞争局面，很多国家政府不仅为高技术风险投资大开“绿灯”，如减免风险投资税收、为高技术企业提供优惠贷款等，而且还积极参与新技术风险投资，收益同享，风险共担；三是各国之间风险投资活动相互渗透的趋势正在加强。

（二）风险投资业日趋成熟

1. 西方发达国家正在加强相互间的风险投资合作。跨国性的风险投资公司以及范围广泛的各国高技术联盟已经出现。例如，“欧洲创业公司”就是由原西德的西门子、荷兰的飞利浦、意大利的奥利维蒂三大电子公司联合组建的。1983年11月，欧洲共同体各国筹资共同创建了“欧洲风险投资联合会”，以资助中小型高技术风险企业的发展。同时风险投资也已跨越国界，美国的风险投资公司插足于西欧和日本的风险资本市场，而西欧和日本的风险投资公司又向美国的风险资本市场投资。据日本大藏省的调查，截至1981年，还没有任何外国风险资本向日本投资，而1983年3~5月已有76项外国风险投资流入日本。日本银行在美国加利福尼亚州就拥有500多亿美元的总资产。上述情况表明，国际间高技术、新技术和新兴产业之间的经济技术联系更加广泛、更加