

# 第一篇

## 风险投资理论



# 第一章 风险投资概述

近年来 随着高科技的飞速发展 世界各国和地区之间的竞争逐步转变为以高科技为主导的综合国力的竞争，高科技产业的培育和发展状况已成为决定一国国际竞争力的关键因素。因此，与高科技密切相关的风险投资业也日益受到各国的重视。进入 20 世纪 90 年代之后 美国经济的持续稳定增长举世瞩目 其重要原因在于高新技术产业的迅速发展以及在世界范围内的领先地位，而美国高新技术产业的迅速发展与其遥遥领先的风险投资机制密不可分。如果没有风险投资 就没有诸如数字设备公司、苹果电脑、英特尔、微软、网景以及雅虎等一大批处于世界信息技术前沿的公司，也没有美国 90 年代连续 9 年高速增长的经济。从 80 年代起，其他国家开始效仿美国，致力于发展风险投资。欧洲大陆是继美国之后风险投资第二大热土。英国、法国、德国相继制定各种政策措施 鼓励风险投资的发展。其他国家和地区如日本、台湾、以色列等也不甘落后 设立了自己的风险投资体系。

## 第一节 风险投资的概念

### 一、风险投资的含义

风险投资是一种以私募方式募集资金，以公司等组织形式设立，投资于未上市的新兴中小型企业（尤其是新兴高科技企业）的一种承担高风险，索求高回报的投资形式。投资一般需要 4~6 年才可能收回，其间通常没有收益，一旦失败血本无归，而如果成功，则获得丰厚回报。

风险投资的两个突出特点是高风险、高收益。风险投资存在高风险，主要有三个原因。第一，风险投资选择的主要投资对象是处于发展早期阶段的中小型高科技企业（包括企业的种子期、导入期和成长期），这些企业存在较多风险因素。如处于种子期的企业，从技术酝酿到实验室产品，再到粗糙的样品已经完成，需要进一步的投资以形成产品，但此时技术上还存在许多不确定因素，产品还没有推向市场，企业也刚刚创建，因而投资的技术风险、市场风险、管理风险都很突出。第二，风险投资是长期投资。投资的回收期一般是 4~6 年，而且资金的流动性也很差。第三，风险投资是连续投资，资金需求量可能很大，而且在投资初期很难准确估计。

风险投资又会获得高收益，这是因为：第一，风险投资公司的投资项目是由非常专业化的风险投资家，经过严格的程序选择而获得的。选择的投资对象是一些潜在市场规模大、高风险、高成长、高收益的新创事业或投资计划。第二，由于处于发展初期的小企业很难从银行等传统金融机构获得资金，风险投资家对它们投入的资金是

“雪中送炭”因而，风险投资家也能获得较多的股份。第三，风险投资家丰富的管理经验弥补了一些创业家管理经验的不足，从而保证企业能够迅速地取得成功。最后，风险投资会通过企业上市的方式，从成功的投资中退出，从而获得高额资本收益。

## 二、风险投资的基本特征

风险投资实质上是一种高科技与金融相结合，将资金投入风险极大的高新技术开发生产中，使科技成果迅速转化为商品的新型投资机制，是高新技术产业化过程中的一个资金有效使用的支持系统。风险投资与传统的投资理念截然不同，具有以下几个基本特征：

### （一）投资方向主要集中于高科技领域

一般而言，风险投资就是对高风险项目或企业的投资。而高风险的项目或企业往往是具有开拓性和创新性的项目或企业，主要存在于高科技领域。风险投资所追求的目标，就是高科技成果商品化、产业化后所能获取的高回报。受风险投资可能带来的高收益的吸引，风险投资具有很强的选择性，高新技术产业成为风险投资的重点。从具体行业来看，风险投资主要集中在信息产业和生命科学领域。据统计，1996年美国风险投资的主要行业构成是：电脑工业 25.1% 通讯工业 23.8% 医疗生物科技 21.7% 电子工业 11.1%；商品及零售业 8.6% 传统工业 3% 其他 6.7%。

### （二）投资对象是新兴的、迅速发展的、具有潜在高成长性的中小企业

从欧美等发达国家经验来看，风险投资的直接投向是中小企业。这是因为，一般金融投资主要支持市场相对稳定、技术成熟程度较高的产品或企业。高新技术产业的高风险使讲求安全性的银行资金对

这类企业的贷款十分谨慎。由于高风险 加之没有担保抵押 中小企业很难通过正常渠道从银行融资。而与此相反，风险投资致力于发现新的科技突破口，着眼于项目是否有巨大的竞争潜力和高成长性。对于具有创新性的、先进的技术 风险投资则会在企业及技术发展的各个阶段提供包括资金和管理在内的全方位的支持。

### （三 投资方式以股权形式为主

风险投资是一种长期的流动性低的权益资本，它的投资方式具体包括购买可转换优先股和普通股等形式。在风险投资的投资者中 前者远比后者使用得广泛。二者的差别在于 在收益变现时 前者被优先支付。从投资者的利益上看，可转换优先股有两个重要优点 其一 它可以大大减少风险投资公司的投资风险 其二 它可以刺激风险企业的经营管理。因为风险企业的经理人员们一般都持有普通股 如果企业只是刚好盈利 在支付风险投资者以后 企业就所剩无几，经理人员手中的股票也相对价值降低。

这种投资方式的一个很重要的特点就是风险投资为风险企业不仅提供资金，而且提供一系列的咨询服务和管理经验。风险投资家直接参与风险企业的经营管理。从创意、项目立项到科技成果商品化、产业化，风险投资家给予全方位的支持。

### （四 属于高投入、高风险、高收益的投资

一项科研成果从最初的构想到形成产业化，一般要经过研究、开发、试点和推广四个阶段。风险投资重点支持开发和试点这两个阶段。通常研究与开发所需资金的比例是 1:10 开发与试点所需资金的比例也是 1:10。也就是说，在风险企业发展的不同阶段风险投资公司都必须不断地注入资金 而且投入的资金在不断加大 直至风险投资公司股权转让退出投资。而风险投资的失败率很高 据统计 由风险投资公司支持的风险企业 20%~30% 完全失败，60% 受挫，只

有 5%~20% 获得成功。但是,一旦获得成功,风险投资可以得到高额的投资回报。据统计资料显示,美国风险投资的长期平均年回报率高达 20% 而股票的长期平均年回报率为 9%~15% 国债则为 5%~6% 从投资效益来看,成功的风险投资可以获得几十倍甚至上百倍的利润,完全可以弥补在其他项目上的投资损失。

#### (五) 以公开上市为主要形式获得收益并退出投资

风险投资公司在将资金投入风险企业后,追逐和期待的是所投资的企业发挥潜力和股票增值后,将股权转让,实现投资收益。风险投资的目的并不是对被投资企业控股,而是使风险投资取得成功后尽快实现回报,再从事新的投资。因此,一个有利于资金顺畅流动的市场环境,特别是风险投资的撤出机制是保证风险投资成功的必要条件。风险投资的撤出渠道主要有公开上市、企业并购和破产清算三种,其中,公开上市是风险投资价值实现的最佳途径。据统计,目前北美风险投资的 80% 采用证券化方式投入和回收,欧洲为 65%,亚洲地区为 40%。

风险企业主要是成长中的高科技企业,它们大都很难满足主板市场的条件。因而,风险企业的股票上市主要在二板市场。二板市场是在正式股票市场之外,主要面向高科技中小企业和新兴公司的股票市场,其上市企业的标准适当低于主板市场的条件。目前,许多国家开辟了二板市场。其中以美国纳斯达克证券市场(NASDAQ)最为典型,发展最为迅速,NASDAQ 因此成了各国二板股票市场的代表。此外还有欧洲新市场(Euro)(NM)、日本的 JASDAQ 系统。香港联交所“创业板”市场也于 1999 年第四季度正式启动。

#### (六) 一般都给予企业经营管理者 and 职员个人股

高科技企业的创业和发展,是风险投资者与科学发明者密切结合、优势互补的过程。因此,在创业过程中处理好知识产权即技术人

股的问题极为重要。在利用风险投资创建的高科技企业中，技术专家的技术发展可以占有相当的股份，一般可享有 20%~25% 的股权。有的国家为了照顾某些技术发明者的权益，允许技术专家持股 51% (包括技术股权 20%~15% 在内) 在企业发展后 按照事先约定的契约规定 购回其余 49% 的股份。风险企业的管理者也持有公司的股份。风险投资这样运作 主要是为了使技术发明者、管理者与企业的利益融为一体 激励员工同企业共同创业、共同致富。从实际情况来看 这种企业管理者、技术发明家、风险投资者与风险企业的成败命运、与风险投资的利润紧密相连的利益分配机制 对促使优秀的创业者努力工作，从而促进风险投资的成功，发挥了重要作用。

### 三、风险投资的类型

根据接受风险投资的企业发展的不同阶段，我们一般可将风险投资分为四种类型。

#### (一) 种子资本

那些规模很小 或者刚刚处于发展早期的企业 既不可能从传统的银行获取信贷 (原因在于缺乏可资抵押的财产) 也很难从商业性的风险投资公司获得风险资本。除了求助于专门的金融渠道 (如政府的扶持性贷款) 以外 这些企业更多的目光投向提供“种子资本”的风险资本。种子资本主要为那些处于产品开发阶段的企业提供小笔融资。由于这类企业可能在很长一段时期内 一年以上 都难以提供具有商业前景的产品 所以投资风险极大。对“种子资本”具有强烈需求的往往是一些高科技公司，如生物技术公司。它们在产品明确成型和得到市场认可前的数年里 需要定期注入资金 以支持其研究和开发。尽管这类投资的回报可能很高，但绝大多数商业性风险投资公司都敬而远之 主要是因为 对投资项目的评估需要相当的专业

化知识；由于产品市场前景的不确定性，这类投资风险太大；风险投资公司进一步获得投资人的资本承诺困难较大。

## （二）导入资本

当一个公司拥有了确定的产品并具有较明确的市场前景后，由于资金短缺，企业便可寻求“导入资本”以支持企业的产品中试和市场试销。但是由于技术风险和市场风险的存在，企业要想激发风险投资家的投资热情，除了本身达到一定的规模外，对导入资本的需求也应该达到相应的额度。因为从交易成本（包括法律咨询成本、会计成本等）角度考虑，投资较大公司比投资较小公司更具有投资的规模效应。而且，小公司抵御市场风险的能力也相对较弱。

## （三）发展资本

就量而言，能够发挥更大作用的是用于企业扩张期的“发展资本”。这种形式的投资在欧洲已成为风险投资业的主要部分。以英国为例，目前“发展资本”已占到风险投资总额的 30%。这类资本的一个重要作用就在于协助那些私人企业突破杠杆比率和再投资利润的限制，巩固这些企业在行业中的地位，为它们进一步在公开资本市场获得权益融资打下基础。尽管该阶段的风险投资的回报并不太高，对于风险投资家而言，却具有很大的吸引力，原因就在于所投资的风险企业已经进入成熟期，包括市场风险、技术风险和管理风险在内的各种风险已经大大降低，企业能够提供一个相对稳定和可预见的现金流，而且，企业管理层也具备良好的业绩记录，可以减少风险投资家对风险企业的介入所带来的成本。

## （四）风险并购资本

风险并购资本是一种特殊的风险投资工具。一般适用于较为成熟的、规模较大并具有巨大市场潜力的企业。与一般杠杆并购的区

别在于 风险并购的资金不是来源于银行贷款或发行垃圾债券 而是来源于风险投资基金 即收购方通过融入风险资本 来购并目标公司的产权。以管理层购并为例 由于风险资本的介入 购并所产生的营运协力效果（指购并后反映在营运现金流量上的效果）也就更加明显。目前 风险并购所涉及的风险资本数额越来越大 在英国已占到风险投资总量的  $\frac{2}{3}$  但交易数量却少得多 原因在于风险并购的交易规模比其他类型的风险投资要大得多。

#### 四、风险投资的作用

自 20 世纪 40 年代风险投资在全球诞生以来，特别是近 20 年来 风险资本在其自身获得迅速发展的同时 也为全球经济发展做出了巨大的贡献。在风险投资比较发达的美国，风险资本对中小高科技企业的扶植率超过了 90%，微软公司只是众多接受过风险资本扶植的高科技企业之一 该公司创立于 1975 年，1998 年 2 月其总市值已经超过了 2000 亿美元，规模大于许多中小国家的国内生产总值，为社会创造了大量的就业机会，并带动了许多相关产业的发展。不仅如此 风险投资在美国还促成了闻名全球的“硅谷”科技园区的崛起 造就了全球最活跃的“纳斯达克”证券市场。

因此，风险投资对全球经济的发展和改善人类生活的作用与影响由此可见一斑。下面，我们对此作更详细的探讨。

##### （一）风险投资是建立科技创新体系的基石

科学技术是第一生产力，没有科技的创新，就没有经济的发展。人们从世界经济的发展过程中，越来越清晰地认识了这一点。尤其是进入知识经济时代以来 许多国家纷纷根据自身的具体情况 加大力度建立本国的科技创新体系 以增强国家的竞争力。然而 这些国家无论采取哪些方式加速本国的科技创新体系的形成，都会面临一

个首先需要解决的问题：研究与开发的问题。研究与开发能力是建立科技创新体系的基石。没有研发能力，科技创新体系的建立就无从谈起。因此，培育研究与开发的能力，提高研究与开发的水平是各国政府的当务之急，而解决这一问题的关键是加大资金投入力度。

那么 如何有效加大这种资金投入的力度呢 首先 由于政府的财政收入有限，同时又需要承担许多领域的经费，因此，政府对研发项目的投入力度是有限的，往往是心有余而力不足。其次，银行资本历来极少向研发领域投资。这样一来，对研发领域的投入就只有两个主要途径了，一个是企业为提高自身的研发能力而进行的投入（这种投入是微观的、有局限性的）以及个人自筹资金对其创造发明的投入；另外一个就是风险资本对研发项目的投入（这种投入是宏观的、无局限性的）。尽管风险资本对研发阶段项目的投入占其整体投资的百分比小于对项目发展期的投入，但是由于政府政策的导向性和风险资本的特有属性等原因，风险资本还是越来越成为研发资金的主要来源。事实也充分证明了这一点，据世界经合组织 1999 年对其所属成员国的调查显示，1990 年成员国政府对研究与发展的资金投入占 GDP 的比重为 2.4% 而 1999 年已经下降到 1.2% 与此同时，1990 年成员国在所有研发项目中依靠风险资本投入扶植的项目占整个项目的比例为 47% 而 1999 年这一比例已经上升为 82%。同时，在接受风险投资的企业中，其研发费用的投入比一般企业通常要高出三倍，这就使这类企业有着比其他企业更高的研发能力，从而使一些大型企业也不得不寻求在研发方面与他们的合作，因为这些大企业不可能在每一个有潜力的研发项目中都有所投入。因此，风险投资是研究与开发资金的重要来源之一，它对国家科技创新体系的建立起着重要的支撑作用。

（二）风险投资是科技企业成长及科技成果产业化的“催化剂”

“催化剂（这里指“正催化剂”）是指化学反应过程中能够加快

化学反应速度的一种物质。如果把科技企业从兴起到成熟这一成长过程比作一个化学反应的话 那么 将风险投资称作这一过程的“催化剂”是不足为过的。而科技企业成长速度的加快 也必然带来科技成果产业化速度的加快。

我们都知道 人才、技术和资金是一个项目成功与否最关键的三个因素。当人才资源和技术资源被企业拥有之后，资金因素直接影响着企业发展的速度。这一点对新兴企业而言尤为重要。我国的人才技术资源可以说非常丰富，每年全国产生的专利项目就有 7 万个左右，省部级的科研成果也有近 3 万个 然而 科技成果的转化率却非常低 仅达到 15% - 20%。许多被市场认可的高科技产品，由于缺乏有效的融资渠道而中途夭折，从而使一批新兴企业失去了继续发展的机会。另外 即使其他已经获得发展的科技企业 其发展速度也无法和风险资本市场成熟的发达国家的同类企业相比。我国 IT 业的领头羊——联想集团等业界“三甲”年产值的总和加起来不过 500 亿人民币 还不及美国众多的 IT 业的著名公司之一——数字设备公司 (DEC) 年产值的 1/2 (该公司年产值近 1 200 亿人民币 ) 造成这种现状的原因固然是多方面的 但是 风险资本市场的差距是原因之一。我国目前仅有 80 余家风险投资机构，市场上风险资本总额仅有约 100 亿元人民币，风险资本市场和风险投资体系还远没有建立。反观美国，目前各类风险投资机构已经发展到 3 000 多家 风险资本总额达 1 000 亿美元 市场上有 1 万家以上的高科技公司依靠风险资本进行运转。仅在“硅谷”科技园区就有风险投资机构 80 余家。由于风险资本的支持 科技企业不断涌现 纷纷兴起 大有“爆炸”之趋势。美国的许多著名企业如微软、英特尔、苹果、数字设备、雅虎、美国在线、亚马逊等，当初都是靠着风险投资的扶植而迅速发展起来的，风险投资为这些企业的超常规发展提供了强大的动力。如果没有风险投资 我们今天也许听不到这些如雷贯耳的名字。因此 风险投资通过对科技企业的扶植 将科技成果与市场有效地结合起来 对

科学技术的产业化起到了重要的催化作用。

### （三）风险投资优化了资本配置

在市场经济条件下，对利润最大化的追求能够带来资源的最佳配置。风险投资追求的目标就是投资利润的最大化，这与以银行为代表的传统投资机构所追求的‘定息保本’的投资目标有着本质的区别。对于传统的银行投资而言，投资与需求的整体效果是不对称的，最需要资金而资金生产率又最高的项目往往因为风险较高（其实是银行无回避风险的能力而得不到贷款）这样的项目相对较多而发展成熟、收入趋于稳定的企业因为风险较小往往为银行所追捧，这样的项目相对较少。这就导致了众多急需资金发展的中小企业得不到银行贷款支持的结果。而对于风险投资而言，其投资理念是传统投资理念的一种创新，风险投资凭借自身的能力，将资金投向最需要的地方。为了抵消风险资本的高风险和长期资金占用对投资者的影响，风险资本必须表现出比其他投资工具更高的投资回报率。在新兴的中小企业中，具有高成长、高回报特点的科技型企业恰好满足风险资本的这种要求。从投资与需求的关系上讲，风险资本只回避不好的项目，而从不回避资金的需求。对此而言，风险投资是一种完全对称的投资，它摒弃了传统投资的死角，优化了资本配置，使资本的使用更趋合理化。

### （四）风险投资促进了产业结构和经济结构的调整

风险投资是知识经济发展的引擎，因为新经济的产生必然伴随社会的产业结构和经济结构的变动，或者说社会的产业结构和经济结构的变动必然导致新经济的产生。而风险投资在这种结构的变动中起到了重要的促进作用。由于风险资本的扶植，推动了高科技企业的兴起，加快了高科技企业的发展速度，扩大了高新技术产业化的规模，从而带动了以 IT 业为代表的相关服务业的发展。进入 20 世

纪 90 年代以来，发达国家服务业的比重呈逐年上升的趋势，目前这一领域的行业比重已经达到 50%~60% 以上 远远超过了曾经主宰着传统工业的制造业的比重。不仅如此 由于高科技产业的发展 大大加速了利用高科技产业改造传统工业的进程。因此，风险投资促进了产业结构的调整，而这种产业结构的变化也带动了经济结构的变化，从而加速了旧经济向新经济的转型。

#### （五 风险投资推动了国民经济的增长

风险投资对国民经济的推动作用主要来自两个方面。第一，风险投资通过对高科技产业的扶植，间接地推动了国民经济的增长。在高科技产业发达的国家 如美国 科技产业对国民经济的贡献率已经达到 40% 以上。在欧洲的爱尔兰，这个人口仅有 360 多万的国家里 其 IT 业的产值就占到了国家 GDP 的 35%。第二，20 世纪 80 年代以来 由于风险投资的迅速发展 使其无论从资本规模上 还是从其所实现的产值上看，都已经形成了一个新兴的产业。1999 年 美国的风险投资产业已经超过了汽车制造产业，荣登美国经济第一大产业的交椅。作为一个新兴的产业，它对国民经济的增长又有着直接的推动作用。我们从以下数据中，可以明显感受到风险投资在美国迅猛发展的态势，1999 年，美国全年风险投资基金的投资额度创记录达到了 356 亿美元 比 1998 年增长了 151.6%；2000 年上半年，全美风险投资基金的筹集规模已经达到了 1045 亿美元 比上年同期又增长了近 3 倍。

#### （六 风险投资创造了大量的就业机会

风险投资所投向的企业一般都具有高成长的特点。这些企业开始都雇用较少的人员 当风险资本介入之后 这些企业的高成长性特点很快体现出来 由于成长速度的加快 使其在进入创立期、扩展期以及成熟期的时候需要不断吸纳大量营销人员、管理人员和其他员

工。这就不断地为社会创造了大量的、新的就业机会。

美国风险投资协会 NVCA 的一项调查表明 受风险资本支持的企业在创造工作机会、开发新产品和取得技术突破上明显高于其他公司。受风险资本的支持而发展起来的企业平均雇用员工 114 名 而同类一般企业平均只雇用 60 名员工 另据一份对 500 家由风险资金支持而发展起来的企业的调查表明 ,1991 年至 1995 年间 这些企业提供的就业机会以每年 34% 的速度增长 与此同时 美国幸福 500 家 Fortune 500 公司每年以 4% 的速度在减少工作职位。另外,在信息技术产业每增加一个就业岗位,就会为其他行业提供 5.5 个就业机会 同时 中小高科技企业每增加一个岗位仅需投资 5.5 万美元 是大企业创造一个岗位所需资金的 20%~25%。

## 第二节 风险投资的发展概况

风险投资经过长期的发展,其机制已逐步得到发展和完善。

1946 年美国研究与发展公司 (American Research And Development Corporation 简称 ARD) 的建立,正式标志着风险投资登上历史舞台。随后风险投资席卷整个西方发达国家,并且由最初的基础设施和原材料投资逐渐过渡到以高新科技为主的投资,从而大大加快了这些国家的高科技发展速度。美国许多高科技成果在转化为商品的过程中 都得到了风险投资的支持 特别是近 20 年来在计算机、电子商务和生物工程等领域更是如此。可以这样说,美国这些年能够保持高科技成果转化的高比率、高科技企业发展的高速度 与其大力鼓励和发展风险投资是密不可分的。近年来,许多工业化国家认识到风险投资在促进高科技成果转化为现实生产力过程中的关键作用,

纷纷制定各种优惠政策和发展措施，大力鼓励和发展本国的风险投资，使风险投资活动在制度完备、机制灵活和政策宽松的良好经济环境下日趋活跃，并为高科技成果的商品化和产业化提供了充足的资金。

## 一、美国风险投资概况

### （一）美国风险投资的萌芽时期

#### 1. 美国研究与发展公司成立

美国风险投资的起源可追溯到 20 世纪 20~30 年代，当时某些富裕的家族和个人投资者向他们认为较有发展前途的一些新办公司提供启动资金，帮助这些企业发展。如美国东方航空公司、施乐公司和 IBM 公司等，都是当时富有投资者投资过的企业，这些公司后来都成为著名的大公司。

1946 年 6 月 6 日，世界上第一家正规的风险投资公司——美国研究与开发公司（ARD）在马萨诸塞州正式成立，它的诞生是风险投资发展史上的第一个里程碑。其发起人为弗兰德斯和多里奥特。当时新英格兰地区的纺织业和一些传统机械制造业出现严重亏损，从而使该地区的经济处于衰退之中。弗兰德斯和多里奥特认为该地区经济的困境不仅是由于老工业的亏损，而且也由于新兴工业的缺乏所引起的。尽管该地区及其周围有很多著名的大学，拥有巨大的技术和人才资源，但是由于对新办企业投资不足，以及缺乏有经验的管理人才，导致该地区新办企业诞生率很低。针对这种不利状况，弗兰德斯在 1945 年 11 月 16 日在芝加哥召开的全国证券交易商协会（National Association of Securities Dealers）上首次提出要建立一个专门面向新兴企业的投资公司。他认为要改变 1940 年投资法的规定，使投资公司或投资基金至少能向新企业投入多达 5% 的股权资本。

ARD 的创始人都是经验丰富而且享有盛名的杰出人才 具备从技术到管理、财务、法律运作方面的能力。

ARD 被设计成为一个封闭式基金组织，并想在公开股票市场上筹集到 500 万美元资金。但是他们面临重重困难。首先，这是一个全新的投资公司，它所提倡的理念根本没有受到实践检验。其次，所有创始人都身兼数职，不能全心全意投入 ARD 的运作。最后 ARD 的招股说明书上说明募股的目的不是赢利，为了振兴经济，这与投资者进行股票投资的初衷完全相悖。募股的过程异常艰难。当时股市正处于低迷状态 他们只筹到了 350 万美元。但是对于这个以振兴经济而非赢利为目的的基金而言，这笔钱已经难能可贵了，再说它比他们最初预料的 300 万最低筹资数量还多了 50 万。

1946 年到 1951 年是 ARD 最艰难的岁月。一方面 ARD 提倡的面向种子阶段、创业阶段企业投资的新观点不为人接受，另一方面 ABD 管理层本身也在摸索管理方法 积累学习经验 所以 ARD 的业绩不佳，股票一直在低位徘徊，而且它管理的企业经常遇到险情。从 1951 年底，ARD 渐入佳境 它手中有 10 家公司开始赢利，而且管理层也把股东权益放在重要的位置了。

ARD 最早、最成功的投资项目就是向数字设备公司（Digital Equipment Corporation）的投资。1957 年 ARD 向数字设备公司投入 70000 美元资金 得到 77% 的股权作为回报 到 1971 年，ARD 持有的数字设备公司股票市值已经达到 3.55 亿美元 是 1957 年投资的 50 倍还多。至今，数字设备公司依然是计算机行业中的佼佼者。数字设备公司使 ARD 名声大躁 完全改变了 ARD 的命运 并且为美国风险投资业的发展敞开了大门。

美国研究与发展公司为风险投资的发展定下了基调。它成功地证明了自己的理念。从此，面向新兴企业、小企业和高风险企业的投资成为一个特殊的公司融资领域，吸引了众多有识之士。它与大学的紧密联系、对高科技的偏好，又为类似硅谷或波士顿等企业—大学