

风险投资及其在中国的发展

成思危

风险投资是一种高风险的、组合的、长期的、权益的、专业的投资，它在促进研究成果的工程化和商业化、促进高新技术产业的发展，提供一种有效的投资工具分析等方面对中国经济的发展都具有重要的作用。通过风险投资的支持来实现技术创新及高技术产业化，有利于使中国在知识经济时代中争取成为一个能“生产”知识，拥有自主知识产权的关键技术的“头脑国家”，而不至于沦为仅能应用知识、引进技术的“躯干国家”。

美国是风险投资发展得最早，也是当前世界上风险投资规模最大的国家。其主要经验可归结为：（1）有限合伙制是风险投资公司的基本组织形式；（2）对人才的激励是风险投资成功的关键；（3）风险投资主要应支持科技型风险企业的开拓与成长；（4）上市和出售是风险投资退出的主要手段；（5）政府应创造有利于风险投资发展的政策法规环境。

经过 10 多年的探索及准备之后，中国的风险投资事业终于从 1998 年开始大步前进，并正在逐渐显示其对科技成果转化及高新技术产业化的重要作用。目前国内

外在我国国内的风险投资实际投入金额累计约为 6 亿美元，但其规模还需要进一步扩大，有关的法律有待制定或修改，对风险投资的特点、重点和难点的认识有待深化，运作尚欠规范，还缺乏比较突出的成功案例，民间的参与还相当不足。

笔者在三个层次上研究了中国风险投资发展的问题。一是宏观制度（体制和机制）上的问题；二是微观制度上的问题，包括风险投资公司的组织形式和运作机制等问题；三是实务操作上的问题。

我国风险投资事业的发展目标应当是力图在 10 年左右建立起一个比较完善的风险投资体系，并达到每年实际投入约 100 亿元的规模。为此笔者建议采取如下的三步发展战略：（1）建立风险投资咨询与管理公司，为国内外投资者评估并推荐风险投资项目，受投资者的委托对项目进行管理，有条件时也可按公司法建立风险投资公司；（2）建立风险投资基金，制定相应的法规及管理辦法，从国内外吸收资金；（3）建立较完善的风险投资体系，为风险投资提供鼓励及出路。政府要通过立法来确立对风险投资的鼓励措施，包括出资、补贴、担保、贴息、减税等等，以及对风险企业兼并收购及上市的有关规定。还要制定规范各类风险投资中介机构的法律及法规，构建二板市场。

为了实现上述战略目标及任务，需要不断努力创造以下几项必备的基本条件：（1）要有一群有创新成果的创业者；（2）要有一批优秀的风险投资家；（3）要有充裕的后续资金支持；（4）要建立蜕资的出路；（5）创造有利的政策法规环境。

我国风险投资机制创新应当有利于培养风险投资人才、鼓励创新者创业、吸引投资人出资。我国风险投资企

业的组织形式目前可以有限责任公司为主，逐渐向有限合伙制过渡，但要加大对项目经理的授权，还要努力创立扁平的、半自治式的学习型组织。对风险企业的投资应当采用软承诺的筹资方式，出资权按股权分配，但可在股东之间转让，资金直接由股东投入企业。在公司内部应当建立包括工资、福利、奖金、股权、期权等五个方面的激励机制。

选好项目是风险投资家的基本职责，其标准为：（1）商业模式要与众不同；（2）技术基础应当比较成熟；（3）市场前景要相当广阔；（4）经济效益要估计切实；（5）资金需求有可能满足；（6）技术定价要合理适中。

发展我国的风险投资，必须要认真学习和研究国外的经验，但一定要探索符合中国国情的道路。笔者深信，只要我们本着邓小平所说的“大胆试，允许看，不争论”的精神，积极开拓，埋头苦干，就一定能够使风险投资成为将创新之车驶向繁荣富强的目的地的动力。

一、风险投资的特点及其在中国经济 发展中的作用

所谓风险投资，是指把资金投向蕴藏着较大失败危险的技术创新领域，以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为。其实质是通过投资于一个高风险、高回报的项目群，将其中成功的项目进行出售或上市，实现所有者权益的变现（蜕资），这时不仅能弥补失败项目的损失，还可以使投资者获得较高的回报。

风险投资具有以下 5 个主要的特点：

1. 它是一种高风险的投资（Risky Investment）。

由于风险投资主要是支持创新的技术与产品，技术、经济及市场等方面的风险都相当高，其成功率平均只有 30% 左右。据美国一些有丰富经验的风险资本家的介绍，在他们所投资的项目中一般只有三分之一相当成功，三分之一持平，还有三分之一血本无归。但由于成功的项目回报率甚高，故仍能吸引一些投资人进行投机。

2. 它是一种组合投资 (Portfolio Investment)。

为了分散风险，风险投资通常是投资于一个包含多个项目的项目群，利用成功项目通过上市或出售实现脱资 (Divestment) 后所取得的高回报来抵偿失败项目的损失并取得收益。

3. 它是一种长期投资 (Long-term Investment)。

风险投资一般要经过 3—7 年才能通过脱资取得收益，而且在此期间通常还要不断地对有成功希望的项目进行增资。

4. 它是一种权益投资 (Equity Investment)。

风险资本是一种权益资本，而不是一种借贷资金，因此其着眼点并不在于其投资对象当前的盈亏，而在于他们的发展前景和资产的增值，以便脱资后取得高额回报。风险投资所支持的企业 (简称风险企业) 在其成长阶段因为有一个扩大规模和开拓市场的过程，其现金流通常是负的，从其经营业绩来看往往是亏损的，故一般投资者不愿投资。但风险投资者从所有者权益考虑，只要风险企业的价值能够增长就值得投资。

5. 它是一种专业投资 (Professional Investment)。

风险投资不仅向创业者提供资金，其管理者还提供所积累的学识、经验，以及广泛的社会联系，并积极参与创业者共同创办的风险企业的管理，在改造组织结构、制

定业务方向、加强财务管理、配备领导成员等方面出谋划策，尽力帮助创业者取得成功。

风险投资在中国经济发展中具有以下三方面的作用：

一是促进研究成果的工程化和商业化。科研成果从最初的构想开始到形成产业，一般要经过四个阶段：即研究、开发、试点（*Demonstration*）和推广（*Diffusion*）。风险投资支持的重点是开发（工程化）和试点（商业化）这两个阶段。通常研究与开发所需资金量的比例是 1:10，开发与试点所需资金量的比例也是 1:10。由于这两个阶段的风险较大，收效较慢，资金需求量又较多，政府无力提供充足的资金，银行通常不愿提供贷款，一般投资者也不愿出资支持。据粗略估计，中国每年大约有 3 万项科研成果，其中真正转化为产品的只有约 20%，而实现商业化的不到 5%。科研成果转化率的一个主要原因就是对开发及试点的投入严重不足，据调查，在中国已转化的科技成果中，转化资金靠自筹的占 56%，国家科技计划拨款的占 26.8%，风险投资仅占 2.3%。由此可见，只有大力发展中国的风险投资事业，才能有效地促进科技成果的转化。

二是促进高技术产业的发展。在经济全球化的形势下，发展高技术产业是提高国家竞争力的主要途径。谁掌握了高技术，谁就掌握了技术的制高点，就掌握了竞争中的主动权。但由于一项高技术的创新由开始实施到取得成功一般需要 3—7 年时间，而且失败的风险还很大，何况创业者通常只有技术而缺乏资金，又没有多少资产可以抵押，故银行通常不愿对创业者提供长期贷款。特别是在创建将科研成果投入生产的企业时往往缺乏资金，而风险投资正好是支持这类新企业（*Start-ups*）的有效手段。风险投资则不但可以向创业者提供资金支持，而且还可以协助

其开拓市场，并通过选人和理财来加强对企业的管理和监控，有助于企业的成功。

三是提供一种有效的投资工具。风险投资是一种专业性强且精巧细致的投资工具，它通过认真筛选，分散风险，加强管理，及时蛻资等手段，既支持创新者创业，又帮助投资人投机，使双方都能获得较大的利益。据报道，1965年至1985年间美国风险投资的平均回报率为19%，是股票投资的2倍，是长期债券投资的5倍。目前中国由于资本市场还不够发达，银行储蓄存款已超过10万亿元人民币，其中个人存款占三分之二，机构存款占三分之一。由于银行是负债经营的，在当前消费市场疲软的情况下付息压力很重，而风险投资作为一项长期投资的工具，能够有效地分流一部分储蓄存款，从而减轻银行的压力。

进入21世纪以后，中国面临着知识经济的严峻挑战。知识经济的主要特点是以知识为基础的产业在经济结构中居主体地位，与知识有关的综合要素在经济增长中起主导作用，知识因素对生产力的发展有关键影响，知识成本在产品成本中占重要成分。谁拥有必要的知识，谁就能占领技术的制高点，就能在越来越激烈的竞争中立于不败之地。通过风险投资的支持实现技术创新及高技术的产业化，有利于使我国在知识经济时代中成为一个能“生产”知识、拥有自主知识产权的关键技术的“头脑国家”，而不至于沦为仅能应用知识、引进技术的“躯干国家”。

二、美国发展风险投资的主要经验和教训

美国是风险投资发展得最早，也是当前世界上风险投资规模最大的国家。认真分析并研究其经验和教训，对我

国风险投资事业的发展具有重要的参考价值。

风险投资作为一种特殊的投资形式，虽然可以追溯到 20 世纪 20—30 年代美国一些富有的家族及个别投资者为东方航空（Eastern Airlines）、施乐（Xerox）等一些后来成功的公司提供启动资金，但一般认为是以 1946 年世界上第一家风险投资公司——美国研究与开发公司（American Research and Development Corporation）的成立为其起始标志。美国的风险投资在 20 世纪经过 50 年代的成型、60 年代的成长、70 年代的衰退、80 年代的复苏和 90 年代初的暂时挫折这样大起大落的发展过程后，终于在 90 年代中期开始显示出其强大的威力，成为推进美国高技术产业发展的发动机。例如美国 80 年代通过调整经济结构，精简机构和放松规制，虽然提高了经济效率和效益，但却丧失了 4400 万个工作岗位。在此情况下，美国通过风险投资来支持科技产业的发展，创造新的市场和新的企业，不仅创造了 7300 万个工作岗位，还使得其经济在 90 年代中取得持续的增长。

据经合组织（OECD）调查，从 1984 年到 1991 年，美国创建的新公司数是法国的 4 倍，是丹麦的 8 倍。从 1992 年到 1996 年，美国 85% 的新工作岗位都是由小企业创造的。发达的风险资本市场不仅给美国人提供了更多的工作岗位，也使成千上万的年轻人有了施展自己才能的创业机会。在美国，风险投资使许多创新者创业的梦想成真，在为社会创造巨大的利益，推动美国经济持续发展，并为投资者取得丰厚回报的同时，也为他们自己带来了巨大的财富。

近年来，最引人注目的便是从硅谷走向世界的一批高技术企业。这些由风险投资孕育的“婴儿”迅速地成长为

增强美国经济竞争力的中坚力量。据了解，仅硅谷一地每年就有近 1000 家风险企业创立，数年后成功、一般和失败的企业大约各占三分之一。据报道，在 2000 年初风险投资最旺盛的时期，在硅谷约有 7000 家风险企业，每天有 30 人成为百万富翁，约有 500 家新的风险企业开张，但也有同样数量的风险企业倒闭。

从 1992 年开始，美国的风险投资迅速增长，回报率也大大增加。在 1975 年至 1994 年这 20 年间，风险投资的平均回报率只有 13.1%，但 1995、1996 及 1997 年的回报率却分别高达 48%、40% 和 36%。

有关美国风险投资规模的统计数据有两个口径，一个是风险投资基金的筹资数额（Commitments to VC funds），另一个是风险投资的实际投入数额（Amount raised by venture backed companies），就是风险投资基金对其所支持的企业实际投入。1996 年至 2000 年美国风险投资的简略统计数据如表 1 所示。

表 1 1996 年至 2000 年美国风险投资的简略统计数据

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 筹资的风险投资基金数目 | / | / | / | 202 | 249 |
| 筹资总额（亿美元） | / | / | / | 345.38 | 690.82 |
| 实际投入总额（亿美元） | 90.46 | 114.16 | 150.39 | 381.86 | 687.56 |
| 支持项目数 | 1676 | 1841 | 2046 | 3317 | 4107 |
| 平均投入强度（万美元/项） | 350 | 400 | 500 | 700 | 1100 |

资料来源：本表中原始数据来自 The Pricewaterhouse Coopers Money Tree Survey in Partnership with VentureOne，经笔者分析整理。

从表 1 中可以看到，美国风险投资在 1996—2000 年期

间迅速增长，2000 年的实际投入总额、支持项目数及平均投入强度分别为 1996 年的 7.6 倍、2.5 倍及 3.1 倍。特别是在 1998 年到 2000 年这三年中，美国风险投资的实际投入总额几乎每年翻一番。但如果从季度来看，就可以看到美国的风险投资已呈下降的趋势。1999 年一季度是 50.81 亿美元，二季度是 83.23 亿美元，三季度是 89.69 亿美元，四季度是 158.13 亿美元；2000 年一季度是 193.54 亿美元，二季度是 189.27 亿美元，三季度是 167.64 亿美元，四季度是 137.10 亿美元；2001 年一季度是 101.10 亿美元，二季度是 82.10 亿美元。所以从年度来看，应该说 2000 年是高峰。但是从季度来看，2000 年一季度是高峰，此后逐渐减少，大体上与美国的经济发展趋势相同。尽管最近有些人仍在发表乐观的论调，认为美国的风险投资正在从信息和网络技术转向生物技术，所以还能够保持它的发展势头，但笔者估计 2001 年很可能会低于 2000 年。事实已经并将证明，“波浪式前进，螺旋式上升”是包括风险投资在内的虚拟经济的一般发展规律。

美国风险投资的地域分布也在扩展，在 2000 年的总投资额中加州（主要在硅谷）占 45.6%，新英格兰地区（主要在 128 公路两侧）占 10%，纽约占 8.8%，东南部（主要在北卡来罗纳州）占 6.7%，华盛顿附近地区占 5.0%。

美国发展风险投资的主要经验可归结为以下 5 点：

1. 有限合伙制是风险投资公司的基本组织形式。

美国的风险投资机构大体上可以分为 4 种类型，即有银行附属的投资公司、大企业附属的投资公司、政府支持的中小企业投资公司和独立的风险投资公司。由于独立的风险投资公司经营绩效较好，故银行和大企业附属的投资

公司也逐渐转变为具有相对独立性的风险投资公司。由于美国税法规定合伙关系投资收益不需交纳公司税，只需交纳个人所得税，故美国的风险投资公司多半采用有限合伙的方式组成。通常由总管合伙人（General Partner）与有限合伙人（Limited Partner）共同出资组成风险投资基金，其中总管合伙人的出资额通常占 1%，总管合伙人负责基金的经营管理对基金负无限责任。而有限合伙人不参加经营管理，对基金只负有限责任。每个基金的合伙年限通常为 10 年，一个公司通常有 3—9 个总管合伙人，可以同时管理几个相互独立的基金。

2. 对人才的激励是风险投资成功的关键。

基金管理者和风险企业创业者是两类关键的人才。风险投资基金的管理者（即总管合伙人）通常称为风险资本家，是熟悉某一专业领域及管理的专家，他们不仅要凭其学识和经验从成百上千份项目建议书中仔细筛选出有成功希望的项目做出投资决策，还一定要参加其所投资企业的董事会，主要是进行财务监控（规范财务管理并对增资、停业、上市、出售等关键问题做出决策），还要协助该企业建立一个强而有力的管理核心，包括总裁（CEO）、技术总监（CPO）、财务总监（CFO），主管销售的副总裁以及主管市场开发的副总裁等。总管合伙人除了从每年的管理费（一般为基金总额的 2.5%）中支取工资外，更主要的是可从基金的投资收益中提取 20%，这就促使他们选好项目并加强对风险企业的管理，尽力提高基金的投资收益。风险企业的创业者（企业家）通常只领取不高的现金工资，但可得到普通股或其认购权。风险企业上市时雇员的股份一般可达 25%，其中五名管理核心约占三分之一，而五人中总裁的股份约占一半。美国风险企业上市时典型

的雇员持股比例及年工资情况如表 2 所示。

表 2 风险企业上市时雇员持股及工资示例

(雇员总人数为 150 人, 持股 25%)

| 职 务 | 持股比例 (%) | 年工资 (万美元) |
|----------------------|----------|-----------|
| 总裁 (CEO) | 4.0 | 17.5—20 |
| 技术总监 (CTO) | 1.5 | 约 15 |
| 财务总监 (CFO) | 1.0 | 约 15 |
| 销售副总裁 (VP Sales) | 1.0 | 约 15 |
| 营销副总裁 (VP Marketing) | 1.0 | 约 15 |
| 其他雇员总计 | 16.5 | 5—12.5 |

3. 风险投资主要应支持科技型风险企业的开拓与成长。

美国风险投资的重点是信息技术 (包括通讯、电子、信息服务、半导体、软件等) 和保健领域 (包括生物制药、保健服务、医疗器械、医疗信息系统等)。1996 年至 2000 年间美国风险投资按投入对象的分布情况如表 3 所示。

由表 3 可知, 近年来美国风险投资的重点是信息技术 (主要是通讯、软件及信息服务), 其比重一直保持在 55%—60% 左右。服务业的比重迅速增长, 而保健领域的比重则急剧降低。

风险企业从创办到上市或售出的全过程通常历时 3—7 年, 分为初创、开拓、成长和成熟四个阶段, 其所需的资金量也不断增加。美国风险投资企业在典型的 4 个发展阶

表 3 1996 年至 2000 年间美国风险投资按投入对象的分布情况 (%)

| 对象 \ 年 份 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 信息技术: 通讯 | 20.7 | 21.6 | 22.7 | 21.3 | 26.4 |
| 电子 | 5.2 | 4.4 | 3.4 | 2.0 | 1.6 |
| 信息服务 | 6.3 | 6.4 | 10.2 | 12.4 | 10.6 |
| 半导体 | 3.5 | 4.4 | 3.7 | 2.7 | 3.3 |
| 软件 | 19.7 | 21.7 | 20.3 | 16.3 | 18.2 |
| 总计 | 55.4 | 58.4 | 60.2 | 54.7 | 60.1 |
| 保健领域: 生物制药 | 9.1 | 6.9 | 6.8 | 3.4 | 3.9 |
| 保健服务 | 7.2 | 6.7 | 4.3 | 1.0 | 0.5 |
| 医疗器械 | 6.0 | 6.6 | 5.4 | 3.1 | 2.0 |
| 医疗信息系统 | 4.2 | 3.8 | 2.6 | 1.7 | 2.5 |
| 总计 | 26.5 | 24.0 | 19.2 | 9.3 | 8.9 |
| 产品及服务: 产品业 | 3.1 | 2.7 | 1.6 | 1.0 | 0.6 |
| 服务业 | 7.1 | 8.2 | 13.5 | 24.6 | 26.8 |
| 零售业 | 5.4 | 4.9 | 4.0 | 9.8 | 3.0 |
| 总计 | 15.6 | 15.7 | 19.1 | 35.4 | 30.4 |
| 其 他 | 2.5 | 1.9 | 1.5 | 0.6 | 0.6 |
| 总 计 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

资料来源: 本表中原始数据来自 The Pricewaterhouse Coopers Money Tree Survey in Partnership with VentureOne, 经笔者分析整理。

段的雇员人数、投资金额、企业价值及所需时间的情况如表 4 所示。

表 4 美国风险企业发展的 4 个阶段示例

| 发展阶段 | 雇员人数 | 投资金额 (万美元) | 企业价值 (万美元) | 时间 (年) |
|-------------|------|---------------|---------------|--------|
| 初创阶段 (建立企业) | 15 | 300—500 | 1000 | 1.5—2 |
| 开拓阶段 (开拓市场) | 40 | 700 | 3500 | 1.5—2 |
| 成长阶段 (扩大规模) | 75 | 1000 | 6500 | 1—2 |
| 成熟阶段 (准备上市) | 120 | 2000 | 12000 | 0.5—1 |

美国 1997 年风险投资总额中有 30% 用于支持开拓阶段，59% 用于支持成长阶段，即主要用于科研成果的开发与试点，实现其工程化和商业化。

4. 上市和出售是风险投资蜕资的主要手段。

风险投资公司将企业培养成功后，就要通过蜕资 (Divestment) 来将其所有者权益变现。最常用的办法是将风险企业上市或出售 (主要是通过兼并和收购的方式出售给大企业，个别情况下也可出售给企业员工或创业者)。由于风险企业虽然成长很快但规模通常偏小，且在其成长过程中因需要不断增资，故使得其各项业绩指标难以达到传统证券市场的要求。为此必须开辟面向中小企业 (特别是高新技术的中小企业) 的证券市场。例如美国的 NASDAQ 小型资本市场，它有约 1500 种个别上市股票，其上市所要求的条件比较宽松，故特别适合于中小型高新技术企业融资，可为风险投资提供蜕资出路。这类市场通常称为第二板块市场 (简称二板市场)。上市后的公司在运行较成熟后，往往可再升级到 NASDAQ 全国市场 (有约 4000 种股票上市，属于第一板市场)。这种股市二板结构也为杠杆赎买 (LBO) 后二次上市提供了方便。1998 年 NAS-

DAQ 已在全世界 60 个国家设有 40 万个终端，530 家人市交易商随时提供约 6 万项竞争性报价，而 NASDAQ 的计算机网络会从中选取最好的报价显示给全球的投资者。

由于美国风险投资的业绩已经得到投资者的公认，故风险企业在二板市场上市时通常都能获利。1997 年美国风险企业中共有 134 家上市，筹资 53.9 亿美元。上市公司从上市之日起到年底的平均收益率为 23%。例如有一个开发搜索引擎的 Exite 公司，是由 6 个斯坦福大学的毕业生创办、得到风险投资支持的上市企业，尽管该公司上市后还处于亏损状态，但其股票仍被看好，因为投资者对其未来有信心。目前风险企业上市时主要的困难是由于其规模较小，难以找到有声望的承销商。

5. 政府应创造有利于风险投资的政策法规环境。

美国风险投资的发展也经历过一个曲折的过程。虽然在 60 年代有较大的增长，但从 1970 年开始到 1978 年，由于经济萧条，股市低迷，对退休金的严格管制和石油危机等原因，美国的风险投资业严重萎缩。在风险资本家和企业家的呼吁和推动下，部分国会议员和卡特政府努力为风险投资创造有利的政策环境。美国国会在 1978 年至 1981 年这 4 年间连续通过了 5 个有利于风险投资发展的法案，例如 1978 年收入法案将资本增值税由 49.5% 降至 28%，对长期的权益投资起到了很大的激励作用，使得 1979 年风险投资基金的承诺金额比前一年扩大了 10 倍。而 1981 年的经济复苏税务法又进一步将资本增值税由 28% 降低至 20%，从而使得当年风险投资基金的承诺金额翻了一番。

美国风险投资发展过程中最大的教训是政府支持的中小企业投资公司的失败。1958 年，美国国会通过了中小企业法案，授权中小企业管理局（SBA）制定和实施中小企

业投资公司 (SBIC) 计划, 其目的在于通过设立政府风险基金, 引导和带动民间资金进入风险资本市场, 支持风险企业的创立和成长, 以促进高新技术产业的发展。风险基金主要是提供低息贷款, 由政府负责管理, 支持中小企业投资公司进行风险投资。

中小企业投资公司是经政府批准成立的私人公司, 负责选定项目并进行投资, 每投资 1 美元可得到政府 4 美元的低息优惠贷款, 还可享受特殊的税收优惠, 但政府对其投资规模和利益控制等方面有一定的限制。

在此计划的激励下, 到 1962 年, 全美国在中小企业管理局登记注册的中小企业投资公司多达 585 家, 管理着 4 亿多美元的私人资本, 其中还有 47 家公司通过上市公开筹集资金, 促成了美国风险投资在 60 年代的增长。

但是, 这种政府提供优惠贷款支持的做法并不完全符合风险投资的特点和发展规律。例如由于风险投资的风险大、周期长, 而中小企业投资公司取得的是低息贷款, 因有还款的压力, 再加上许多投资人和管理者的急功近利, 故使得不少公司在取得贷款后并没有真正用于支持创新者创业, 而是以高利率转贷给工商企业以稳赚利率差。更为严重的是, 这些中小企业投资公司由于有政府的大力支持而又缺乏有效的激励机制, 难以培养和吸引高素质的投资管理者, 从而因管理不善造成亏损。到 1967 年, 共有 232 家中小企业投资公司出现问题, 但政府还坚持认为这是监管不够所造成, 而不是体制和机制问题, 因而促使美国国会通过一项立法, 赋予中小企业管理局以更广泛的执法和监督权, 加强对中小企业投资公司的审计和监管。但这些措施并未能挽救中小企业投资公司的衰落, 到 1977 年, 中小企业投资公司的数目锐减到 276 家, 1978 年这些公司

管理的风险资金只占全美总额的 21% ，到 1989 年则降至只占 1% 。可以说这种按“政府意志”兴办的风险投资公司遭到了彻底的失败。

三、风险投资在中国兴起的背景及历程

中国实行改革开放的政策以后，派出大批学者到美国进修，其中包括笔者在内的一些人开始注意到美国风险投资的发展及其在推动高技术产业化中的作用，并试图将其引入国内。在中共中央 1985 年 3 月发布的《关于科学技术体制改革的决定》中提出：“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给以支持。” 1985 年 9 月，国务院正式批准成立了“中国新技术创业投资公司”，成为中国大陆第一家专营风险投资的全国性金融机构。1986 年国家科委在科学技术白皮书中首次提出了发展我国风险投资事业的战略方针。此后有些地方及部门也成立了一些以科技融资为主要业务的小公司。但是由于观念上及体制上的障碍，科技改革与经济改革未能保持同步，加之融资渠道不通畅、资本市场欠发育、契约关系不健全、分配制度不合理、知识产权不明确等等原因，致使我国的风险投资事业举步维艰，发展极为缓慢。个别风险投资公司甚至误入歧途，将资金用于放高利贷、炒股票、买期货、经营房地产等方面进行投机，最后因严重违规及亏损而被政府勒令关闭。

80 年代末，在上海由一位主管科技的副市长领衔成立了上海科技投资公司，注册资本 2 亿元人民币，目的就是为扶植高技术产品的产业化、培育高技术企业的发展壮大。但由于其采用的是类似于政府科技项目拨款的方式，

虽然项目投了不少，但单项的投资额都不过几百上千万，后续资金难以为继。其他一些地方的科技投资公司也都陷入类似的困境，大量的资金沉淀在其下属的一批小型企业中，难以持续发展。就好像它们虽然孵化出一批嗷嗷待哺的小鸡，但却没钱购买抚育小鸡长大的饲料，也无法将小鸡出售来购买可供孵化新一批小鸡的鸡蛋。

随着我国改革开放的深化，境外的投资者对在华投资的兴趣也日渐增加，他们从 90 年代初开始投资设立了许多中国投资基金。这类基金通常设在境外，由专业人员负责运作，主要投向中国境内。到 1998 年时这类基金的资本总额已达近 40 亿美元，其中包括 IDG 技术创业投资基金、华登（Walden）中国基金等。但是，这类基金中只有 8% 投向了技术产业，而 65% 的资金则投入了已有企业的扩大再生产。虽然在这些基金的管理者中不少人有着丰富的风险投资经验，但他们多半认为在中国发展风险投资的市场环境还不成熟，故没有向创新项目及创业者提供资本支持。

笔者于 1984 年由美国进修工商管理专业回国后，一直在思考并探索在我国发展风险投资事业的问题。1987 年秋笔者又应邀赴美进行风险投资的研究，加深了对美国风险投资情况的了解。此后笔者曾在全国政协、化工部等处多次鼓吹发展风险投资。1995 年，在国家计委有关部门的支持下，在新产业投资股份有限公司内成立了主要从事风险投资的北京峰森技术分公司，笔者与师昌绪、王大珩等一些老科学家一起对该公司给予了支持。1996 年笔者在国家行政管理学院参加科技成果转化高级研讨班学习时，写出了《科技成果转化呼唤风险投资》一文，文中指出风险投资是支持科技成果转化的一种重要手段，阐述了风险投