

风险投资概论篇

对进一步推动我国风险投资事业 发展的几点意见

全国人大常委会副委员长、民建中央主席 成思危

民建中央在去年全国政协九届一次会议上提出的《关于加快发展我国风险投资事业》的提案被列为一号提案，在国内引起了较大的反响。首先是国务院有关部门积极落实，国家发展计划委员会在对提案的答复中给予了充分肯定；其次是一些地方政府迅速采取了行动，我最近专门到北京市看了几个点，确实搞得不错；第三是国内外风险投资者看好中国的前景，目前科技部和 IDG 还有其他方面都在积极地探寻合作，国内的风险投资公司也在跃跃欲试；第四是国内高科技企业已在纷纷寻求风险投资的支持以取得发展，最近四通利方和美国华元等公司的合作已在新浪网上公布；第五是对风险投资的研究和讨论蓬勃发展，今天我在雅虎中文网址上搜索到已发表的中文风险投资的文章正好 1000 篇，开过的研讨会也不下二十次，国家自然科学基金委员会安排了关于风险投资的重点研究项目，国家科技部也安排了这方面的研究项目，对风险投资的立法、管理、金融等方面研究的建议也提出了很多。我还要感谢新闻界，他们很敏感地捕捉住这一新颖话题，从去年一号提案开始不断进行宣传报道，对促进我国风险投资的发展起了很好的舆论导向作用。

在风险投资已经逐渐形成热门话题的情况下，当前需要的

是冷静思考和埋头苦干，结合我国实际情况，进一步在理论和实践上推动风险投资事业的发展，今天的研讨会就是基于这个目的召开的。我想主要讲以下几个问题：一、充分认识风险投资的主要特点；二、深入理解风险投资的重要作用；三、吸取国外风险投资的经验和教训；四、探寻符合我国国情的风险投资发展战略。

一、充分认识风险投资的主要特点

风险投资是一种特殊的投资工具，它主要具有以下五个特点：

1. 它是一种有风险的投资 (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大，其成功率平均只有 30% 左右。也有人主张不要将 Venture Capital Investment 译作风险投资，而仿照台湾译作创业投资，甚至有人说译成风险投资是一个误区。我个人不同意这种看法，因为译成“风险投资”正说明了它的风险性，是学术术语，而译成“创业投资”则是为了淡化其风险性，以便使一般投资者减少顾虑，是商业术语。这两个词都可以用，但在学术界我主张还是用“风险投资”这个词较好。

2. 它是一种组合投资 (Portfolio Investment)。风险投资之所以能获利，正因为它是组合投资，投资于一批项目群。我曾说过风险投资是：“投资十个项目，成三败七，坚持长期运作，多半发达。”通过将三个成功的项目出售或上市所回收的价值，不但能弥补其它七个项目失败的损失，还能够给投资者带来较高的收益，因此才有人愿意投资。否则只有高风险而没有高回报，就没有人参与了。

3. 它是一种长期投资 (Long-term Investment)。风险投资

一般要经过 3 至 7 年才能通过蜕资取得收益，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* 其投资目标不在于企业短期经营的利润，而在于企业资产的增值。风险投资企业一般来说在其成长阶段，其现金流是负的，从其经营业绩来看是亏损的，因为有一个开拓市场的过程，一般投资者是不会投的，但作为风险投资来说，从所有者权益考虑，只要企业能增值就行。如雅虎上市时还亏损 200 万美元，Excite 上市一年后还亏损 400 万美元，最近美国股票市场上很热的亚马逊网上书店目前经营业绩还是亏损，但投资者看好的的是企业的价值。

5. 它是一种专业投资 (*Professional Investment*)。风险投资者与一般投资者不同，他们不仅提供资金，还利用其经验、知识和广泛的社会联系去帮助创新者创业，花很大精力帮助其改造组织结构、制定业务方向、加强财务管理、配备领导成员等。

二、深入理解风险投资的重要作用

1. 实现研究成果的工程化及商业化。一个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、试点和推广。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，故银行通常不愿提供贷款，一般投资者也不愿出资支持，因此科技成果的转化迫切需要风险投资给予支持。

2. 促进高新技术产业的发展。美国经济已 90 多个月连续增长，主要得益于 80 年代的结构调整、精减人员和放松规制。

由于这三项措施，美国当时丧失了 4400 万个工作岗位，在此情况下，美国通过风险投资来支持高技术产业的发展，创造新的市场和新的企业 不仅创造了 7300 万个工作岗位（实际净增 2900 万个岗位）还使得其经济在 90 年代中得到持续的增长。由此可见发展高科技产业是非常重要的，而发展高科技产业最重要的是占领技术的制高点。在知识经济时代即将到来的时候，谁掌握了技术制高点，谁就掌握了主动权。要占领技术的制高点，就要创新，风险是很大的。现在我国电脑业蓬勃发展，但芯片是买 Intel 的，软件是买微软的；VCD 大战很激烈，但里面的解码器是进口的。人家是稳赚大钱，而我国从事一般零部件生产和整机组装的利润却很微薄。此外，目前我国市场消费不旺，需要寻找新的经济增长点，发展高新技术产业也是开拓市场的有效途径。因此发展高新科技产业，对我国不仅有长远的战略意义，还有非常实际的现实意义。

3. 提供一种新的投资工具。现在我国银行存款超过 9 万亿 个人存款超过 6 万亿。银行是负债经营的，在当前市场疲软的情况下付息压力很大。从我国直接投资和间接投资的比例来看，证券市场市值仅 23000 亿元 约为 GDP 的 1/4 与 9 万亿的存款比，规模相差甚远。而从国外看，直接投资一般比间接投资的规模大或基本相等，为此我国需要开发更多的投资工具。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。因此风险投资在美国已成为一种公认的有效投资工具，我们应当对它进行认真的研究和移植。

三、吸取国外风险投资的经验和教训

风险投资作为一种特殊的投资工具，虽然可以追溯到本世纪 20 至 30 年代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。风险投资经过数十年来起伏跌宕的发展，终于在 90 年代中期开始显示出其强大的威力，成为推进高技术产业发展的发动机。

美国风险投资的发展经过 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，取得了许多宝贵的经验和教训。从 1992 年开始，美国的风险投资迅速增长，1995 年至 1998 年间其投资额由 45 亿美元猛增到 125.2 亿美元。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 年、1996 年及 1997 年的回报率却分别高达 48%、40% 和 36%。1997 年美国的风险投资基金新增了 120 亿美元，为 1996 年新增值的 1.6 倍。其风险投资的地域分布也在扩展，在总投资额中加州（主要在硅谷）占 43%，麻省（主要在 128 公路两侧）占 10%，东南部（主要在北卡来罗纳州）占 9%，华盛顿附近地区与中西部各占 7%，德州和东北部各占 6%。据了解，仅硅谷一地每年就有近 1000 家风险投资支持的企业创立，数年后成功、一般和失败的企业大约各占 1/3。

美国发展风险投资的主要经验可归结为以下 5 点：

1. 有限合伙制是美国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，即由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的绩效较好，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。通常由主管合伙人 (General Partner) 与有限合伙人 (Limited Partner) 共同出资组成风险投资基金，其中主管合伙人的出资额约占 1%~2%。主管合伙人负责基金的经营管理，对公司负无限责任。而有限合伙人不参加经营管理，对公司只负有限责任。每个基金的合伙年限通常为 10 年，一个公司通常有 3 至 9 个主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（即主管合伙人）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个项目建议书中仔细筛选出有成功希望的项目，作出投资决策，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、出售等关键问题作出决策），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。普通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，以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。风险企业上市的雇员的股份一般可达 25% 其中 5 名管理核心约占 1/3 而 5 人中总裁的股份约占一半。

3. 风险投资主要应支持高技术风险企业的开拓与成长

美国风险投资的重点是信息技术和保健领域。1998 年美国一共有 125.2 亿美元投资于 1824 个风险投资项目 投资金额中信息技术占 62% 保健领域（包括医药 治疗方法及器械等）占 21%。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 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 1800 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 4400 种股票上市，属于第一板块市场）。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。目前 NASDAQ 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 Excite 公司 是由 6 个斯坦福大学的毕业生创办的、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（SBC）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 美元可从政府得到 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上有一定的限制。

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非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。

四、探寻符合我国国情的 的风险投资发展战略

（一）发展我国风险投资需要具备的基本条件

1. 一群有创新成果的创业者和良好的投资项目

良好的投资项目应该是有巨大的市场机会、有自主知识产权的先进技术、有优秀的业务发展计划、有强大而有力的管理核心。从国外的经验来看这些创业者有很多是从高等学府里产生的，例如美国硅谷的发展主要是斯坦福大学教授和学生们的创新的成果。仅斯坦福大学计算机科学系就培养出了 Andy Bechtolsheim (Sun Micro 的创始人), John Hennessey (MIPS 的创始人), Jim Clark (Silicon Graphics 和 Netscape 的创始人), Jerry Kaplan (Techknowledge, Go 和 Onsale 的创始人), Scipstritter (MIPS 的创始人), Len Bosack (Cisco System 的创始人), David Cheriton (Granite 的创始人) 等人，上述公司的市值约为 900 亿美元。我始终认为我国的高等学校应是创新的主要源泉，因此风险投资应当首先从其中寻找支持的对象。

2. 要有一批优秀的风险投资家

美国风险投资通常采取合伙人制，由两类合伙人组成。一类是主管合伙人或称普通合伙人（General Partner）负责基金的管理；另一类是有限合伙人（Limited Partner）不参与基金管理。每个公司管理一至数个基金，基金由个人投资者和机构投资者投资，有些风险投资公司还得到大企业或银行的支持。主管合伙人（风险资本家）在基金中的投资仅占 1%~2%，他们一般是既懂某一专业领域，又懂管理和金融的专家，他们在风险投资中是决定成败的关键人物。他们的主要作用是用他们的专业知识和经验来筹集资金和投资。他们要参加他投资的风险企业的董事会，并负责作出重大的财务和人事决策，并要靠其业绩来取得投资人的信任并取得其应有的回报。我认为当前最迫切的任务就是培养一批优秀的风险投资家，他们应当能够“支持创新者创兴中华之业，帮助投资人投高技术之机。”

3. 风险投资要有充裕的后续资金支持

在美国，风险企业在初创阶段通常需要 300 万美元左右，以后各阶段所需资金大约是其前一阶段的一倍。因此必须要有充裕的初始及后续资金的支持。初创和开拓阶段由于风险较高（成功后其回报率也较高），故通常只由风险投资基金来支持。到成长阶段时可以取得一些机构投资者的支持，到成熟阶段时可以取得证券投资基金甚至银行的支持。

下面举一个风险企业发展阶段的典型案例：

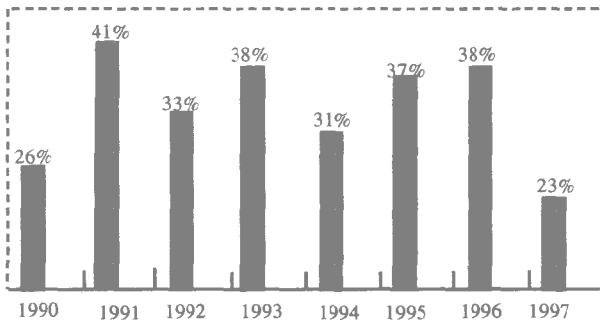
由表可见投资越到最后，风险越小，收益也越小，风险投资对以上四个阶段均可以投，但真正意义的风险投资应投在第一、二阶段。因此我国在发展风险投资的过程中，既要建立专门的

风险投资基金投资于初创及开拓阶段，也要为成长及成熟阶段开辟资金渠道。

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

4. 建立蛻资的出路

蛻资的出路主要有两条：一是出售，二是上市。有人说中国没有二板市场就没有风险投资。我个人认为这一观点值得商榷，美国就是先有风险投资后有二板市场的，而且将风险企业出售给大公司、雇员或创业者日益成为主要出路（1997 年出售占 70% 上市占 30%；1998 年出售占 75% 上市占 25%）因此上市是蛻资的重要途径，但不是最主要的途径，更不能说没有二板市场就没有风险投资。1990 年以来风险企业在 NASDAQ 上市的比例在 23% ~ 41% 之间，如下图所示：



可见有 59%~77% 的风险企业没有上市，而采取了其他的脱资出路。由于收购者熟悉业务情况，故能对风险企业作出正确的估价，而不像一般股民那样随波逐流。1998 年美国出售金额最大的前 5 家风险企业在 2.6 亿~6.5 亿美元之间，而上市金额最大的前 5 家风险企业在 1.28 亿~2.22 亿美元之间。因此我们应当探索各种脱资的出路，而不应把风险投资的发展前途仅仅寄托在开辟二板市场这一点上。

5. 有利的政策法规环境

政府对风险投资的支持也是非常重要的，从境外经验看主要有以下几种支持方式：

(1) 法律保障 例如美国的《小企业发展法》、日本的《高级技术密集区开发促进法》、韩国的《中小企业创立支持法》、台湾地区的《风险资本条例》等。

(2) 补助与贴息：例如加拿大安大略省规定对向高技术风险企业投资的个人给予其投资总额 30% 的补助金；新加坡政府规定，投资于高技术的企业若连续 3 年亏损，可获得 50% 的投资补贴。

(3) 提供担保：例如美国规定银行向风险企业贷款可占项目总投资的 90%。若该企业破产，政府将拍卖其资产，并负责偿还其 90% 的债务；日本通产省于 1975 年设立了“研究开发型企业培植中心”，其主要业务为对风险企业向金融机构借款提供 80% 的担保；英国贸工部从 1981 年开始为独立的中小企业向银行的中长期贷款提供担保，此类贷款的最高限额为 10 万英镑，偿还期为 2~7 年，若借款人到期不能偿还债务，贸工部将以 2.5% 的年息偿还债务的 70%。

(4) 税收优惠 例如美国 1980 年规定对风险投资所得额的

60%免税 对其余的 40%征收半税 法国 1985 年规定风险投资公司从持有的非上市股权中获得的收益或资本净收益可以免交所得税,免税额最高可达 1/3;新加坡规定风险投资最初 5~10 年完全免税;台湾地区 1983 年颁布了《风险资本条例》对投资于高技术领域的企业退税 20%。

(5) 开设二板股票市场 例如美国的 NASDAQ 小型资本市场、英国的未上市公司股票市场、日本的第二股票市场、德国的新股票市场等。

(二) 目前我国发展风险投资的有利条件

1. 正从传统的计划经济与市场调节转向社会主义市场经济。

2. 有许多有待转化的科技成果。根据科技部的统计,每年约有 3 万项省部级成果,而真正形成产品的只有 20%左右,真正产业化的不足 10%。

3. 具有较高素质的企业家队伍正在形成。

4. 直接投资的潜力较大。

5. 技术、财务、法律等咨询服务行业正在成长。

6. 证券市场日趋成熟。《证券法》已经全国人大常委会通过,7月1日起将正式实施。

(三) 发展我国风险投资的三步战略

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,并受投资者的委托对项目进行管理。

对一家正在筹建的风险投资咨询与管理公司的设想如下:

(1) 5 个股东 每家占 20% 重大问题要一致通过。

(2) 每家股东硬承诺 60 万元注册资金 软承诺 1 亿元项目

投资基金。

(3) 经理人员负责向董事会推荐项目群，由董事会商定是否出资及出资比例。

(4) 经理人员受董事会委托与项目建议者谈判组成风险企业并对企业进行管理。

2. 建立风险投资基金，并制定相应的法规及管理辦法，从国内外吸收资金。

3. 建立第二板块证券市场，为风险投资提供出路。

我个人认为建立二板市场是非常重要的步骤，但目前我国建立二板市场的时机尚不成熟，因为我国证券市场目前还不够规范，而二板市场最大的特点是对规模和业绩无严格要求，容易给诈骗和恶意炒作者以可乘之机，如盲目鼓吹，欺骗股民，则会造成严重后果。建立二板市场对法律、技术、监控等方面都有很高的要求，需要经过数年的努力才能达到。

(四) 风险投资应采取‘民办官助’的方针

风险投资本身是一种商业行为，但它离不开政府的支持，政府应创造有利于发展风险投资的政策法规环境，对风险投资采取‘支持而不控股，引导而不干涉’的态度。

1. 制定《风险投资法》及有关法规，并在有关法律修订时增加相关的内容。《风险投资法》已被列入九届人大的立法规划，有关基金管理等方面的法规也需要政府来制定。

2. 按照有关法律规定向风险投资企业或基金注资。采取这种模式要注意防止产生‘寻租’现象，导致腐败等问题。

3. 对风险投资企业实行税收优惠，引导其向合伙制发展。但目前我国合伙企业在税收上既要交企业所得税，合伙人还要交个人所得税，这很不合理，应有所改革。