

“ 风险投资 ” 并不仅仅是指风险资金或 “ 钱 ” ， 它的内涵远比这深远得多 ， 其实质上是指高技术产业化中一个资金的有效使用过程中的支持系统 ， 是一种科研、企业和金融有机结合的投资机制。

第一篇 理论篇

高技术及其产业的发展对现有产业的优化升级、对整个社会经济结构和效率的改善、对人民生活质量的提高、对一国经济国际竞争力和国防实力的增强等都具有极其重要的意义。

高技术产业具有高投入、高风险、高回报的特征，这使得银行等传统的投资主体望而却步，而仅靠国家财政投入是远远满足不了高技术产业化的巨大资金需求的，因此“发展高科技，实现产业化”必须采用新的投融资机制。

在美国等发达国家，伴随着高技术产业的成长壮大，风险投资应运而生。这种以股权形式投入到高技术企业创业的过程中，通过参与管理积极化解风险，通过组合投资、分散投资、分段投资以增强抗风险的能力，最终以成功的高技术企业超值的投资回报来弥补失败企业的风险损失的投资风险，恰好顺应了高技术产业化的要求。正是由于风险投资的强力支撑，使得美国的技术创新层出不穷，高技术产业兴旺发达，造就了美国经济长达 8 年的持续走强。

因此，风险投资成为当前全球科技界、企业界和金融界以及学术界共同关注的重要课题。

第一章 风险投资概述（一）

第一节 风险投资的概念

一、风险投资的涵义

1. 有关风险投资的各种表述

- ◇ 所谓风险投资，是指投资者对风险项目的投资行为；
- ◇ 风险投资顾名思义是将资金投入具有高风险的经济活动中，并期望获取高收益；
- ◇ 风险投资是指对面临技术上、市场上的高风险，但具有增长潜力的高技术企业的投资；
- ◇ 风险投资是以科学技术为基础，研究、开发、生产、经营技术密集型产品并使之产业化的投资；
- ◇ 风险投资是指在高新技术产业领域内进行的，以在企业成熟阶段获得高额资本收益为目的的投资活动；
- ◇ 凡是以高技术与知识为基础，生产、经营技术密集的高新技术产品或服务的投资，都可视为风险投资；

- ◇ 风险投资主要是指，对那些未来有可能开辟新市场而目前仍处于构想阶段的高新技术的投资；
- ◇ 风险投资是二战后随着世界高新技术革命的发展而成长起来的将高新技术转化为产品的投资活动；
- ◇ 风险投资是指投入高新技术的研究开发并使之商品化的资金，亦有人称之为创业基金或冒险资本；
- ◇ 风险投资，是指专门的风险投资资源为获巨额利润将风险资本投放于高技术产业化过程中的投资行为。

这些表述实际上包含了两种类型的风险投资，即广义的风险投资和狭义的风险投资。前两项指的是广义的风险投资，后面的内容指的是狭义的风险投资。

2. 广义的和狭义的风险投资

广义的风险投资泛指一切具有高风险和高潜在收益的资本投资。例如，一个石油钻探项目，由几家投资者共同购买石油探测设备，进行钻探，由于存在着相当大的风险，同时也有相当高的潜在收益，因此属于这一类风险投资。狭义的风险投资则指专门用于购买在新的思想和新技术方面独具特色的小企业的股份，并以股东的身份参与创新小企业的建立和管理。简言之，就是专门用于高技术、新技术小企业的创建的资本投资。由于高技术的开发具有很大的风险，同时也具有相当高的潜在

收益，所以称之为风险投资。现在，人们通常所说的风险投资，如果不加特殊的限定，一般就是指狭义的概念，即高技术风险投资。

3. 风险投资界定

联合国经济合作与发展组织在 1983 年召开的第二次工业发达国家投资方式研讨会上指出：“凡是以高技术与知识为基础，生产与经营技术密集的高技术产品或服务的投资，均可视作风险投资。”

根据欧洲投资银行的研究，风险资本指为形成和建立专门从事某种新思想或新技术生产的小型企业而以持有一定的股份形式承诺的资本。

按照西方的理解，风险投资是指对具有技术上、市场上的高风险，但增长潜力大的高技术企业的投资。国际风险投资界认为，“风险投资”并不仅仅是指风险资金或“钱”，它的内涵远比这深远得多，其实质上是指高技术产业化中一个资金的有效使用过程中的支持系统，是一种科研、企业和金融有机结合的投资机制。这个支持系统由风险投资公司、风险企业、风险资本和风险技术 4 个部分组成。风险投资公司是专门筹集和投放风险资本的金融企业。

因此，我们认为风险投资是指为获取高技术成功的巨大收

益，而愿冒一定风险将资本以股权形式投入到成长中的高技术风险企业，并参与风险企业的创建与管理，待风险企业成熟后出售股权，收回投资的一种新型投资机制。

二、风险投资的过程

风险投资的全过程可以简述如下：一个高技术创业者在完成了实验室研制任务并取得成果后，需要资金以使高技术成果转变为实用产品，于是多方筹措资金；风险投资公司在评估了该项目的市场价值、成功可能性和所需资金及竞争状况后决定投资。这样，高技术创业者以技术入股，风险投资公司以资金入股共同组成一个高技术风险企业，双方共同经营，风险投资公司往往在财务、经营、市场开拓方面给风险企业以支持。失败了，双方都损失，一旦成功，效益往往很高，几倍以至几十倍于初始投资。这时风险投资公司便以分红或者高价出让股权的形式收回投资。当然它也可以继续投资扩大其生产规模，直到企业股票上市后高价出售其股票。此时，企业已经相当稳定，其资金问题可通过银行解决。可见，风险投资公司在资金上填补了个人集资到银行贷款中间的空档；从技术创新过程看，则正好解决了高技术成果从实验室向正规生产转移可能发生的断层，这也就是风险投资的特殊功能所在。

高技术产业是一种高投入、高风险和高收益的产业，在其成长的不同阶段，投资的风险程度各异。通常高技术的发展要经过成果化、商品化、产业化和国际化 4 个阶段，投资的风险随着各阶段的递进呈不同程度的减弱趋势。由于存在种种风险，风险投资失败率常在 60%左右。然而，风险投资一旦成功，成功企业在一定时期具有技术和价格的垄断优势，将会带来数倍于投资额的经济收益，这使得风险投资的平均收益在 30%左右，大大高于一般的投资利润率，这是投资者青睐风险投资的直接动机。

风险投资家进行风险投资时，一般都要求极高的投资回报，投资的时期越早，所要求的回报率越高，不仅要求能弥补他们的风险损失，而且要求能够达到其预期的投资目标。一般说来，投资于早期的企业，投资者要求 50%左右的年回报率；对于成长中期的，年回报率要求在 30%~40%；对于即将上市的企业，年回报率要求在 25%~30%¹。

三、风险投资与一般投资的比较

风险投资不同于一般投资，它的特点是智力与资金紧密结

¹ 徐文通等。新的技术革命与固定资产投资问题研究。北京：展望出版社，1987年，第 253 页。

合。风险投资的对象主要是高技术企业。它承担着投资项目中技术开发与市场开拓的风险，因而，它以严格的项目选择、评审，并参与该项目的管理，来尽可能地减少风险性；它以投资组合所取得的综合经济效益来保证资金的回收，即以某些项目的高额回收补偿另一些项目的风险亏损，从而维持收支平衡，在此基础上再逐步发展。

1. 风险投资与传统的实业投资

风险投资不同于传统的实业投资，表现在以下 10 个方面：

(1) 特殊的投资审查方式。传统投资的可行性论证都是把重点放在财务分析和物质保证方面，而风险投资考虑的首要因素是投资项目的科技含量和合作者的素质；传统投资都尽量避免风险，而风险投资却甘愿冒风险，确信风险与收益成正比，所追求的首先是风险收益，其次才是投资收益。

(2) 特殊的投资方式。传统投资主要是以资金形式投入，并有固定的偿还期限，收益形式以利息为主，而风险投资以股权投资投入为主，在投资期间还关注管理，待风险项目开发成功后，便按其股份取得投资收益，事先没有确定的回收期。

(3) 特殊的投资支付方式。传统投资资金通常是一次性支付或时间确定的分期支付，而风险投资则通常事先没有确定的投资总量和准确的投资期限，往往是根据风险企业的发展态

势，分阶段追加投资和支付款项。

(4) 风险投资机构与风险企业之间的特殊关系。传统投资在投资之后，并不过问所投资企业的经营策略，只关心企业的财务状况，以保证其投资如期回收；而风险投资机构在进行风险投资之后，往往十分关注风险企业的一切活动，包括为风险企业提供各方面的咨询和技术建议，甚至推荐人才参与风险企业的经营与财务管理。

(5) 风险投资更注重投资的长期收益或社会效益。传统投资往往是注重确定期限内的经济收益，由于高技术产业的投资回报周期长，一般在 3~8 年或更长，所以风险投资十分看重发展潜力大的项目和企业。

(6) 风险投资更注重分散风险。风险投资具有高风险性，它对所开发的高技术项目能否成功，成功后能否转化为新产品正式投产，以及投产后销路如何等，均无十分把握。它承担着创业企业在技术开发和市场开拓中的风险，因此要注意分散风险。一般是采取同时、多项跨领域投资，且风险投资往往采取联合投资的方式，一般不以单独出资的形式出现，以避免过大的风险损失。

(7) 风险投资集中于高技术产业的创建和新产品的研究开发。一般投资则主要投资于成熟技术领域的企业，侧重于生

产较为定型的产品，着眼于经营。

(8) 风险投资有明显的周期性。在创始阶段，企业往往出现亏损；在发展阶段，随着产品开发成功和市场的不断开拓，此时竞争者不多，产品能以高价格市场中销售；进入成熟期，生产者逐渐增多，超额利润消失，风险投资者此时则要清理资产，撤出资金去从事其他新项目的风险投资。

(9) 风险投资以投资综合经济效益保证资金回收，即以某些项目的高额利润补偿另一些项目的风险亏损，从而在维持收支平衡并在获得盈利的基础上得以发展。

(10) 风险投资的合作对象多以高技术中小企业为主。

2. 风险投资与银行信贷

风险投资不同于银行信贷，表现在以下 4 个方面：

(1) 获利手段不同。银行以贷款利息获利，注重投资的安全性，尽量避免风险；而风险投资则多采取参股的形式投资到高技术创业企业，从红利和卖出股份中获利。

(2) 操作方式不同。风险投资由于其投资对象的风险性，迫使投资者对资金的使用十分慎重，一般是选择有发展前景的高技术项目，并对这些项目的可行性进行详细地分析和研究，然后才进行投资。银行信贷注重贷款前的资信评估，企业要有良好的信用记录。

(3) 投资期限不同。风险投资是中长期投资。从投资到回收一般需要 3~8 年的时间, 平均为 7 年左右, 而且在投资期间, 风险投资者还需要配合创业企业的发展阶段, 给以不同性质的资金融通。而银行信贷通常是中短期融资, 注重现金回报, 强调资金的流动性。

(4) 参与程度不同。为减低投资风险, 提高投资的成功率, 一旦进行投资, 风险投资者不仅要参与创业企业的董事会, 对创业企业的发展进行实地管理和经营, 而且还要提供各种专业性的服务, 以帮助创业企业顺利运营。而银行信贷是债权债务关系, 一般不介入企业的经营活动, 银行只要求企业按期还款。

总之, 从一个新思想的形成到风险企业的创办, 从新产品的研制到市场开发, 直至创业企业的成熟, 风险投资起着一般银行信贷起不到的作用。

3. 风险投资与证券投资

证券投资由于具有投机性和虚拟性, 常常蕴涵着较大的风险, 也常称为风险投资。

我们这里讨论的风险投资主要是指高技术产业化过程中的实业投资, 它与证券风险投资具有很大差别。

(1) 经济含义不同。风险投资是具有经济学意义上的投资, 它将储蓄性资金转化为生产性资本, 是经济增长的重要源

泉；而在证券流通市场上进行的证券投资，不是具有宏观经济学意义上的投资，只是一种虚拟资本的流通，是一种资源的转移和再分配，而没有增加物质资本存量。

(2) 风险的来源与性质不同。高技术投资有技术风险、市场风险和管理风险等，而证券投资主要是经营风险和市场风险。

(3) 风险评价方法不同。高技术风险投资采用概率估测风险发生的可能性和可能的风险损失，而证券投资通过资产组合定价模型进行风险估计。

(4) 规避风险的方法不同。高技术投资通过严格评审、筛选项目、参与管理、协助企业成长，来规避投资风险；证券投资，利用证券组合和资产定价模型，对上市公司财务报表进行分析、研究。

(5) 流动性不同。高技术风险投资属实业投资，投入资金不能随时变现，需经过数年苦心经营，获得成功后在产权市场和股票市场上转让；证券投资可随时变卖，具有良好的流动性和变现能力。

(6) 投资收益不同。高技术风险投资的平均收益要远远高于证券投资。据美国的统计数据，前者是后者的两倍。

第二节 风险投资的发展简史

风险投资最早起源于 19 世纪末的美国，当时主要是私人或银行家提供资金，投资到钢铁、石油、铁路等新兴产业而获得巨额利润。直到 1946 年美国的研究与开发基金（American Research Development，缩写为 ARD）的建立，才标志着风险投资正式登上历史舞台。其后风险投资活动席卷了整个西方发达国家，并且由最初的原材料投资过渡到以高技术风险投资为主的方式，加快了西方国家的高科技发展进程。以美国为例，20 世纪 70 年代以前风险投资额不足 1 亿美元，到 80 年代中期已增长到近 200 亿美元。仅 1995 年，就有 1586 家企业得到了风险投资的支持，其中投向高技术企业的资金约占其风险投资总额的 60%~70%¹。美国有许多高技术成果在转化为商品的过程中都得到过风险投资的支持，特别是在信息技术及生物技术领域内。可以说，美国能够保持高技术成果转化的高比率，高技术企业发展的高速度，风险投资是最主要的促进因素。近年来，工业发达国家基于风险投资在促进高技术成果转化为现

¹ 成思危主编。科技风险投资论文集。北京：民主与建设出版社，1997年，序言。

实生产力过程中的关键作用，无不纷纷采取各种政策和措施，大力发展和鼓励风险投资，使风险投资活动在体制完备、机制灵活、政策宽松的社会经济环境下日趋活跃，为高技术成果的商品化、产业化活动提供了充足的资金保证。到 90 年代初期，欧共体布鲁塞尔风险投资协会成员已发展到 120 多个。

一般认为：风险投资经历了下列 4 个阶段。

(1) 1946 年第一家风险投资公司 ARD 成立，是风险投资业发展史上的第一块里程碑，因为 ARD 不同于全盘由私人投资，而是由公司出面筹集并向新兴的机械和技术为主的公司提供风险投资。

(2) 1958 年美国小企业管理局 (Small Business Administration, 缩写为 SBA) 成立是风险投资业发展史上的第二块里程碑，因为美国联邦政府为它提供了低息资本，并对风险资本的税收作出特殊规定。

(3) 20 世纪 80 年代初，风险投资业进入一个全新的发展阶段，即高技术风险投资阶段。此时风险投资有了两个重大变化，一是投资取向转向高技术产业化环节，二是风险投资不仅在发达国家继续发展，而且在发展中国家开始迅速形成。

(4) 20 世纪 80 年代中期，风险投资业进入一个高速发

展的时期，此时风险投资业有两个重大变化：一是各国政府制定一系列优惠政策，风险投资业的发展得到了强大的外界推动力；二是各类风险投资基金纷纷设立，使风险投资基金成为风险资本的主要形式。当前风险投资业呈现一个新的态势，即风险投资国际化，发达国家的风险投资机构纷纷在国际上设立分支机构，进行国际化投资。

风险投资在今天已遍及所有先进国家、新兴工业国、以及部分发展中国家，其与各国高技术产业发展策略密切结合，形成一股推动高技术产业发展的全球风潮。

第三节 风险投资的特点

风险投资是金融业的一种变革，它不同于传统的资本投资形式，具有 3 个显著的特点。

一、资金加管理

风险投资不仅投入资金，而且投入管理。这与传统金融投资只提供资金求得投资收益而不过问企业经营管理的方式截然不同。风险投资者完全把“宝”押在风险企业的成功上，没有任何保险或抵押。风险投资者在高技术风险企业的创建过程中，从产品（服务）的设想到商业化生产，从经理的人选到机