

论建立我国风险投资体系

(目录)

Abstract.....	4
前言 (含内容提要)	9
一、论文选题的思考.....	9
二、论文的基本思路和主要内容.....	10
三、论文的主要特点.....	11
第一章 风险投资——投资新概念.....	13
一、风险投资：以高技术、高风险、高收益为特征.....	13
(一) 高科技.....	13
(二) 高风险.....	14
(三) 高收益.....	15
(四) 创业投资.....	15
二、风险投资：是一种投融资.....	16
三、风险投资：资金、技术与管理的结合.....	17
(一) 积极参与管理，为企业提供增值服务.....	17
(二) 风险投资参与企业管理的实证研究.....	18
四、风险投资与其他相关投资的比较.....	20
(一) 风险投资与产业投资.....	20
(二) 风险投资与证券投资.....	21
(三) 风险投资与银行信贷.....	23
第二章 风险投资——美国“新经济”的推动器.....	25
一、风险投资与硅谷奇迹.....	25
二、美国风险投资的产生和发展.....	27
三、风险投资对美国“新经济”的推动作用.....	30
(一) 促进高新技术产业的崛起和发展.....	30
(二) 促进产业结构的优化和升级.....	32
(三) 创造就业机会，缓解就业压力.....	33

四、 启示.....	33
(一) 科技创新是根本.....	33
(二) 高新技术必须产业化.....	34
(三) 科技创新和高新技术产业化需要风险投资.....	34
(四) 风险投资的发展需要政府的支持.....	35
第三章 建立我国风险投资体系.....	36
一、 我国风险投资发展的简单回顾.....	36
二、 我国风险投资发展的障碍分析.....	37
(一) 缺乏充足的风险资本.....	37
(二) 缺乏真正的高新技术风险企业和高素质的风险企业家.....	39
(三) 缺乏远见卓识的风险投资家.....	39
(四) 缺乏良好的风险投资运作环境.....	40
三、 风险投资体系及其构成要素.....	42
(一) 建立我国风险投资体系的必要性.....	42
(二) 建立我国风险投资体系的基本原则.....	43
(三) 风险投资体系及其构成要素.....	44
第四章 培育风险投资主体.....	46
一、 风险投资者：风险资本的来源.....	46
(一) 国外风险资本的来源.....	46
(二) 我国风险资本来源分析.....	48
(三) 风险资本的筹集方式.....	53
二、 风险投资公司：风险资本的经营.....	53
(一) 风险投资公司的类型.....	53
(二) 我国风险投资机构模式的选择.....	56
(三) 有限合伙制风险资本的规模.....	60
三、 风险企业：风险资本的运作.....	60
(一) 风险企业的基本特征.....	60
(二) 风险投资对风险企业融资的优点.....	61
(三) 我国风险企业的现状.....	62
(四) 发展我国风险企业的思路.....	64
第五章 完善风险投资中介机构.....	71
一、 市场中介的理论分析.....	71
(一) 市场经济需要中介机构.....	71

(二) 中介机构在市场经济中的作用.....	72
(三) 中介机构的类型.....	74
二、 风险投资中介机构及其作用.....	74
(一) 风险投资项目推介机构.....	75
(二) 科技项目评估机构.....	77
(三) 投资银行.....	79
第六章 建立风险投资退出机制.....	80
一、 风险投资退出的方式.....	80
(一) 公开上市.....	80
(二) 企业并购.....	81
(三) 破产清算.....	82
二、 二板市场——风险投资的最佳退出场所.....	82
(一) 二板市场及其特点.....	82
(二) 国际上二板市场的主要模式.....	84
(三) 美国 NASDAQ 市场及其成功的经验.....	85
三、 建立我国风险投资退出机制的探讨.....	87
(一) 建立我国二板市场的构想.....	87
(二) 规范场外交易市场.....	90
第七章 政府在风险投资体系建设中的作用.....	91
一、 政府介入风险投资的必要性.....	91
二、 国外政府支持风险投资的有益经验.....	91
三、 政府在风险投资中的最佳角色分析.....	92
(一) 目前有关政府作用的观点及评价.....	92
(二) 政府在风险投资中的最佳角色.....	93
四、 我国政府在风险投资中存在的主要问题及对策.....	96
主要参考文献.....	98
后记.....	100

ABSTRACT

The 21st century shall be an age of knowledge economy. This is inevitable for the development of human society. To get ready for the challenges of the knowledge economy is the only choice for China in the 21st century. Comrade Jiang Zemin points out: "In the world of today, the scientific and technological advance characterized by information technology (IT) is changing with each passing day and the conversion of hi-tech achievements into real productivity is accelerating. The inkling of the knowledge economy suggests that a brand-new great change will take place in the human economic and social life. Every country of the world is wasting no time to formulate their development strategies for the new century, contending for the commanding elevation of science and technology, industry and economy. Facing with this situation, we must go with the stream and make the best use of it." The knowledge economy is one with the high and new technology industries as the pillar and leading industries. The development of the high and new technology industries is not only an important sign indicating the coming of the knowledge economy, but a necessity for the knowledge economy. It is the rapid development of the high and new technology industries that enables the United States to step into the age of knowledge economy first. However, China still falls far behind the developed countries in the high and new technology industries, even behind some of the developing countries. If we say that the United States has just stepped into the age of knowledge economy, then China is only at the rudimentary stage.

200 years ago, China failed to catch up with the industrial revolution represented by the mechanization, and Chinese people thus suffered humiliation for over 100 years. A backward country will be defeated. This is a great lesson we should never forget. To us, the knowledge economy accompanied by the revolution fueled with high and new technology is not only a challenge, but also a chance. The ability to seize this chance to develop will determine if China will be able to stand among the world advanced nations in the 21st century. Therefore, the basic way for China to forge ahead towards the knowledge economy is to develop high technology and realize the industrialization of high and new technology, through which we will be able to promote the readjustment and upgrading of Chinese industrial structure and raise the speed and quality of the national economic growth. This is also the inevitable choice for us to meet the challenge of the knowledge economy. The experience of the advanced countries has demonstrated that the high and new technology industries can not develop without the venture capital, and that the venture capital is an important driving force to develop high technology and realize the industrialization of high and new technology. In this sense, therefore, China is in urgent need of the venture capital.

The venture capital is a systematic project. It is an organic whole consisting of

fund raising, project appraisal and decision-making, investment and management, equity transfer and disinvestment, etc. The development of venture capital does not only require the careful operation of the venture capitalists (companies), but also fine operation conditions and environment, including adequate sources of venture capital, demand for creating investments, hi-tech enterprises or projects that will bring about rich profits for the venture capital, the capital market from which the venture capital can be withdrawn after its successful operation, and various policies, measures, laws and regulations to promote and standardize the development of venture capital. In short, the development of venture capital requires a systematic support. This support system is the venture capital system.

It is based on the above conceptions that this article is trying to make an overall and profound study on the establishment of Chinese venture capital system by drawing lessons from the experience of developed countries in their venture capital development and in light of the actual conditions in China. This article is divided into 7 chapters:

Chapter I What is Venture Capital This chapter expounds, reveals and recognizes the venture capital in three aspects: first, through theoretical analysis, this chapter explains that the venture capital is an initial capital investment by a professional investor in a newly established high and new technology enterprise that has a great potential for development but conceives a risk of heavy loss. It has the basic characteristics of high technology, high yield, high risk and initial capital investment. Next, through empirical study, this chapter shows that the venture capital is a combination of capital, technology and management. That is, the venture capital does not only provide the initial capital for the newly-established high and new technology enterprises, but also great value-added services for them to develop and grow. This is what other kinds of investment do not have or can not match. Through comparative analysis of venture capital, industrial investment, securities investment, and bank loans with respect to the objects, patterns, periods, returns and risks of investment, this chapter further improve the understanding of the venture capital.

Chapter II The Important Driving Forces of the Venture Capital to Promote Industrialization of High and New Technology and Economic Growth With empirical study of the miracle of the Silicon Valley, the development of American venture capital and the “new economy” in the United States, this chapter demonstrates that the high and new technology industries can not develop without venture capital. It is the combination of the venture capital with high and new technology that has created the miracle of the Silicon Valley in the United States, driven the development of American economy and enabled the United States to step into the “new economy” era first and lead the world economy.

Chapter III The Necessity to Establish a Venture Capital System in China

and the Basic Framework of the Venture Capital System Chinese venture capital began in 1980s. However, due to shortage of relevant factors, the development has been very slow and the venture capital is still at the beginning stage. Therefore, it does not yet have obvious effects on Chinese high and new technology industries and economic development. This chapter first analyzes the impediments to Chinese venture capital and, on the basis of analysis, shows that the development of venture capital requires a supporting system, i.e. the venture capital system. Therefore, to develop the venture capital in China, we must establish a venture capital system. Then this chapter suggests two basic principles for establishment of Chinese venture capital system: the principle of market orientation and the principle of government support. Finally, this chapter proposes the basic ideas for establishment of Chinese venture capital system, i.e. to cultivate the subjects of venture capital, improve intermediaries of venture capital, establish a mechanism for withdrawal of the venture capital, and set the rational position of the government in the venture capital system.

Chapter IV Cultivate the Subjects of Chinese Venture Capital The subjects of venture capital are the core of the venture capital system. They include venture investors (venture capitalists), venture capital institutions (expert venture investors) and venture enterprises (venture entrepreneurs). They are the direct participants in the venture capital operation and the direct bearers of high risks who shall share most of high returns from the investment. They shall decide the supply and demand for the venture capital, thus deciding the development of the venture capital. Therefore, to cultivate subjects of the venture capital is the primary task in establishing Chinese venture capital system and is where this article focuses. This chapter dwells respectively on how to cultivate venture capitalists, venture capital companies and venture enterprises in China.

Venture capitalists are suppliers of venture capital and represent the source of venture capital. The venture capital in the United States mostly come from pension funds while that in Europe from banks. On the basis of analysis of the venture capital sources in foreign countries and in consideration of the actual conditions in China, this article concludes that pensions funds and banks in China will not be able to become the major suppliers of venture capital. However, we can get venture capital from the following channels: 1. financial funds from the government; 2. institutional investors, including insurance companies, investment funds, and investment banks; 3. large corporations; 4. foreign venture capital institutions; 5 rich private investors. This chapter also analyzes the size of venture capital various kinds of potential investors can provide.

A venture capital company operates on the venture capital. Its investment manager, i.e. the venture capitalist, is the soul of the venture capital. On the basis of comparative analysis of various types of foreign venture capital institutions, this

article focuses its analysis on the operation mechanism and features of the venture capital company of limited partnership and comes to the conclusion that the venture capital company of limited partnership is the mode most recommended. Then this article analyzes and dwells on the legal obstacles restricting the application of the venture capital company of limited partnership in China as well as the qualities and sources of the required venture capitalists.

A venture enterprise is a user of venture capital and is also a source of the returns to the venture capital. In this part, this article first expounds the characteristics of the venture enterprise and then analyzes the development of venture enterprises in China. Finally, it puts forward some major measures for rapid development of venture enterprises in China: 1. to establish a mechanism for technology transfer and spread and improve the production of venture enterprises; 2. to establish and perfect the pioneering service center and the high and new technology industrial development zone and promote the development of venture enterprises.

Chapter V Improve Venture Capital Intermediaries The venture capital intermediary is both the bridge linking the subjects of venture capital and the important support to enable smooth operation of venture capital. the experience of the development of venture capital in foreign countries shows that the venture capital can not develop healthily without intermediaries. By applying the economic theories—the inefficient market theory and the inefficient government theory, this chapter first explains that market economy requires market intermediaries and dwells on the role the market intermediary plays in the market economy. On this basis, it goes on to discuss types of venture capital intermediaries with emphasis on the functions and roles played by professional venture capital intermediaries on venture capital, such as venture capital project advisors, technology project appraisers and investment bank.

Chapter VI Establish a Mechanism for Withdrawal of the Venture Capital Venture capital is a cyclical investment behavior. A sound mechanism for withdrawal of the venture capital is both the key to the success of the venture capital and a necessity to realize benign cycles of the venture capital. This chapter first dwells on the ways to withdraw venture capital and then explains that the venture capital requires a capital market, particularly the second board market intended to finance the newly-established high and new technology enterprises. Then it goes on to demonstrate the characteristics of the second board market, and observe and analyze US Nasdaq—a typical example of the second board market—and its successful experience. Finally, this chapter puts forward ideas for establishment of Chinese mechanism for withdrawal of the venture capital, i.e. to establish a multi-layer capital market system with the second board market as the backbone, and dwells on the mode and operating framework of Chinese second board market and the existing problems and improving measures for the off-the-board market.

Chapter VII The Role of the Government in the Venture Capital System

What role should the government play in the venture capital system? This is an important question. It will decide the progress and success of the building of the venture capital system. This chapter first expounds the necessity of the government to participate in the venture capital by applying the inefficient market theory. Then through empirical study, it summarizes the helpful experience of foreign governments in supporting the venture capital. Third, this chapter reviews the various viewpoints in China regarding the role of the government in the venture capital and raises the viewpoint of this article: the government should not be the pure outside factor independent of the venture capital, neither should it be the core subject of the venture capital. The government should participate in the venture capital in a limited way and plays a leading role in encouraging and standardizing the venture capital and providing a fine environment for operation of the venture capital. Finally, this article analyzes the major problems of Chinese government in the venture capital and proposes corresponding measures to solve these problems.

Key Words: Venture capital;
Venture capital companies;
Venture enterprises;
Second board market.

前言

(含内容提要)

一、论文选题的思考

21 世纪将是知识经济的时代,这是人类社会发展的 大势所趋,迎接知识经济的挑战,是我国立足于 21 世纪的唯一选择。江泽民同志指出:“当今世界,以信息技术为主要标志的科技进步日新月异,高科技成果向现实生产力的转化越来越快,初见端倪的知识经济预示人类的经济社会生活将发生新的巨大的变化。世界各国都在抓紧制定面向新世纪的发展战略,争先抢占科技、产业和经济的制高点,面对这个态势,我们必须顺应潮流,乘势而上。”知识经济是以高新技术产业为支柱和龙头的经济,高新技术产业的发展既是知识经济到来的一个重要标志,也是知识经济的必然要求,正是高新技术产业的迅速发展,才使美国率先步入知识经济时代。然而,我国高新技术产业与发达国家、甚至一些发展中的国家相比,还存在很大的差距,如果说美国刚刚步入知识经济时代的话,那么我国还仅仅处于知识经济的萌芽阶段。200 年前,以机器工业为代表的工业革命,我们未能赶上,中华民族由此饱受了 100 多年的屈辱,落后就要被挨打,这个教训是十分深刻的。伴随着高新技术革命而到来的知识经济对于我们来说既是挑战,也是机遇,能否抓住这个机遇,是我国能否在 21 世纪屹立于世界先进民族之林的关键。因此,发展高科技,实现高新技术产业化,以此带动我国产业结构的调整和升级,提高国民经济增长速度和质量,是我国迈向知识经济的根本途径,也是应对知识经济挑战的必然选择。而高新技术产业的发展离不开风险投资,风险投资是发展高科技,实现高新技术产业化的重要推动力,这是发达国家的经验所证明的,所以,从这个意义上说,我国迫切需要风险投资。

我国风险投资始于 80 年代中期,至今也有十几年了,但发展非常缓慢,对促进我国高新技术产业化的发展尚未有显著的作为,可以说目前仍是处于起步阶段,究其原因是风险投资的要素欠缺或不完善。因为风险投资是一个系统工程,它是由筹集资金、项目评估和决策、投资和管理、转让股权退出投资等环节组成的一个有机的整体。风险投资的发展,不仅需要依靠风险投资家(公司)的精心运作,更需要有良好的运作条件和环境,包括要有充足的风险资本来源、要有创造投资需求,并能为风险投资带来丰厚利润的高科技企业或项目、还要有在风险投资功成名就后退出的资本市场以及激励和规范风险投资发展的各项政策措施和法律法规,也就是说风险投资的发展需要一个系统性的支持,这个支持系统就是风险投资体系。因此,发展我国风险投资,必须建立风险投资体系。

正是基于以上思考,我决定将“建立我国风险投资体系”作为我博士论文的研究课题,当我把这一想法告诉我的导师邱华炳教授,立即得到邱老师的肯定和鼓励,从而更增强了我选择这一课题的决心和信心。此后,在邱老师的不断鼓励 and 悉心指导下,我开始了对这一课题的学习和研究,并由此形成了我的博士论文。

二、论文的基本思路和内容提要

本文试图在借鉴发达国家风险投资发展经验的基础上,根据我国的具体情况,对建立我国风险投资体系作一个较为全面、深入的研究。论文的基本思路是:

首先论述风险投资及其对高新技术产业化的作用，此安排的用心在于两个方面，一是引导认识风险投资，二是论证我国需要风险投资；在此基础上，分析我国风险投资发展缓慢的原因，由此揭示风险投资的发展需要一个支持体系，在这一结论的支持下，提出风险投资体系的构成要素及框架；最后对各构成要素逐一进行分析和探讨，从而构造一个轮廓清晰、内容充实、较为完善的风险投资体系。

基于上述思路，本文共安排七章，各章主要内容如下：

第一章，论述什么是风险投资。本章是从三个方面来阐明、揭示和认识风险投资：首先通过理论分析，阐明风险投资是一种由职业投资家对新兴的、有着巨大发展潜力，同时又蕴藏着巨大失败风险的高新技术企业所进行的创业投资，具有高科技、高收益、高风险和创业投资的基本特征；其次通过实证研究，揭示风险投资是资金、技术与管理的结合，即风险投资不仅为新兴的高新技术企业提供创业资本，而且为其发展壮大提供大量的增值服务，这是其他投资所不具有或所无法比拟的；再次通过比较分析，从投资对象、投资方式、投资期限、投资收益和投资风险等方面，对风险投资与产业投资、证券投资和银行信贷进行比较分析，从而进一步加深对风险投资的认识。

第二章，阐述风险投资对高新技术产业化和经济增长的重要推动作用。本章采用实证研究的方法，通过对美国硅谷奇迹、美国风险投资的发展以及美国“新经济”的考察，论证高新技术产业的发展离不开风险投资，正是风险投资与高新技术的结合，创造了美国硅谷的奇迹，牵引着美国经济的发展，从而使美国率先步入“新经济”时代，成为世界经济的领头羊。并由此总结出四点启示。

第三章，阐述建立我国风险投资体系的必要性并提出风险投资体系的基本构架。我国风险投资始于 80 年代中期，由于相关要素的欠缺，发展非常缓慢，至今仍处于起步阶段，因而对我国高新技术产业及经济的发展尚未有明显的作为。本章首先对我国风险投资的障碍进行分析，由此阐明风险投资的发展需要一个支持系统，这就是风险投资体系，因此，发展我国风险投资，必须建立风险投资体系；接着阐述建立我国风险投资体系的两个基本原则，即市场主导的原则和政府扶持的原则，最后提出建立我国风险投资体系的基本构想，即培育风险投资主体、完善风险投资中介机构、建立风险投资退出机制以及政府在风险投资中的合理定位。

第四章，培育我国风险投资主体。风险投资主体是风险投资体系的核心，主要有风险投资者（风险资本家）、风险投资机构（风险投资家）和风险企业（风险企业家），他们是风险投资最直接的参与者，也是高风险的直接承受者和高收益的主要分享者；他们决定着风险投资的供求，从而也决定着风险投资的发展，因此，培育风险投资主体是建立我国风险投资体系的首要任务，也是本论文研究的重点。本章分别就如何培育我国的风险投资者、风险投资公司及风险企业进行探讨。

风险投资者是风险资本的供应者，代表风险资本的来源。美国风险资本主要来源于养老基金，欧洲则主要来源于银行，论文在分析国外风险资本来源的基础上，根据我国目前的实际情况，认为我国的养老基金和银行目前难以成为风险资本的主要供应者，但可以从以下几个方面开辟风险资本的来源渠道：一是政府财政资金；二是机构投资者，主要包括保险公司、投资基金和投资银行等；三是大企业公司；四是国外风险投资机构；五是富有的个人投资者，并对各潜在投资者所能提供的风险资本规模进行分析。

风险投资公司是风险资本的经营者，其投资经理即风险投资家是风险投资的

灵魂。论文在对国外各种类型的风险投资机构进行比较分析的基础上,着重分析了有限合伙制风险投资公司的运作机制及其特点,认为有限合伙制风险投资公司是值得推崇的模式,并对有限合伙制风险投资公司在我国应用的法律障碍及其所需要的风险投资家的素质和来源进行分析和探讨。

风险企业是风险资本的使用者,也是风险投资收益的源泉。在这部分,论文首先阐述了风险企业的特点,接着分析我国风险企业的发展状况,最后提出促进我国风险企业迅速发展的主要措施:一是建立技术转移和扩散机制,促进风险企业的产生;二是建立和完善创业服务中心和高新技术产业开发区,促进风险企业的发展。

第五章,完善风险投资中介机构。风险投资中介机构既是联系风险投资主体之间的桥梁,也是风险投资得以顺利进行的重要依托,国外风险投资发展的经验表明,风险投资的健康发展离不开中介机构。本章首先运用经济学理论即市场失效和政府失效的理论,阐述市场经济需要市场中介并论述了市场中介在市场经济中的作用,在此基础上讨论风险投资中介机构的类型,重点就专业性风险投资中介机构,如风险投资项目推介机构、科技项目评估机构和投资银行对风险投资的功能作用进行分析和探讨。

第六章,建立风险投资退出机制。风险投资是一种周期性的投资行为,健全风险投资退出机制,既是风险投资取得成功的关键,也是实现风险投资良性循环的必要条件。本章首先论述了风险投资退出的方式,由此阐明风险投资需要资本市场,特别是专门为新兴的高新技术企业提供融资服务的二板市场;接着阐述二板市场的特点,并对二板市场的典范——美国 NASDAQ 市场及其成功的经验进行考察和分析;最后提出建立我国风险投资退出机制的构想,即建立以二板市场为主的多层次资本市场体系,并对我国二板市场的模式、运作框架及场外交易市场存在的问题和改进的措施进行具体的探讨。

第七章,政府在风险投资体系中的作用。政府在风险投资体系中应当充当什么角色?发挥什么作用?这是一个非常重要的问题,它关系到风险投资体系建设的进程与成败。本章首先运用市场失效的理论阐明政府参与风险投资的必要性;其次通过实证研究,总结国外政府支持风险投资的有益经验;第三对国内关于政府在风险投资中的角色的各种观点进行评析并提出本文的观点,即政府不应当是独立于风险投资之外的纯外部因素,亦不可能成为风险投资的核心主体,而应当是有限制的直接介入,在鼓励和规范风险投资,为风险投资创造一个良好的运作环境方面起主导作用,最后分析目前我国政府在风险投资中存在的主要问题并提出相应的对策。

三、论文的主要特点

本文在研究的角度、重点以及方法上有以下几个特点:

1、从建立我国风险投资体系这一新的角度来研究风险投资。自 98 年政协“一号提案”唤起了政府和国人对风险投资的关注和热情,一些有关风险投资的论著也相继出现,但这些学术研究大都是从如何进行风险投资的运作这一角度来研究风险投资,而本文则是从风险投资体系这一角度来研究风险投资,其区别在于前者注重研究风险投资的内在规律和要求,后者在研究风险投资内在规律和要求的基础上,重点研究如何创造适合风险投资发展规律和要求的外界环境,完善风险投资的运作机制,从而促进风险投资的迅速发展。

2、在借鉴国外风险投资成功经验与失败教训的基础上,重点研究如何发展

我国的风险投资。目前国内的研究大多是介绍国外的风险投资，而联系我国的比较少。本文则紧紧抓住发展我国风险投资这一主题，对国外风险投资的研究，目的不是介绍，而是要归纳、总结出其可供我国借鉴的经验教训，作为发展我国风险投资的铺路石；同时不是简单照搬，而是注重联系我国的实际，探讨建立适合我国风险投资发展的支持体系，以求所提出的对策措施对我国风险投资的发展有一定的指导作用和实践价值。

3、力图有所创新。无论在风险投资体系的整体构架上，还是在对各要素的具体阐述中，如关于风险资本的来源、风险投资机构的模式、风险投资中介机构的设置、退出机制的建立以及政府在风险投资中的最佳角色等问题的论述中都有提出自己的见解。

4、在研究方法上注重理论分析与实证研究相结合，运用经济学理论、产业理论、技术创新理论对风险投资进行理论上的分析和阐述，同时大量的考察国内外风险投资实践，以此进行论证。此外，也注重采用比较分析和综合归纳的方法，这在各章都有体现。

论建立我国风险投资体系

郑荣鸣

第一章 风险投资——投资新概念

众所周知，投资是指一定的社会主体为了获取未来预期的收益而将一定的收入转化为资本（或资产）的行为。具体地说，有直接投资、间接投资、产业投资和证券投资等。但不论何种投资都有两个共同点：（1）以获取一定收益为目的。当然，投资收益的内容是多方面的，有财务收益也有社会收益。财务收益可以用价值尺度计量，如利润、债息和股利；而社会收益则不一定能用价值尺度准确计量，如增加就业、改善环境等。（2）必须承担一定的风险。因为投资是资本的垫付活动，从垫付资本到获利需要一个或长或短的时间间隔，所以投资所能获取的收益是未来预期的收益，而在这一时间间隔中，由于政治、经济、技术、自然、心理等众多因素的变化，使得预期收益具有不确定性。收益性和风险性构成了投资的内在动力和约束机制。因为如果无需承担任何风险就可获得收益的话，那么投资者就会有一种永无止境的扩张冲动（当然还应受资本额的限制）；相反，如果风险是确定的，而无收益的可能性，投资者就会停止投资。所以，只有在收益和风险并存的条件下，投资行为才能得到有效的调节。可见，任何投资都是有风险的，那末风险投资又是什么样的一种投资呢？

一、风险投资：以高技术、高风险、高收益为特征

风险投资是由英文 Venture Capital 译成的，目前国内有几种不同的译法，有的将其译为“创业投资”，也有的译为“产业投资”等。我认为“风险”二字较能准确地表达出“Venture”一词的真正含义。“Venture”的英文解释是：“course of action (esp. in business) of which the result is uncertain and there is risk of loss or failure as well as chance of gain or success.”即指从事某种具有不确定性结果，可能遭受损失或失败，也可能取得成功的行为。而汉语的所谓“风险”指的是一种不确定性，这种不确定性既蕴含着机会也蕴含着威胁，机会引诱人们去冒险；威胁则唤醒人们警觉，设法回避、减轻、转移或分散。可见，“Venture”与“风险”具有相同的含义。严格地说，“Venture Capital”的准确翻译应是“风险资本”，但由于我们对“Venture Capital”的研究并不局限于风险资本上，更重要的是在于如何对风险资本进行运营，即研究运用风险资本所进行的投资活动，故本文将其译为“风险投资”。

风险投资（Venture capital）除了具有一般意义上的投资内涵外，主要特指以高科技、高风险和高收益为特征的创业投资行为。

根据美国全美风险投资协会的定义，风险投资是一种由职业金融家向新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业投入权益资本的行为。

欧洲风险投资协会定义风险投资为一种由专门的投资公司向具有巨大发展潜力的成长型、扩张型或重组型的未上市企业提供资金支持并辅之以管理参与的投资行为。

联合国经济合作与发展组织 24 个工业发达国家在 1983 年召开的第二次投资方式研讨会上认为，凡是以高科技与知识为基础，生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资，都可视为风险投资。

我国 1998 年政协一号提案《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》对风险投资的定义是：风险投资是一种把资金投向蕴藏着失败危险的高技术及其产品的研究开发领域，旨在促使新技术成果尽快商品化，以取得高资本收益的一种投资行为。

从上述权威机构对风险投资的定义可见，与一般的投资行为相比较，风险投资具有以下几个基本特征：

（一）高科技

风险投资的主要领域是高新技术产业，为高新技术企业的创建和高新技术产品的研究开发提供资金支持。何谓高新技术产业？高新技术产业的核心内容是高新技术。高新技术（High Technology）这一概念源于美国文献，迄今尚无统一的定义，据 1983 年首次收录该词的美国《韦氏词典》，高新技术的定义是“使用或包含尖端方法或仪器用途的技术。”日本学者认为，高新技术是指当代的尖端技术，它是提高现有商品功能的必要的中心技术，能赋予产品以新功能的主导技术和构成下一代产品基础技术的总称。我国国防科工委将高新技术定义为“处于当代科学技术前沿的，对发展生产力，促进社会文明，增强国防实力起先导作用的新技术群。”可见，高新技术指的是当代新兴的、先进的科学技术。高新技术产业是以高新技术为最重要资源依托，进行研制、开发、推广和应用所形成的企业群或企业集团的总称，是把生产过程和最终产品建立在当代科技领域的前沿技术基础上的一类产业。目前主要是指信息产业（包括计算机软硬件、电子、通讯）、生物工程、新能源、新材料、空间和海洋技术等领域。高新技术产业具有知识密集、技术密集和人才密集的特点。美国是世界上风险投资最发达的国家，其风险资本有 80% 以上是投向高新技术产业，尤其是对信息产业的投资占风险投资的 60%（参见图表 1-1），由此造就了一大批驰名世界的高科技企业，如数据设备公司（DEC）、英特尔公司(Intel)、康柏计算机公司(Compaq)、戴尔公司(Dell)、微软公司(Microsoft)、苹果电脑公司(Apple)、雅虎公司(Yahoo)等。目前，美国有风险投资机构 4000 多家，投资规模高达 600 多亿美元，每年有 10000 多个高技术企业或项目得到风险资本的支持，美国硅谷的奇迹，美国高科技产业的发达在很大程度上应归功于风险投资。

图表 1-1 美国风险投资的领域分布

年 份	1995	1996	1997
风 险 投 资 领 域	投资额 (%)	投资额 (%)	投资额 (%)
信息产业 (包括计算机、电子、通信)	57.6	59.2	61.1
生物工程 (包括医疗保健、技术设备、信息系统)	28.3	26.0	24.8
其他 (包括消费、零售服务)	14.1	14.8	14.1
总 计	100	100	100

资料来源：www. Ventureone.com

(二) 高风险

风险投资的高风险性是由其投资对象的性质所决定的。由于风险投资的主要领域是高新技术产业,其企业的创建和产品的研究开发都是建立在传统科学的突破和技术创新的基础上,所以产品的研究开发能否成功具有很大的不确定性,即存在着巨大的技术风险;同时,由于其产品是前所未有的,具有不可比性,能否推向市场,能否为市场所接纳,其市场前景如何也是个未知数,即存在着巨大的市场风险。据美国的一项统计资料表明,高科技企业只有 60%左右的研究开发计划在技术上获得成功,而在技术上获得成功的高科技研究开发计划只有 30%能够推向市场,而推向市场的高技术产品中仅有 12%最终获得成功。由于投资对象的高风险性,决定了风险投资的高失败率。据国外统计,一般由风险投资支持的风险企业 20%~30%完全失败,60%受挫,仅有 5%~20%获得成功,可见风险投资的高风险性,风险资本也由此而被称为“勇敢的资本”。

(三) 高收益

风险投资是一种高风险的投资行为,而高风险必然伴随着高收益。因为风险资本大多投向高新技术项目,其技术含量高,劳动的增值性强,因而产品具有很高的价值;同时由于其产品的技术性、创造性、新颖性和先进性,一段时期内鲜有竞争对手,因而可以获得高额的垄断利润。所以,虽然风险投资的成功率很低,但一旦成功,其收益率确是惊人的。据美国 1982 年对 218 家风险企业的调查,在成功项目中有 60%的项目收益率超过 100%,有的高达 1000%以上,足以弥补失败项目所招致的损失。例如,美国风险投资家马克库拉 1976 年向苹果公司投入 9.1 万美元的风险资本,到 1980 年苹果公司公开上市,其所持有的股份价值就增至 1.54 亿美元,为其投入 9.1 万元风险资本的 1692 倍!假定他有 910 万元的风险资本,即使其风险投资的成功率仅有 1%,仍可获得 1.54 亿美元的收益,扣除 9.1 万美元的风险资本,纯收益为 15390.9 万美元,4 年平均年收益率为 417.8%! 据统计,美国股票的长期平均年回报率为 9%~15%,国债为 5%~6%,而风险投资的长期平均回报率可达 20%,远远超过金融市场的平均回报率。风险投资家所追求的正是这种潜在的高收益,也正是这种潜在的高收益,激励着风险投资家“明知山有虎,偏向虎山行”。

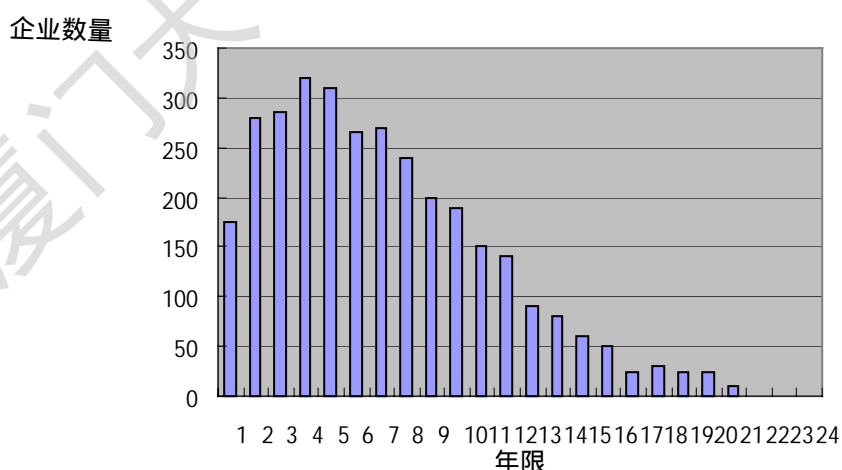
(四) 创业投资

风险投资对高科技企业的资金支持主要集中在创业阶段,即对风险企业进行

假定当时美元存款利率为 5%, 则: $[15390.9 - (910 \times 5\% \times 4)] \div 4 \div 910 = 417.8\%$

培育，帮助其成长。一个企业的成长即创业通常需要经过种子期、创立期、扩张期和成熟期四个阶段：在种子期，企业可能仅仅拥有一个创意、一项专利或一项新发明、新技术，此时企业需要一笔资金进行新产品的研究开发，验证其创意或发明商品化的可行性，这一阶段虽然资金的需求不会很大，但存在着巨大的技术性风险，且无经济效益可言，因而一般投资者与银行等传统的融资机构不会介入；创立期即新产品研制开发成功，企业需要购买生产设备试投产，并着手建立营销网络以实现产品的经济价值，这一阶段资金需求量比较大，通常是数十倍甚至上百倍于种子阶段，但此阶段由于企业尚无经营记录，也无可供抵押的资产，同时不仅技术风险没有消失，还增加了市场风险、管理风险、和财务风险等，因而以追求利润最大，风险最小原则的银行信贷同样也不会轻易涉足；成长期即在试投产的基础上开始批量生产以提高产量和销量，因而需要更多的资金投入，这一阶段企业虽然有一定的经营业绩，但尚未达到盈亏平衡点及上市标准，且创立期的各种风险依然存在，使得企业仍然难以从银行或金融市场上取得资金融通；成熟期，此时企业已有较为得意的经营业绩，经营规模与财务状况接近上市标准，各种风险也较为减弱，其发展潜力已充分展现出来，银行及其他金融机构由于看到了企业良好的市场前景乐意为其融通资金。可见，企业在创业阶段，特别是创业前期和中期，风险最大，资金需求最迫切，但又最难以从传统的融资渠道融通资金，因而成为高新技术产业化的瓶颈，风险投资正是为解决高新技术企业在创业阶段对资金的需求与传统融资方式资金供给缺口之间的矛盾而产生的。扶持新兴企业，帮助其创业，由此获取高收益，这既是风险投资的内在追求，也是当代经济发展赋予风险投资的使命。一旦企业创业成功，风险投资家便会通过各种途径（转让或在金融市场上抛售股票）收回资本，同时带着丰厚的利润和显赫的功绩退出风险企业，以更强的投资能力和更大的雄心去寻求新的风险投资机会，扶持新的高科技企业，从而推进高科技产业化的进程。所以，从风险投资的阶段性来看，风险投资具有创业投资的性质特征，正因为如此，国内也有人将风险投资称为“创业投资”。（图 1-1 是 1996 年美国风险投资注入时企业已经经营的年限）。

图1-1 1996年美国风险投资注入时企业已经经营年限的情况



资料来源：转引自李伯亭：《风险投资》，企业管理出版社（1999）第 79 页。

二、风险投资：是一种投融资

风险投资从表面上看是一种投资行为，事实上风险投资并非单纯的投资，还

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库