

英美风险投资宏观比较及启示

吴 峰

(陕西省软科学研究所, 西安 710004)

摘 要: 风险投资对于加速科技成果的转移转化和产业化, 加快培育战略性新兴产业, 促进全社会创新创业等具有重要意义。本文在分析研究英国科学、技术与艺术基金 (NESTA) 最新一份关于英国与美国风险投资比较报告的基础上, 提出中国发展风险投资的思考和建议。包括: 风险投资资金来源多样化发展对风险投资市场培育具有积极作用; 利用世界对中国风险投资积极评价的“东风”, 打造中国风险投资高地; 政府应从多层次、多渠道、全方位培养投资经理人; 前期投资重在技术团队的建立, 后期投资重在退出机制的形成。

关键词: 英国; 美国; 中国; 风险投资; 战略新兴产业

中图分类号: F835.614.8; F837.124.8 **文献标识码:** A

DOI: 10.3772/j.issn.1009-8623.2012.02.008

风险投资的发展对于加速科技成果的转移转化和产业化, 加快培育战略性新兴产业, 促进全社会创新创业等都具有重要意义。党的十六大、十七大确定自主创新战略、建设创新型国家目标以来, 我国加速了重点领域布局, 加大了科技投入。目前, 已具备了在新兴产业占据某些制高点、接近一些前沿和做大若干领域的基础。将这些潜在的优势变为现实的优势, 风险投资可以发挥重要的作用, 同时也是风险投资难得的发展机遇。

围绕国内形势与需求, 本文重点结合英国科学、技术与艺术基金 (NESTA) 最新报告《漂移大西洋: 英美风险投资绩效比较》(Atlantic Drift: Venture Capital Performance in the UK and the US, 是本文数据的主要来源), 进行解读和分析, 并提出对中国发展风险投资的建议。

一、风险投资——技术创新的引擎

(一) 基本概念界定

风险投资又被称为创业投资 (venture capital), 从广义上讲主要是指向初创企业提供资金支持并

取得该公司股份的一种融资方式。风险投资是私人股权投资 (private equity) 的一种形式。

风险投资伴随着技术成长的不同阶段, 在资金投入量、风险大小、回报率和对专业知识要求等方面呈现出不同的特点。大致可以通过表 1 说明。

有时还可以把风险投资按资金投入方式细分为以下几个阶段:

(1) 种子投资期 (seed financing); (2) 导入投资期 (start-up financing); (3) 第一轮投资期 (first-stage financing); (4) 第二轮投资期 (second-stage financing); (5) 第三轮投资期 (third-stage financing); (6) 麦则恩投资 (mezzanine financing) 即夹层融资; (7) 最后投资期 (final step financing)。

从种子投资期到第二投资期为早期投资 (early-stage financing), 后三个阶段为晚期投资 (late-stage financing)。完整的风险投资期平均为 5~7 年。

在实际操作中, 由于风险投资资金具有隐蔽性和流动性, 风险投资与私募股权资金等很难严格区分, 难以得到完整的统计数据, 这为研究和分析风

作者简介: 吴峰 (1974-), 男, 陕西省软科学研究所 助理研究员; 研究方向: 科技管理与政策、创新研究、国际科技合作。

收稿日期: 2011年12月29日

表 1 风险投资伴随技术成长的不同阶段的不同特点

风险投资阶段	技术成长阶段	要点描述
种子期 (seed stage)	技术酝酿与发明阶段	主要资金来源是个人存款、家庭积蓄、朋友借款和申请自然科学基金,也可能有少量风险投资资金介入,一般只占全部风险投资的10%。主要风险是技术风险、市场风险和管理风险。
导入期 (start-up stage)	技术创新和产品试销阶段	主要是风险投资机构追加的资金投入,三大风险依然存在,而且技术与市场风险凸显,是体现投资人投资决策艺术的关键阶段。
成长期 (expansion stage)	技术扩散与推广阶段	资金来源是风险资本家的增资和新的风险资本家的投资,投资规模大,但风险小,利润也相对小些。
成熟期 (mature stage)	工业化大生产阶段	风险资金很大,但是风险投资不再增加,因为项目可以由银行投资、发行证券和股票的方式吸引投资。风险投资退出。

险投资带来了一定的难度。

(二) 英美风险投资发展的简要历程

世界上第一家风投企业——美国研究与开发公司(American Research and Development Corporation)于1946年在美国成立。但是直到20世纪70年代,美国的风险投资产业才得以快速发展。在大西洋彼岸的英国,虽然第一家风投企业3I也是于1946年成立,但真正起步还是20世纪80年代。之后到90年代,欧洲其他国家的风险投资才较快发展。2010年,美国、欧洲和英国的风险投资规模分别为200亿美元、50亿美元和10亿美元(如表2、图1)。

(三) 风险投资带动经济发展的机制

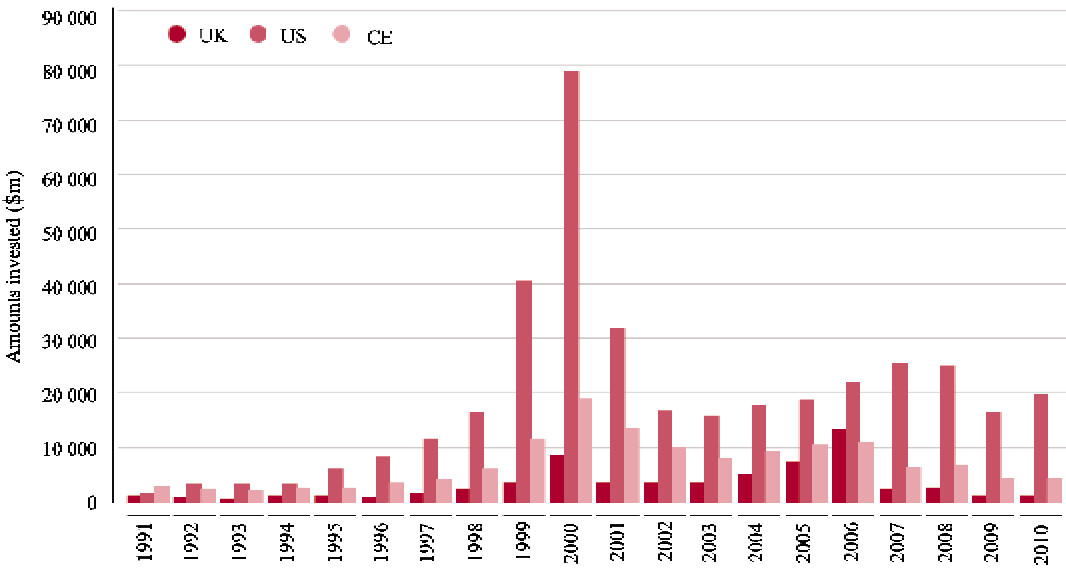
有资料表明,一个国家一般只有3%的商业投资来自风险投资,主要的商业投资来自银行融资。

表 2 2010 年美国、英国和欧洲风投规模对比表

	GDP 总量/美元	风投规模/美元	风投/GDP/%
美国	146 580 亿	200 亿	0.14
英国	22 470 亿	10 亿	0.05
欧洲	—	50 亿	—

比如在英国,银行金融是一个国家经济和商业发展的主渠道。金融支持商业的主要方式是小额举债的办法,主要有:信用卡、透支和商业贷款。但3%的风险投资对一个国家的经济发展和企业创新却发挥主要作用,具体表现为以下几个层面:

首先,知识要素整合机制。风险投资人一般不仅仅是资金的提供者,还可以帮助创业企业进行财务审查、商业战略的制定、组建管理团队、建立客户关系或供应商,从而促进企业长远和持久的发展。



Note: Only VC investments included (Seed, Early-Stage, Expansion, Later-Stage).
Source: Thomson One for US and EVCA for Continental Europe and the UK.

图 1 1991-2010 年美国、英国和欧洲风险投资规模比较

风险投资在为创业企业注资的过程中,可以为企业带来更好的保险承运人、机构投资者、首次公募(IPO)前咨询机构。

其次,风险资金引导机制。风险资金是创新过程中的主要因素之一,并可促进风险资金、市场环境和企业孵化器服务之间的新型关系,从而对构建新的创新性经济体起到关键作用。各种研究表明,依靠风险投资成长的企业与依靠其他类型资金支持的企业相比,更具有成长性,更加注重开发和培育更符合市场需要的新技术。

最后,产业的就业容纳机制。风险投资产业具有很高的就业容量。美国的一项研究表明,1981-2011年美国所有新设立的企业中,风险投资企业数量仅仅占0.1%。但是,20世纪90年代和21世纪初,美国风险投资行业容纳了美国全部就业人口的10%。其原因是风险投资支持的企业劳动生产率更高,一般企业则不具备这种明显特点。

以上三个机制,揭示了风险投资为何成了经济发展和就业增长的引擎。

二、美国 and 英国风险投资的宏观对比

(一) 几个主要方面的比较

1. 英美风投产业规模和投资行为有差异

(1)美国风投规模是整个欧洲的4倍,欧洲又是英国的5倍(见表2)。这使得美国的风投无论是单项投资资金数额还是投资企业数量,都具有明显

的优势。但是从1990-2005年和2006-2009年的英美两地风投企业平均规模来看,差异有逐渐缩小的趋势(表3)。

表3 单项风险投资平均资金规模美国与英国的比较

时间段	美国/英国风投企业平均规模: (倍数)
1990-2005年	2
2006-2009年	1.9

(2)美国风投企业更愿意对同一个项目进行多轮融资。根据统计,美国风投企业在其投资组合中,多轮投资占45%,而英国和欧洲这一比例仅为20%。

(3)美国的风险企业更愿意与其他投资方联合投资。一般而言,美国的一项投资合同平均有3.35~4.14个投资方,而欧洲有2.04~3.05个投资方(表4)。

2. 美国的风投资金更加专业化,产业领域更集中

如表5所示,风险投资投入的主要产业领域有网络与计算机、生物与医疗、通信与电子、商业与工业、零售业、能源业、金融服务、商业服务等。但从美国、欧洲以及英国的情况看,主要集中在前三大领域,即网络与计算机、生物与医疗、通信与电子。但从1990-2005年和2006-2009年的数据看,网络与计算机产业吸引风险投资的比例虽依然最高,但已有所下降。从美国、欧洲和英国所投资的领域比较看,美国风投更集中于投资网络和计算机、通讯与电子两大产业领域,而欧洲和英国的风投除此之

表4 美国、欧洲和英国风险投资主要指标对比表

	Fund Vintage Year 1990-2005						Fund Vintage Year 2006-2009					
	Mean			Median			Mean			Median		
	US	UK	CE	US	UK	CE	US	UK	CE	US	UK	CE
Fund Size (USD millions)	163.26	142.20	78.19	67.51	46.92	38.47	171.14	148.37	93.41	76.50	57.24	43.70
Number of investments made	31.87	16.95	14.82	18	8	9	15.38	8.66	9.15	8	4	5
Average investment size (USD millions)	2.98	3.78	2.22	1.81	1.90	1.60	3.76	4.93	3.29	2.02	2.26	1.95
Number of companies invested in	15.88	11.48	10.43	11	7	7	8.48	5.94	6.74	5	4	4
Average amount invested in each company	4.71	4.60	2.86	3.03	2.38	2.09	5.18	5.93	3.98	3.08	3.00	2.30
Proportion of companies receiving multiple investments	0.38	0.18	0.22	0.38	0.12	0.17	0.34	0.21	0.17	0.33	0.04	0
Average number of investors involved in a deal	4.14	2.92	3.05	4.06	2.74	2.72	3.53	2.93	2.04	3.39	3	1.45
Specialisation index	0.55	0.47	0.50	0.5	0.38	0.44	0.65	0.58	0.56	0.57	0.5	0.5

外,还在能源、工业与商业以及零售业领域有相当比例。从赫芬达尔指数(Herfindahl index)^①看,美国的风投产业集中度更高(图 2)。

3. 欧洲的风险投资比美国更加国际化

1990-2005 年,美国的风投企业仅有 30%在海外有投资,其余企业只在美国本土投资。但英国和

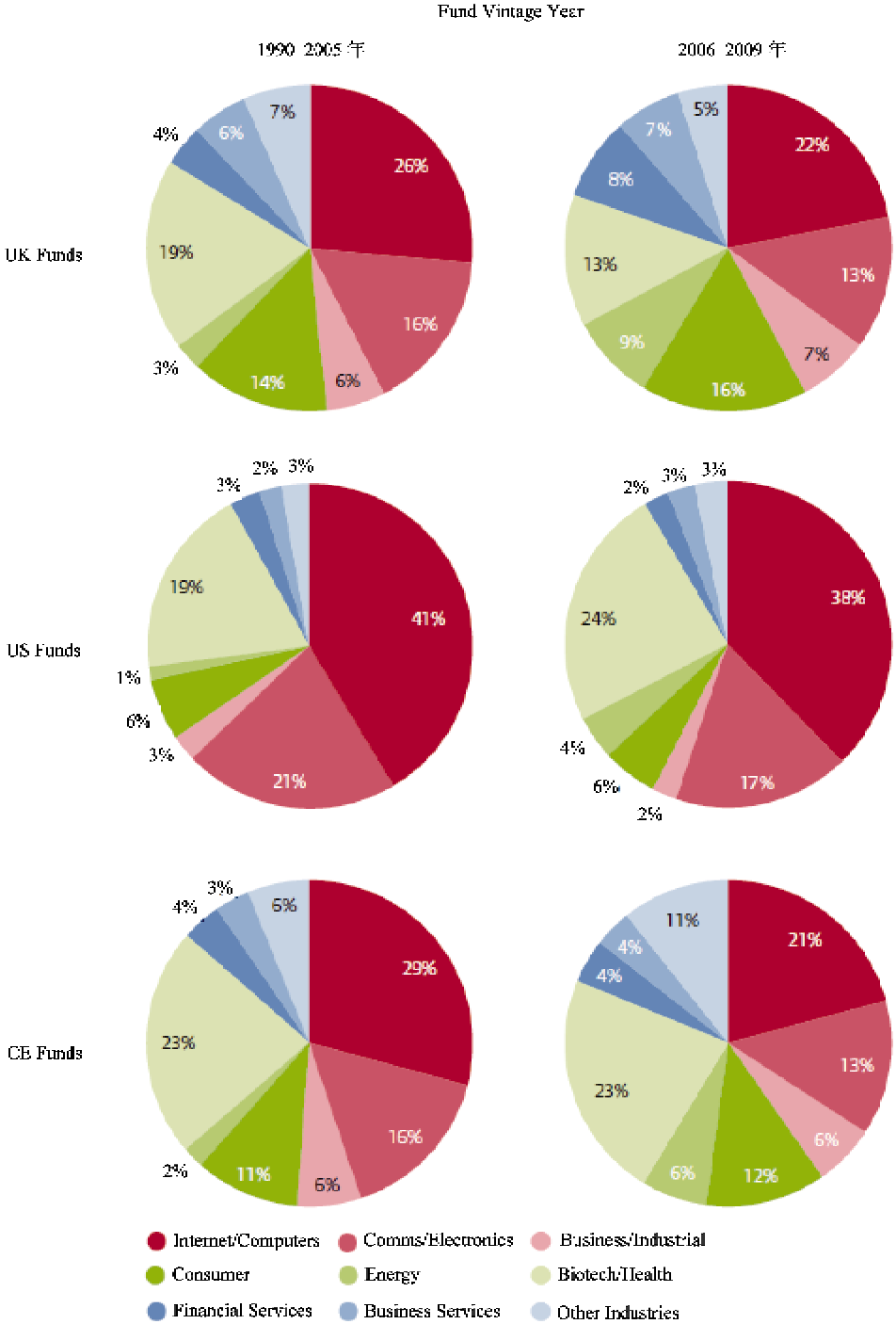


图 2 美国、欧洲和英国风险投资产业领域对比

① 赫芬达尔-赫希曼指数,简称赫芬达尔指数,是一种测量产业集中度的综合指数。它是指一个行业中各市场竞争主体所占行业总收入或总资产百分比的平方和,用来计量市场份额的变化,即市场中厂商规模的离散度。赫芬达尔指数是产业市场集中度测量指标中较好的一个,是经济学界和政府管制部门使用较多的指标。

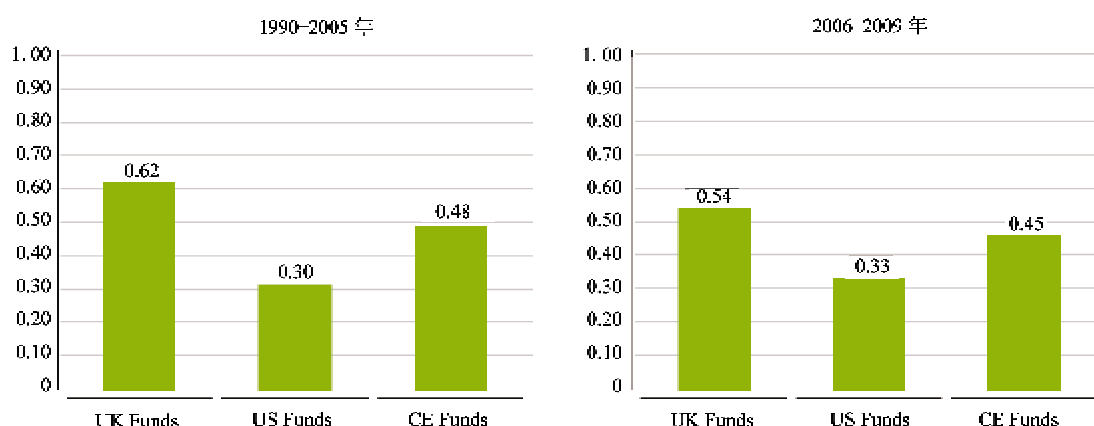


图3 美国、欧洲和英国风险投资国际化对比

欧洲这一期间在外海投资的企业比例分别为 62% 和 48%, 明显高于美国。2005-2009 年, 这一状况虽然稍有改变, 但总体形势依然, 如图 3 所示。

此外, 1990-2005 年, 20% 的美国风投企业到欧洲大陆和英国投资, 这些投资仅占美国风投的 5%, 而英国和欧洲大陆有多达 40% 的风投企业前往美国投资, 而且英国风投资金只有 47% 在英国本土投资, 另有 20% 流向欧洲大陆, 20% 流向美国。欧洲大陆风投资金量的 17% 流往美国, 流向英国的只有 5%。

2006-2009 年, 情况稍有变化, 即美国的风投资金投资方向呈全球化趋势, 而欧洲的风投资金停留在本土的比例增加了 10%。

从以上分析可以看出, 欧洲的风险投资市场与美国相比, 不具备吸引力。美国的风投市场不仅有优质的资金, 重要的是有大量专业人才和相关管理经验。但是英国有发达金融市场的支撑, 使伦敦成为紧跟硅谷、纽约和马萨诸塞州之后的第四大世界风投资金的聚集地。这些地区聚集了欧洲和美国 40% 的风险投资量。

(二) 主要发现或结论

1. 近年来, 英国与美国风险投资的业绩基本接近。但是追溯到网络泡沫(dotcom bubble)以前, 美国的风险投资业绩远远优于英国。1990-1997 年, 美国与英国风险内部收益率^①(IRR)差异超过 20%。但是网络泡沫出现以后, 即 1997-2005 年, 美国风险投资回报率逐渐回落到与英国的水平接近, 二者差别

仅仅为 1%。

2. 2010 年以来, 全球风险投资市场另一个特点是一些新兴国家特别是中国的风险投资市场发展迅速。英国风险投资协会《2011 全球风险投资调查报告》也表明, 全球企业最看好的前五大高技术股票交易所依次是: 纳斯达克、纽约交易所、上海证券交易所、伦敦投资交易所的另项投资市场(AIM)和伦敦证交所。

3. 英美两国国内风险投资基金之间的差异, 要大于两国风险投资差异。1990 年以来, 13% 的英国风险投资公司参与美国风投回报率前四分之一的风险基金投资。另外还有 45% 的英国风险投资公司参与了美国中等业绩水平的风险投资。对于风投而言, 选择一个合适的投资经理人比选择一个国家更为重要。

4. 预测一家风险投资回报率是否高的主要因素是: 取决于风投经理人的个人能力和资历, 而不是风投企业的以往业绩; 风险投资是否属于早期投资; 风投的规模是否合适(不能太小, 也不能太大)。另外, 历史经验表明, 美国的纽约、马萨诸塞州、硅谷和英国伦敦是世界上风投回报率最高的四个地方; 信息技术产业领域是风投回报率最高的产业领域之一。

5. 从历史上看, 英国政府的风险投资回报率要低于私人风投, 但近年来二者的差异越来越接近。这表明英国政府在风险投资规划和救市方面所做的努力。

^① 内部收益率(Internal Rate of Return)是指项目投资实际可望达到的报酬率, 即能使投资项目的净现值等于零时的折现率。

三、从英美风险投资比较中看中国风险投资的发展

(一) 中国风险投资的历程

中国的风险投资起步于 20 世纪 80 年代,并取得了较大的发展。在投资领域方面,90 年代,风险投资在中国所投资的企业几乎全部都是互联网企业,比如现在耳熟能详的新浪、搜狐、阿里巴巴等互联网企业都是在这一时期受到风险投资的青睐。近来,新一轮风险投资潮逐渐转向传统项目,如教育培训、餐饮连锁、清洁技术、汽车后市场等都是投资热点。传统行业一旦形成连锁品牌,很容易形成整体效应,而且像餐饮连锁、连锁酒店等行业在中国市场前景广阔,属于成长性很好且回报非常稳定的行业。

随着中国经济持续稳定的高速增长和资本市场的逐步完善,中国的资本市场在最近几年呈现出强劲的增长态势,投资于中国市场的高回报率使中国成为全球资本关注的战略要地。2010 年共有 220 家具有 VC/PE 的投资背景中国企业在全球资本市场实现了 IPO,创历史新高。此外,风险投资应当同宏观经济走向保持一致。预计中国的城镇化进程将使中国城镇人口增长至 2025 年的 9.2 亿人,而城镇 GDP 占全国 GDP 的比重也将增长至 95%。可以预见,城镇居民消费品市场、医疗设备、环境、能源等,将成为中国风险投资日后关注的重点。

(二) 几点建议

今后十年被认为是中国风险投资“由弱到强”、飞速发展的“黄金十年”,需要以长远眼光和全球视野来正视中国风险投资事业所面临的发展机遇。从英美风险投资的对比,我们或许得到以下启示。

1. 风险投资资金来源多样化对风险投资市场培育具有积极作用

就英国而言,风险投资的主要投资来源有:家族财富办公室(family office)^①、养老基金、保险公司、政府机构出资、母基金^②((FOF)和合作投资等。

而中国的投资主要资金来源仅是民间资本和政府创业引导基金资本,资金来源比较简单。

从投资理念层面而言,很多民间资本持有人都是自己管理创投资本。他们更倾向预计企业上市之前(Pre-IPO)投资,这样赚钱快,但机会其实不多。对于政府创业引导基金资本的使用效率,市场化运作力度还不够,他们可能以招商引资或扶持“有政策需要”的项目为主,而暂时不会过多考虑财务回报。真正的风险投资应要求财务回报越高越好。

这两者的投资价值观都可能改变风险的效率,前者希望赚钱快,但机会并不多,反而错过投资优秀企业的机会。后者的创投动机不以财务回报率高低为标准,可能让风险投资过早放弃很不错的高成长企业。实际上,成熟风投市场,既要求财务回报越高越好,但也愿意承担投资失败,对 VC 的每个创投项目都有很合理的信息披露要求与创投意见。因此,建立多元化的风险投资主体,可以加速中国风险投资市场进入良性发展轨道。

2. 利用世界对中国风险投资积极评价的“东风”,打造中国风险投资高地

目前,世界上一些重要的相关学术报告和行业分析报告对中国的风险投资市场多给予积极评价,对中国风险投资市场形成了东风之势。除了 NESTA 的报告外,如前所述,英国风险投资协会(BVCA)对全球 347 家企业进行调查,形成了《2011 年全球风险投资调查报告》。报告表明,作为风险投资出口的 IPO 市场,全球企业最看好的前五大高技术股票交易所依次是纳斯达克、纽约交易所、上海交易所、伦敦另项投资交易所(AIM)和伦敦证交所。上海证券交易所位列前三甲,主要归功于两项指标:对投资公共企业的预期和宏观经济的稳定性(如表 5 所示。)

3. 政府应从多层次、多渠道、全方位培养投资经理人

从英国和美国风险投资的比较中可以得出一个重要结论,选择一个合适的投资经理人甚至比选择一个国家更为重要。在风险投资市场中,投资经

① 家族财富办公室(family office):由于金融危机让人们银行的信任度再难挽回,一些国家出现富豪更愿意把钱交给家族财富办公室打理。所谓家族财富办公室就是指专门打理富豪家族投资和信托等事务的私人专业机构,家族财富办公室并非银行,却有着私人银行的大部分特征。

② 参见《百度百科》:母基金(fund of fund)是一种专门投资其他证券投资基金的基金。母基金并不直接投资股票或债券,起投资范围仅限于其他证券投资基金间接持有股票、政权等证券资产,是结合基金产品创新和销售渠道创新的新品种。

表 5 全球企业对世界主要国家 IPO 市场的评价

	Brazil	Canada	China	France	Germany	India	Israel	United Kingdom	United States
A competitive investment banking community for IPOs	44%	14%	22%	14%	50%	29%	40%	24%	30%
Healthy investor appetite for equity in public companies	94%	77%	75%	93%	92%	90%	70%	84%	81%
Freely available capital	19%	32%	44%	18%	17%	19%	20%	43%	25%
Ability to move capital out of country	6%	0%	17%	0%	0%	14%	10%	0%	3%
Economic stability	69%	45%	58%	43%	25%	52%	40%	68%	52%
Adequate stock analyst coverage	19%	36%	14%	46%	17%	52%	10%	32%	33%
Companies with leading edge technology	19%	50%	28%	36%	67%	0%	40%	24%	27%
Companies that appeal to general public and mainstream media	6%	23%	14%	29%	33%	38%	50%	16%	19%
Easier reporting for newly public companies	25%	23%	28%	21%	0%	5%	20%	8%	30%

◦ Squares in gray = over 50% of respondents selected that factor

理人具有相当重要的位置。我们可以预计,中国风投市场要成功发展,一定离不开一大批投资经理人的共同追求和努力奋斗。

从世界范围看,政府风险投资普遍存在投资规模小、投资企业数量少和回报率低的情况。一般认为,主要原因有政府多投入企业不愿意投资的早期项目,其次是投资经理人的原因。

一方面政府影响了投资经理人依据市场进行的决策,另一方面政府在投资经理人的选择上往往能力不足,主要表现为要么人选范围太广,要么无

法分清候选人的能力高低。政府风险投资的失败,一般不是选择领域的失败,而是选择具体投资企业和投资经理人的失败。

4. 前期投资重在技术团队的建立

中国风险投资在种子期和起步期投资依然严重不足。2009年,我国风险投资企业早期投资项目和投资额只占全部投资的8.1%,且呈不断下降趋势。许多机构虽然称为风险投资,但已成为“保险投资”。从历史经验看,正是风险投资家将早期项目转化为相对成熟的企业,从而大规模商业投资可以进

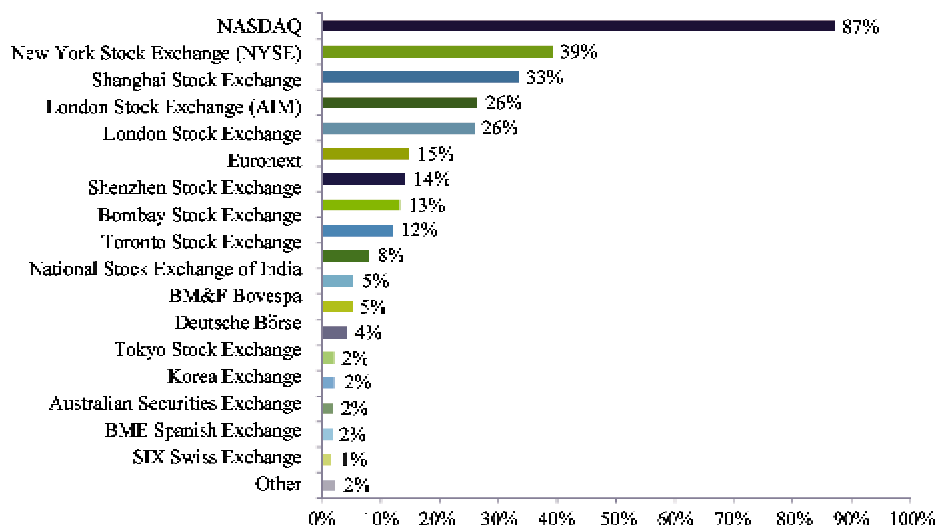


图 4 世界上主要 IPO 市场排行榜

入,才引发了信息技术革命,才奠定了风险投资不可或缺的地位。如果仅仅是“摘果实”、信奉纯粹的“拿来主义”,采用完全的“跟随战略”,我国的风险投资将难以完成培育战略新兴产业的使命。从美国和英国的经验看,前期的天使投资,不仅要求有资金,更重要的是对投资的技术领域有理解。在微观层面上,培养熟悉市场和技术评估的专业团队,应是解决问题的切入点。

5. 后期投资重在退出机制的形成

后期的风险投资,关键要有退出机制。英国与美国的事实表明,世界上哪个地方IPO市场更成熟,哪个地区的风险投资就有好的退出机制,自然就形成了风险投资的高地。图4说明了世界上主要IPO市场排行情况,相应地,它也是风险投资发展的排行情况。■

参考文献:

- [1] Atlantic Drift: Venture capital performance in the UK and the US, NESTA, June 2011.
- [2] UK venture capital and private equity activity: 2010, Colin Ellis, BVCA Chief Economist, 26 May 2011.
- [3] Britain's Hot Talent 2011, Tushar Bajaj, BVCA, <http://www.bvca.co.uk/PEVCEExplained/features/BHT2010>.
- [4] 2011 Global Trends in Venture Capital slides, BVCA http://www.bvca.co.uk/assets/features/show/Global_VC_survey_reveal_simpacto_flow_IPO_activity_ontheve.
- [5] 风险投资行业中的LP, GP, VC, PE名词解析, 应届生论坛网, <http://bbs.yingjiesheng.com/thread-100917-1-1.html>, 2011-7-25.
- [6] 万钢部长发信祝贺第十三届中国风险投资论坛开幕, 科技部网: www.most.gov.cn, 2011年06月16日.
- [7] 〈中国创业风险投资发展报告〉2010出版发行, 科技部网站 www.most.gov.cn, 2010年11月11日.
- [8] 万钢部长在第二届中国(西部)高新技术产业与风险资本对接推进会开幕式上的讲话. 科技部网站 www.most.gov.cn, 2010年07月26日.
- [9] 第三届中国风险投资论坛网: www.cverri.com/forum/2011/sz/index.asp, 2011年6月8日-11日.
- [10] “回购条款”是对风投的亵渎, 陈工孟, <http://www.sina.com.cn>, 新浪财经, 2011年6月10日.
- [11] 2011-2015年中国风险投资行业投资分析及前景预测报告, 中国投资咨询 <http://www.ocn.com.cn/reports/2006223fengxiantouzi.htm>, 2011-8-3.
- [12] 我国首家国家级大型母基金——“国创母基金”成立, 新华网, 2010年12月28日.
- [13] 英国风险投资协会网站 (Venture Capital UK), <http://venture-capital.co.uk/>.

What can we learn from the comparison between UK-US venture capital

WU Feng

(Shanxi Soft-Science Research Institute, Xi'an 710004)

Abstract: Venture capital is vital for accelerating transfer, transformation and industrialization of technological achievements and the formulating of strategic emerging industries as well as for building up National Innovation System. On the base of the latest report by NESTA on the comparison between UK-US venture capital, the paper highlighted five suggestions for venture capital development in China as follows: the diversity of venture capital resources play a positive role in developing venture capital market; favorable conditions of positive evaluation of world to China could be used to build the high land of the world venture capital market in China; the government should breed investment manager in different levels, various channels and wide range; technical management team is important in early stage of investment and the establishment of withdrawal mechanism is a key factor in later stage of investment.

Key words: UK; USA; China; venture capital; strategic emerging industries