

RIPESS

経済社会総合研究センター

Working Paper No. 17

## 日本ベンチャーキャピタル産業の 発展プロセスとインプリケーション

李 宏 舟

麗澤大学 経済社会総合研究センター 特別研究員  
日本学術振興会 外国人特別研究員

平成 16 年 7 月 10 日

RIPESS 経済社会総合研究センター  
麗澤大学

〒277-8686 千葉県柏市光ヶ丘2-1-1  
TEL:04-7173-3761/FAX:04-7173-3767

*Reitaku Institute of Political Economics and Social Studies*

# 日本ベンチャーキャピタル産業の発展プロセス とインプリケーション\*

李 宏舟

\* 本研究は日本学術振興会外国人特別研究員事業の研究助成の一環として行われたものである。この研究の実施にあたって、東京国際大学橋田坦教授、麗澤大学の Lau Sim Yee 教授をはじめとする多くの方々から有益な意見をいただいた。また、日本 Venture Enterprise Center 業務部横山正彦氏が貴重な資料を提供してくださった。この場を借りて謝意を表したい。

なお、本稿の骨子は 2004 年 3 月 26 日に中国科学技術部に所属するベンチャーキャピタル研究所のセミナーで発表されている。

# 日本ベンチャーキャピタル産業の発展プロセス

## とインプリケーション

李 宏舟

日本学術振興会 外国人特別研究員

麗澤大学 客員研究員

### 一要 約一

日本ベンチャーキャピタル (VC) 産業が誕生してから30数年間が経過した。この間、VC 産業は規模の拡大のみならず、ビジネスモデルにも大きな進展が見られた。しかし一方、バブル期以降の創業活動の低迷によりVC産業はいまだ発展途上にあるものの、本来持っている日本経済の実力からすれば今後の日本のVC産業はさらに発展するポテンシャルを有していると考えられる。歴史的に見て、日本政府とVC産業との間に悪い循環が存在していた。それ故に、VC産業の健全な発展を阻害されてきた。しかし90年代半ばから、内外経済状況に刺激されて、日本政府はVC産業の外部環境の改善に取り組んできている。その政策効果として、VC産業は量的な発展のみならず、質的な面においても喜ばしい進歩が見られた。政府は、政策でVC産業に影響を及ぼそうとする場合、まずその産業に必要な外部環境 (enabling conditions) が何であろうか、自国にはどのような外部環境は存在するかどうか、などを考えておかなければならない。それに、民間企業としてのVCの利益最大化行動を期待されている社会利益に合致させるために、場合によっては社会のインセンティブ構造を変える必要もある。

### 一目 次一

#### はじめに

#### I 日本における VC 産業の誕生

##### 1.1 VC 産業誕生の背景

##### 1.2 KED 設立のプロセス

##### 1.3 伝統のビジネスモデル

#### II VC 産業の発展過程と現状

##### 2.1 VC 産業の発展過程

#### 2.2 VC 産業の現状

#### III 日本政府と VC 産業

##### 3.1 悪い循環の形成

##### 3.2 外部環境の変遷

#### IV インプリケーション

##### V 終わりに

# 日本风险投资产业的发展过程及其启示

## 政府和产业间的恶性循环是如何形成和被打破的？

### 前言

国家介入风险投资产业的理论依据不是因为该产业本身存在着市场失败，也不是因为该产业本身可以带来巨大的经济效果（比如创造就业机会，促进经济发展等），而是试图通过发展风险投资产业来扶持有创新能力的中小企业。中小企业、特别是有创新能力的高科技中小企业虽然具备促进国家经济新陈代谢的能力（Timmons 1999,p.9）<sup>1</sup>，但是由于信息不对称（informational asymmetries）等原因，如果单纯依靠市场机制，很难筹措到所需的各种资源，实现自身的潜力（西泽 2000,p.33）。在这种情况下，风险投资家通过自己的经验、借助于特殊的组织形式、特殊的合同内容、特殊的投资手法、特殊的投资工具，减少由于信息不对称、利益不对等以及合同不完备而带来的合同前以及合同后的机会主义行为（precontractual and postcontractual opportunism）<sup>2</sup>，把资金等资源投向回报率最高的创新性企业，并帮助这些企业达到快速成长<sup>3</sup>，从而在实现资源有效配置的基础上，通过被投资企业的创新行为扩大生产可能性的前沿。

从现实中看，试图通过制定政策促进本国风险投资产业发展的国家很多，但是取得成功的却寥寥无几。本稿所要研究的日本事例则正处在一个转变的过程。从历史来看，日本政府和风险投资产业之间存在着一个恶性循环关系，这种恶性循环严重地阻碍了日本风险投资产业的健康发展，使其不能发挥应有的经济潜力。90年代后期以来，日本政府为了重振本国经济，根据国外的经验重新评价了风险投资产业的作用，并着手制定措施扶持其发展。在这种情况下，既存的恶性循环被打破，一种新的良性循环正在形成之中。那么，日本政府和风险投资产业之间存在的恶性循环是如何形成的？又是如何被打破的？从这个过程中我们可以在

<sup>1</sup> 中小企业主要通过旺盛的创新活动来实现国家经济的新陈代谢。美国的研究报告表明，第二次世界大战以来，美国全部创新的 50%，飞跃性创新（radical innovation）的 95%是由中小企业实现的（Timmons 1999,p.9）。Sohl(1999,pp.103-105)则认为，美国从 1979 年开始由衰退的工业化经济国家向新兴的创新型国家转变，该文以（1）大企业（Fortune 500）和创新型中小企业在创造就业机会和 GDP 中所占的比例；（2）纳斯达克和纽约证券交易所的年间交易量的变化；（3）最富有的 400 个（Forbes 400）美国人中通过创业积累财富人数的变化，为指标，指出美国在 90 年代中期完成了转变过程。

<sup>2</sup> 关于风险投资家如何减少企业家机会主义行为的具体研究，请参考 Sahlman (1990), Gompers and Lerner (1999)；关于信息不对称、合同前以及合同后的机会主义行为等的研究，请参考 Milgrom and Robert(1992)。

<sup>3</sup> 比如 Kortum and Lerner (2000) 的研究表明，尽管近年来风险投资额只占企业研究开发额(traditional corporate R&D)的 3%左右，却支持了 15%的工业专利，这一对比反映了接收风险投资的企业的高效性。

理论上、在实务上得到什么样的启示<sup>4</sup>? 本稿将围绕这些中心问题展开讨论。

具体地说，本稿首先通过原始数据来记述日本风险投资产业的发展过程以及现状，然后在此基础上，试图阐明：(1) 日本政府的政策是如何在微观上促成了本国风险投资公司的畸形运作模式的形成，以至在宏观上阻碍了本国风险投资产业发展的？(2) 日本政府又是如何通过法律法规来使本国风险投资公司运作模式发生良性转变的？最后，援用 OECD (1996;1997) 以及 Gompers and Lerner (1999) 提供的分析框架，并结合日本的实际情况，讨论该国在发展风险投资产业方面的启示<sup>5</sup>。

## 一. 风险投资产业在日本的诞生

从 1972 年到 1974 年间，8 家民间风险投资公司相继设立，这标志着风险投资产业在日本的诞生。通常这一段时期被称为第一次风险投资公司的设立和投资高潮期。受日本特有的初始条件 (initial conditions) 的影响，这些风险投资的先驱者虽然曾经试图把美国模式引进日本，但实际上却形成了完全不同于美国的运作模式，经历了众多的挫折。

这里，我们主要讨论第一次风险投资公司设立和投资高潮的背景，以及日本风险投资公司传统的运作模式。至于产生其运作模式的原因，我们则在第三小节讨论。

### 1.1 风险投资产业诞生的背景

浅井 (1996) 把日本第一次风险投资公司设立高潮的背景归纳为 5 点：即 (1) 美国风险投资产业的影响；(2) 日本国内风险企业 (venture business) 的辈出；(3) 中小企业投资育成公司的示范作用<sup>6</sup>，(4) 金融市场上过剩资金的出现，(5) 股价的持续上升。下面我们以此为主线，并结合其他研究者的成果，逐条阐述。

美国风险投资产业的影响。在 1958 年《美国中小企业投资法》的影响下，从 1960 年到

<sup>4</sup> 在分析产生某个经济现象的原因时，我们不但会因为观察的角度不同而得出各种不同的结论，而且会因为所依据的理论框架不同，得出相异的结果（即使从同一个观察角度出发）。但是这些结论通常是相辅相成的，是准确完整地理解某个现象不可缺少的。在本稿中，我们把分析的角度主要放在了政府的政策上，但如后所述，风险投资产业内部的某些因素也是形成和打破恶性循环的重要原因。

<sup>5</sup> 鉴于本稿所要达到的目的是记述和分析日本案例，因而本稿没有对风险投资的理论研究进行回顾。有兴趣的读者可以参考以下资料和这些资料后面的参考文献，关于风险投资的理论研究部分请参考 Wright and Robbie (1997), Gompers and Lerner (1999)，实务研究部分请参考 Lerner (2000)，关于政府与风险投资关系的研究请参考 OECD (1996;1997), Lerner (2002)，等等。

<sup>6</sup> 1963 年，根据《中小企业投资育成公司法》的规定，由政府和民间共同出资在东京、名古屋和大阪设立了三家中小企业投资育成公司，其目的主要是促进对中小企业的股权投资。至于这三家中小企业投资育成公司在日本风险投资产业中的作用，曾在东京中小企业投资育成公司任董事局干部的浅井 (1996) 总结为：(1) 在日本普及了股权投资文化；(2) 为日本独占禁止法审批通过民间风险投资公司的设立打通了前站（后叙）。但实际上，因为很少有其他学者提出相同的看法，故在此我们不予以详述。

1964 年间，大约有 649 家中小企业投资公司（Small Business Investment Company）设立并开始了运行<sup>7</sup>，接着在随之而来的 60 年代后期，美国的民间资本也开始大举进入风险投资产业，从而出现了风险投资的高潮（早川 1983）。美国的这种现象引起了日本学者的注意并由他们介绍到了国内（渡边 1983）。比如 1972 年法政大学副教授清成忠男出版了专著《风险投资》，该书详细介绍了美国风险企业和风险投资产业的发展、现状以及对美国经济的作用，这本书以及清成忠男的其他论述，对日本风险投资产业的诞生起了决定性的推动作用<sup>8</sup>。

日本国内风险企业的辈出。外因虽然重要，但是只有通过内因才能发挥作用。实际上由于大量新型科技企业的簇生和快速发展，从 60 年代后期开始在日本出现了对风险投资的客观需求。1969 年，时任日本国民金融公库调查科长的清成忠男组织实施的都市型创业实态调查发现，从 60 年代后期开始日本的一些大都市出现了大量不同于传统中小企业的新型科技企业（清成 1972）。此后 1972 年，日本中小企业厅设立的“知识密集型产业调查委员会”进行了更大范围的调研，也得出了类似的结果（日本中小企业厅 1972）。因此可以说，新型科技企业（当时被称为风险企业）的大量设立，客观上产生了对风险投资的需求。

金融市场上过剩资金的出现。1971 年，尼克松冲击打破了日本外汇市场的正常运行，日本政府为了对冲市场上出现的大量抛售美元买进日元的现象，在 10 天之内用日元买进了 1.4 兆美元，流入市场的这些政府介入资金以及民间资金最终被存入了银行。在这种情况下，银行开始积极寻找新的资金需求对象（浅井 1996），而受其瞩目的就是上述的那些新兴科技企业。但是，由于这些企业没有足够的担保，传统的银行融资方式难以开展业务，所以通过设立风险投资公司，以股权投资方式促进企业的发展就成了合理的选择，因为这不但帮助银行解决了目前的剩余资金问题，而且为其确保了一大批潜在的优良顾客<sup>9</sup>。

股价的持续上升。从 1971 年 11 月开始，受日本政府政策的刺激，日本股票市场摆脱了尼克松冲击的影响，出现了股价持续上升的现象，这为达到公开上市条件的企业提供了有利的外部环境，进而各大证券公司为了争做上市公司的主承销商，开始积极寻找潜在的上市对象。在这种情况下，出资设立风险投资公司，通过他们培育并确保潜在的顾客，成了很多证

<sup>7</sup> 事后的研究表明，由于经营问题相当数量的这种公司在设立运行后不久即陷入了困境。比如根据 Bygrave and Timmons (1993)，仅从 1966 年到 1967 年，就有 232 家中小企业投资公司被美国的中小企业厅视为有严重问题。

<sup>8</sup> 现任日本法政大学校长的清成忠男教授堪称日本风险投资产业之父。他不但为风险投资在日本的普及和发展做出了不可代替的作用，而且于 1997 年发起设立了日本风险投资学会，出任会长至今。

<sup>9</sup> 这就是为什么日本风险投资公司的股东多有银行参加的历史原因（日本的独占禁止法规定，银行可以持有不超过某一公司发行在外股票的 5%，但是银行持有股票的上限没有规定，故银行可以持有多家公司的股票而不受限制，这一点与我国有所不同）。

券公司的共同选择<sup>10</sup>。

## 1.2 第一家民间风险投资公司的设立过程

日本第一家民间风险投资公司，即京都企业开发公司（Kyoto Enterprise Development）诞生于 1972 年 11 月。1972 年京都经济同友会（地方性民间经济团体）邀请清成忠男做了《关于美国风险投资和风险企业》的报告<sup>11</sup>。在报告会上，清成忠男详细介绍了美国风险投资公司 ARD 和波士顿高科技产业区的情况。受其影响，正在试图寻找良策振兴本地中小企业的京都经济同友会成立了风险企业研究会，并组成了波士顿调研团，参观访问了 ARD 等一批美国的风险投资公司和被投资企业，会见了被称为美国风险投资产业之父的 ARD 创始人 Georges F. Doriot，考察了风险投资公司的运营方针、组织形式等问题。1972 年 11 月 14 日，以 31 家京都地方企业，31 家京都银行协会成员，63 家京都证券交易所成员为股东，企业家立石一真为经理的京都企业开发公司正式成立。在这之后的 2 年间，其他 7 家风险投资公司也相继设立了（请参考图表·1）。

### 插入图表·1

日本的风险投资产业诞生不久，受席卷全球的第一次石油危机的影响，无论是已经被投资的风险企业，还是潜在的投资对象企业，都不同程度放慢了成长速度。这使已经设立的风险投资公司因无法按计划收回自己的投资，以及可投资对象企业的减少，而陷入了经营困境。在 1974 年到 1981 年的 7 年间，日本不但没有出现新的风险投资公司，已经设立的 8 家公司中也有两家撤出了这一领域<sup>12</sup>，这标志着日本第一次风险投资公司的设立和投资高潮于 1974 年结束了。

## 1.3 风险投资公司的传统运作模式

从结果来看，日本的风险投资公司没能象其美国同行一样，在发掘和培育高科技中小企业方面起决定性的作用，这主要与其运作模式有关。受国情的影响，日本虽然从美国导入了

---

<sup>10</sup> 在日本风险投资公司有时被称为证券公司的别动队，原因就在这里。

<sup>11</sup> 竹内作为京都经济同友会的一员参与了该公司设立的整个过程，故这里的记述主要参考了他的原始资料（竹内 1985）。

<sup>12</sup> 日本第一家风险投资公司（京都企业开发公司）因投资失败于 1980 年解散，NVC（日本风险投资公司）于 1983 年更名为综合财务公司，完全停止了风险投资业务。

风险投资制度，但是日本风险投资公司的组织形式、业务内容、投资手法、投资对象等完全不同于其美国的同行<sup>13</sup>（请参考图表·2）。

### 插入图表·2

从组织形式来看，日本以公司制为主，其业务内容不但包括投资和咨询，而且扩大到了融资和租赁，甚至后者成了主要业务。从图表·3中我们可以看出，在最早设立的6家风险投资公司中，投资余额与资产比例不足7%的竟有4家（东京风险投资公司的比例略高一些，也只是占到22%）；金融财政事情研究会（1985, p.23）的数据表明，除了两家风险投资公司以外，其他4家公司的利润主要来源于融资的利息收入以及租赁和咨询等业务收入（约占65-77%之间）<sup>14</sup>。根据这些数据我们可以断定这6家所谓的风险投资公司中，名符其实的最多只有两家，其余的不过是非银行性金融机构。

### 插入图表·3

从投资手法和投资对象企业的发展阶段来看，日本的风险投资公司没有积极地参与被投资公司的管理，为其发展提供战略性的指导和帮助；而且没能对早期的企业进行投资（清成1984, p.167）。1982年日本风险企业培育中心对接受风险投资的企业（121家）的调查也证实了这一点。在被调查的企业中，有将近50%的企业希望风险投资公司能够提供更多的经营援助，有将近35%的企业希望风险投资公司能够在风险更高的早期阶段开始介入。被投资企业的期待从另一个方面反映了风险投资公司的不足之处。另外，原日本通产省机械情报产业局的调查表明，日本风险投资公司的投资领域非常广，几乎包括除去农业的所有行业。

## 二. 风险投资产业在日本的发展过程以及现状

如前所述，受1973年第一次石油危机的爆发以及其他不利因素的影响，当时的风险投

<sup>13</sup> 这里所说的美国模式主要指传统的美国风险投资运作模式（classical venture capital），即采取有限责任合伙基金制，在投资的同时提供管理服务（hands-on），投资对象限于设立期或处于发展早期的高科技小企业。随着外部环境的变化，美国风险投资的运作模式也正发生变化，即从venture capital向merchant capital转变，关于美国风险投资产业发展和变化的详细研究，请参考Brgrave and Timmons（1992）或西泽（1998）。

<sup>14</sup> 关于投资收益，没有完全的统计结果（渡边1983, p.72）。但是从股东分红上来看，先设立的6家风险投资公司是在设立8年以后才开始出有分红能力的。同时，从图表·3的数据我们可以看出，各个公司的利润率是很低的，没有反映出该产业高风险高收益的特征。

资公司因无法按计划收回资金和进行新的投资，从而经营上陷入了困境，进入了长达 8 年的严冬期<sup>15</sup>。直到 1983 年，随着二板市场的改革，日本的风险投资产业才迎来了转机。

下面，我们首先通过一些具体的数据来描述日本风险投资产业的宏观发展过程以及运作模式变化等微观方面的变化，然后对日本风险投资产业的现状进行分析。至于产生运作模式变化的原因，我们放在第三小节讨论。

## 2.1 风险投资产业的发展过程

早期的日本风险投资活动并不活跃，比如从 1972 年 11 月到 1982 年 12 月的 10 年间，日本的民间风险投资公司共对 384 家企业投入了 165 亿日元（清成 1984, p.172）。但从总体上看，日本的风险投资产业虽然经历了一些大的波动，还是在不断发展扩大的。在过去 30 年间，风险投资公司由最初的 8 家增到了 177 家<sup>16</sup>（图表-4）；年间投资企业数由最初的几十家增为最高时的 3,736 家（2000 年 9 月到 2001 年 10 月期间）；年度风险投资金额由 1977 年的 13.43 亿增加到了最高时的 2,814 亿日元（图表-5）；投资余额（venture capital under management）由 1982 年的 165 亿增加到了最高时的 10,154 亿日元（2000 年 9 月到 2001 年 10 月期间），与此同时，风险投资公司的融资余额由 1991 年的 10,460 亿锐减到了 2002 年的 142 亿日元。

从图表-5 中，我们可以发现除去 1988 年到 1991 年的泡沫经济期间外，日本的风险投资产业经历了两次高峰，即 1996 年 4 月到 1997 年 3 月和 2000 年 10 月到 2001 年 9 月，这两段期间前后就是所谓的第三次（1995 - 1997）和第四次（2000 - 2001）风险投资高潮。另外，通过图表-4 我们可以看出，从 1982 年到 1986 年间，共有 72 家新的风险投资公司设立，其规模之大超过任何一段时期，实际上这段时期正是日本风险投资产业的第二次投资高潮（或称风险投资公司设立高潮）。图表-6 列举了可能对各次投资高潮产生影响的主要因素。

插入图表-4

插入图表-5

插入图表-6

---

<sup>15</sup> 今原禎治（历任野村证券董事、JAFCO 总经理和董事长、日本亚洲投资公司总经理）在其著书《在荒海中独行》中称这段时间（1974-1982）为日本风险投资产业的严冬期，称这段时间内风险投资公司的经营为苦难的历程。

<sup>16</sup> 该资料来源于风险企业培育中心。另据 JAFCO 前任社长村瀬光正的演讲材料，日本 2002 年时大约有 260 家风险投资公司。

## 2.2 运作模式的变化：JAFCO 的事例研究<sup>17</sup>

在过去的 30 年里，日本的风险投资产业不但规模扩大了，而且其运作模式也发生了质变，正朝着社会所期待的方向发展。下面我们以 JAFCO 为例，考察这个问题。

JAFCO 不但是现存日本最古老的风险投资公司（第一次风险投资高潮期设立的最初的 3 家都已不存在），而且也最有投资业绩。自 1973 年成立以来到 2003 年 3 月的近 30 年间，已经使国内外 689 家风险企业实现了公开上市（其中日本企业 550 家）。从 1992 年到和 2001 年间，每 100 家在 JASDAQ、MOTHERS 和 HERCULES<sup>18</sup>公开上市的企业中，大约有 30 家是接受了 JAFCO 的投资。从 2001 年 4 月到 2002 年 3 月之间在上述 3 个市场上公开上市的企业初值合计中，各个风险投资公司的股权权益合计为 1,454 亿日元，其中 JAFCO 持有的比例为 16.3%，超出第二位（5.8%）和第三位（4.1%）10 个百分点以上。另外，从投资金额上来看，该公司约占日本风险投资产业全体的 10%。

JAFCO 在日本风险投资产业中的地位，不仅表现在投资规模上，JAFCO 还创造了日本风险投资公司传统的运作模式<sup>19</sup>，在日本的现有法律框架内引入了美国的有限责任合伙基金制<sup>20</sup>，90 年代以后又主导了对传统运作模式的变革（和上 2001）。正因为以上原因，我们决定以该企业为代表分析日本风险投资公司的运作模式的变化。

运作模式的变化，主要表现在以下几个方面。

首先是从融资业务的撤退。1989 年 JAFCO 将自己的融资业务执行公司 JAFCO 财务服务公司（1983 年设立）与野村证券集团下的金融公司合并，设立了野村财务公司。以此为起点，JAFCO 逐步减少了融资业务，将用于融资的银行贷款由以前的 1,600-1,700 亿减少为 2001 年的 630 亿日元<sup>21</sup>（和上 2001）。

运作模式的变化还表现在投资阶段以及与被投资企业的关系上。即投资对象由成熟期的

<sup>17</sup> 这里的记述主要依据 2002 年 1 月 31 日对 JAFCO 进行的实地调研（当时一起参加调研的有中国民营科技企业促进会王建华先生=团长，中国科学技术促进发展中心柳卸林博士，清华大学科技开发部张凤桐博士，东京国际大学教授桥田坦和该校博士生 Lau Sim Guan）以及 2002 年 7 月 22 日 JAFCO 负责产学合作的董事在东北大学未来科学技术研究中心的演讲材料。

<sup>18</sup> 日本的三个全国性二板市场，关于其设立时间等请参考文章的后面。

<sup>19</sup> 和上（2001）以及村濑（2002）总结了日本风险投资公司传统的运作模式（又称 JAFCO 模式），其要点如下：（1）投资，融资，租赁等业务并存；（2）主要投资于成熟企业；（3）对被投资公司很少提供经营服务（hands-off）；（4）公司内部采取科室制；（5）报酬体系基本不与投资业绩挂钩。

<sup>20</sup> 在 1982 年以前，日本的风险投资公司完全是公司制企业，投资资金主要来源于公司的资本金和商业贷款，这种资金筹措方式极大地限制了公司的投资规模和投资对象。1982 年从美国考察回来的 JAFCO 总经理今原禎治发现了美国的有限责任合伙制（Limited Partnerships）基金的优点，并在当时日本现存的法律框架内，依照民法上的「任意合伙制」，组建了日本第一个类似于美国有限责任合伙制的基金（浜田 1998, pp.38-41）。JAFCO 的这个制度创新扩大了日本风险投资产业的资金流入渠道，成为引发第二次日本风险投资高潮的原因之一。

<sup>21</sup> 为了投资业务的圆滑进行，附带性的融资有时是必要的。

企业向早期的企业转移，投资手法上由单纯的资金投入（hands-off）向经营参与性投资（hands-on）的转变。JAFCO 的资料表明，首次接受 JAFCO 投资的企业的设立时间不满 3 年的比例从 1990 年的 4% 上升为 2000 年的 52%。与此相比，25 年以上的企业则由原来的 44% 下降为 5%。同时，JAFCO 还通过取得董事席位和观察权的方法，正在逐步介入被投资企业的经营管理。

为了适应新的投资手法，JAFCO 对公司内部的组织构造和激励体制也进行了改革。改革的方针是在公司制的前提下，尽可能地引进有限责任合伙制基金的操作模式。其具体做法是改变原有的科室配置，组建多个投资小组。每个小组负责不同的行业，针对每个投资项目，各个小组由专人负责整个过程（从发掘选定投资对象到实现资金回收）。另外，与这种投资小组制相配套，JAFCO 还改变了原来的报酬体制，即对主要的投资负责人（一般的事务性职员除外）实行与投资业绩相关联的报酬制度。

在日本风险投资公司运作模式的变化上，JAFCO 根据外部条件的变化敢于自我否定，走在了改革的前面，带动了日本整个风险投资产业的良性转变。比如从产业整体来看，日本的风险投资公司正在减少其融资业务，融资余额由 1991 年的 10,460 亿锐减到了 2002 年的 142 亿日元，2001 年的年度融资额仅为 3 亿日元<sup>22</sup>。从投资企业所处的发展阶段来看，日本风险投资公司开始向早期企业转变（请参考图表-7）。另据日本经济新闻（2003 年 7 月 10 日）的调查表明，被调查风险投资公司中的 53% 向接受投资的企业派出了董事，51% 取得了观察权，而且实施投资小组和激励体制的风险投资公司也正在增加。

#### 插入图表-7

以上的数据表明，日本风险投资公司的运作模式正在变化。那么引发这些良性质变的原因何在呢？我们将在第三小节讨论这个问题。

### 2.3 风险投资产业的现状

我们根据风险企业培育中心（日本经济产业省的外周组织）于 2003 年 3 月出版的调查报告书，对 2001 年 10 月到 2002 年 9 月之间日本风险投资产业的状况进行考察。因前文已

<sup>22</sup> 分析其原因，可以归纳成两点：（1）泡沫经济期间，大量的风险投资公司以房地产为担保对企业进行了巨额融资，之后随着泡沫经济的破裂遭受了巨大损失，痛定思痛，日本的风险投资公司决定从融资业务撤退；（2）随着有限责任合伙制基金在日本的普及，风险投资公司可以通过收取基金管理费来改善财务状况，从而减少了对融资业务的依赖性。

经作了部分介绍，在这里我们把考察的重点放在（1）风险投资产业的资金来源；（2）投资金额和投资企业数；（3）投资行业和地区；（4）回收方式以及投资回报率，四个方面。

图表·8 的数据表明，除去无限责任合伙人（风险投资公司或个人）以外，银行、企业和保险公司是主要的投资者，特别是银行和保险公司所占的比例高达 44%，而包括养老基金在内的各种基金和财团仅占 2.8%。这与美国形成鲜明的对比（比如 1999 年金融和保险公司所占的比例为 13%，而各种基金和年金所占的比例高达 44%）<sup>23</sup>。

#### 插入图表·8

从投资金额来看，在 2001 年 10 月到 2002 年 9 月的一年间，日本的风险投资公司共向国内外的 2,788 家企业投入 1,812.69 亿日元<sup>24</sup>，这包括首次投融资和追加投融资（从投资金额和投资项目来看，首次投融资和追加投融资的比例均为 7:3 前后），其中投资上市公司证券 9,000 万日元（约占全体的 0.044%），以股权形式投资未上市公司 1,332.54 亿日元（约占全体的 73.5%），购买未上市企业债券 322.43 亿日元（约占全体的 17.8%），向企业贷款 70.36 亿日元，相对比例为 3.9%。上述数据表明，日本的风险投资主要以股权形式投资于未上市企业，贷款部分只占很小的比例。

就日本风险投资产业的整体规模而言，虽然在过去的 30 年中有了很大的发展，但是与其经济实力相比，潜力还很大。图表·9 列举了日美风险投资产业的一些数据和对比情况，从表中我们可以看出，美国的年度投资额大约是日本的 6 到 55 倍之间，投资余额约为日本的 5.6 到 33 倍之间，但是 GDP 却只是日本的 2 到 2.5 倍之间。综合日美的其他指标<sup>25</sup>，我们认为只要条件适合，日本的风险投资产业还会有很大的发展。

#### 插入图表·9

从投资地区分布来看，日本的风险投资公司对国内外投资的金额比例约为 76 比 24。在

<sup>23</sup> 这种投资者构成的差异主要来源于各国政策差异和风险投资产业历史的长短，因此我们很难断定哪一个构成更合理。

<sup>24</sup> 由于回答投资金额和回答投资企业的风险投资公司样本不一致，不能用投资金额除投资企业数的方法得出平均的投资强度。

<sup>25</sup> 比如我们从 2002 日本的《科学技术白书》中可以发现，日美研究者数分别约为 72 万和 111 万人；研究开发费约为 16 兆日元和 29 兆日元，也就是说，美国人约为日本的 1.5 到 2 倍之间。这与两国的经济规模相比，日本都略有优势。考虑到高科技产业的发展最终依靠科技资源和创业活动的兴衰，我们可以认为，只要日本在提高创业活动上取得实质性进展，该国的风险投资产业将会有很大的发展。

国内，投资的重点地区为东京和大阪两个城市（这种投资地区的不平衡性与在其他国家发现的情况相同，反映了具有人才、技术和信息优势的地区更容易获得风险投资）。在国外的投资则主要集中在北美和亚太地区（参考图表·10）。

#### 插入图表·10

图表·11 反映了过去一个调查年度日本风险投资的行业构成。我们发现，受 IT 泡沫的影响，虽然与上一个调查年度（2000 年 10 月到 2001 年 9 月）的结果相比，对 IT 产业的投资有所减少，但仍占了很高的比例（全部投资金额的 43.4%，全部投资项目数的 42.4%）<sup>26</sup>。

#### 插入图表·11

最后，我们讨论资金的回收方式以及投资回报情况。据 78 家风险投资公司（总共有 110 家风险投资对调查进行了回答）的有效回答，在 2001 年 10 月到 2002 年 9 月间，共有 386 家被投资企业实现了公开上市，各个风险投资公司合计回收资金 134.75 亿日元，这其中包括投资资金 67.05 亿日元。根据 58 家投资公司对全部 521 个投资企业进行资金回收的方式以及各种方式的损益情况来看，大约有三分之一是通过公开上市实现了资金回收，每个上市企业平均为投资公司带来了 1.216 亿日元的净收益。另外有三分之一是通过被投资企业回购股票的方式，每个项目的平均净收益为 1,110 万日元。其他两种方式为破产和转售，每个项目的平均损失分别为 2,910 万和 120 万日元。从这些数据我们可以看出，公开上市不但是日本风险投资公司的主要资金回收方式，而且是收益的主要来源。

由于以上数据没有给出从投资到回收的时间，因此我们无法计算投资回报率。这里，我们把研究范围限制在有限责任合伙制基金投资上，通过计算有限责任合伙人的 IRR(internal rate of return)<sup>27</sup> 来分析日本风险投资的回报率。根据日本 Venture Club（2001 年 10 月刊，

---

<sup>26</sup> 随着 IT 泡沫的破裂，大约被调查风险投资公司的 50% 将生物行业作为将来的首选投资对象。

<sup>27</sup> IRR 主要是通过投资者（即有限责任合伙制基金的有限责任合伙人=Limited Partners）的现金流入（即从基金中分得投资回报）与流出（即向基金缴纳投资资金）以及发生的时间（指上述现金流入和流出发生的时间）来计算投资回报率（或基金的投资业绩）。基本公式为：

$$0 = \sum_{i=0}^n \frac{C_i}{(1 + IRR)^{t_i}}$$

其中  $C_i$  为现金流量（投资者向基金缴纳的投资资金为负的现金流量，得到的投资回报为正的现金流量，计算时点基金净值=Net Asset Value of Fund 中属于有限责任合伙人的部分为正的现金流量）， $t_i$  为从基金开始设立 (=0) 到发生现

p.27) 的资料，在 1990 年到 1999 年期间的各个年度投入运作的有限责任合伙制基金的最大简单平均 IRR 为 16.2%，最小值为 -2.2%，平均值为 3.15%<sup>28</sup>。这些数据表明，日本有限责任合伙制基金的投资回报率是非常低的。

但是如前所述，因为除了有限责任合伙制基金以外，日本的风险投资公司还利用自有资金进行投资，因为没有原始数据来计算这一部分投资的利润率情况，所以在这里提供的 IRR 不能完全代表日本风险投资产业的回报率<sup>29</sup>。就单个风险投资公司而言，其收入来源主要包括：(1) 通过自有资金投资而获得的 capital gain；(2) 通过运用有限责任合伙制基金而获得的管理费 (management fee，通常为基金总额的 3%)；(3) 通过运用有限责任合伙制基金而获得的成功报酬 (carried interests，通常为基金收益的 20%)；(4) 包括融资的利息收入以及咨询服务费等在内的其他收入。

到目前为止，我们考察了日本风险投资产业的诞生背景、发展过程以及现状，讨论了日本风险投资公司的运作模式及其变化，但是没有分析运作模式的形成和变化原因。下面我们将从政府政策的角度，来重点考察这个问题。

### 三. 日本风险投资产业的发展与政府的作用

从结果来看，从 1972 年到 90 年代中期为止，日本政府的一些政策直接或间接地阻碍了本国风险投资产业的发展。但是进入 90 年代后期以来，日本政府开始修改或制定新的政策法规，以鼓励风险投资产业的发展，而且这些政策已经有了初步的效果。

---

金流量的时间。常用的指标有简单平均  $IRR = \frac{\sum_{i=1}^n (IRR)_i}{n}$ ，加权平均  $IRR = \frac{\sum_{i=1}^n (fundsize)_i (IRR)_i}{\sum_{i=1}^n (fundsize)_i}$ ，其

中  $n$  为基金个数， $IRR_i$  为第  $i$  个基金的  $IRR$ ， $fundsize_i$  为第  $i$  个基金的金额。另外，在衡量有限责任合伙制基金的投资业绩时，还有一个指标为现金流量总额  $IRR$ ，其计算公式与基本公式相同，只是把所有的样本基金看作是一个基金，根据期间内各个基金的现金流量来计算。

<sup>28</sup> 在相同的 10 年间，美国有限责任合伙制基金的最大简单平均  $IRR$  为 89%，最小为 17.1%，平均为 48.9%。也就是说，美国的最小值比日本的最大值还要大。实际上，我们通过计算发现，日本简单平均  $IRR$  的标准偏差为 6.9，小于美国的 28.8，这说明各个年度日本有限责任合伙制基金的投资回报率相差不大，都停留在一个比较低的水平。同时我们还发现，在日本的数据中，1994 年和 1998 年的数字异常，可能干扰整个样本的属性，在除去这两个年度的数值以后，日本有限责任合伙制基金简单平均  $IRR$  和加重平均  $IRR$  分别为 0.2% 和 0.9%，其标准偏差明显低于调整前的 6.9 和 28.9，这说明调整后的计算结果更有代表性。当然，美国的高回报率与 90 年代美国风险投资产业的良好外部环境有关，很难有代表性。但是，2000 年美国风险投资协会出版的年度报告表明，从长期来看美国风险投资产业的回报率为 10%-20% (NVCA 2000,p.80)，而 2003 年日本风险企业培育中心的报告 (p.21) 则表明，从 1982 年到 2002 年所有日本有限责任合伙制基金的简单平均  $IRR$  和加重平均  $IRR$  分别为 0.11% 和 2.46%。

<sup>29</sup> 日本有 5 家公开上市的风险投资公司，根据其公布的财务信息，可以分析这 5 家企业的损益等情况。

### 3.1 被政府遗忘的存在：恶性循环的形成

1972 年公布的风险投资公司宪章和严格的公开上市基准是政府政策阻碍风险投资产业发展的集中表现。这种十分不利的初始条件以及其他特定的原因，促使日本的风险投资公司形成了虽然合理但是却没有社会效益的运作模式，进而制度的收益递增效果又把日本风险投资公司锁定在了继成了的模式上无法改变（一直到外部环境发生了质变）。

那么，最初的政策是如何与其他因素一起形成日本传统的运作模式的呢？

1972 年 11 月，经过水面下的交涉，日本公正取引委员会（独占禁止法的执行监督机构）发表了对风险投资公司的管制意见（通称风险投资公司宪章）<sup>30</sup>。其中包括：（1）投资的目的是为了支援风险企业的发展，而不是为了支配风险企业；（2）不得派员担任或兼任被投资公司的董事；（3）无论在任何情况下，风险投资公司的股权不得超过 49%；（4）投资股权超过 25% 时，风险投资公司必须能实证没有支配其他投资者，等等。只有在这些前提条件下，日本公正取引委员会才会认定风险投资公司的经营合法。受此法影响，日本的风险投资公司无法象美国同行一样介入被投资公司的业务，无法强制被投资公司执行自己的战略，甚至无法参与被投资公司的经营管理<sup>31</sup>。

主板市场和二板市场的公开上市条件过严，从而使企业从设立到实现上市需要很长的一段时间。比如，1984 年共有 23 家企业实现了主板上市，这些企业从设立到上市的平均时间为 29 年零 5 个月。同一时期，10 家二板上市企业的平均时间为 30 年零 2 个月（金融财政事情研究会（1985, p.25）。与此相比，包括 Intel, Microsoft 等企业在内的 10 家美国主要企业的纳斯达克公开上市时间平均仅为 4 年<sup>32</sup>。同时二板市场的流动性过低，使其经济效果不明显。

在风险投资产业发展的早期，日本政府没有采取任何促进措施。由于上述的不利外因和其他产业内部的原因，日本的风险投资公司为了生存不得不放弃本来应当承担的社会责任，而退化为非银行性金融机关（即：投资，融资，租赁等业务并存）；主要投资于成熟企业；对

---

<sup>30</sup> 第二次大战后，日本通过独占禁止法明令禁止设立金融控股公司，在这一意义上风险投资公司的设立则有可能与独占禁止法的某些条款（主要是第 9 条）发生冲突。

<sup>31</sup> 关于这一点，JAFCO 在其早期的内部学习资料中写道：在美国，被投资公司要履行的义务非常多，比如授予投资公司检查权，设置工资和奖金的上限，强制加入人寿保险等等，而这些内容在日本大多是违法的（故我们无法实施）。

<sup>32</sup> 根据野村综合研究所（1995），按二板市场（日本为店头市场，美国为纳斯达克市场）企业市值前 10 家企业的公开上市时间计算，日本的平均为 17 年，其中最短为 2 年，最长为 66 年，美国的平均为 4 年，其中最短为 0 年（设立当年上市），最长为 7 年。

被投资公司很少提供经营服务（hands-off），这种运作模式使其没能在培育日本的新兴高科技产业方面起到应有的作用，反而在一段时期内卷入了违法的高利贷行业<sup>33</sup>，因此社会对它的评价一直不高。比如日本的中央银行从 1966 年开始定期更新出版《我国的金融制度》，该书的 1986 年版第一次提到了日本风险投资产业的存在，但评价颇低，甚至在其 1995 版中，还把风险投资公司认为是银行和证券公司为了扩大自己业务的特殊部队，而此时风险投资产业已经在日本诞生 23 年了。

在这种情况下，风险投资产业完全失去了使政府制定政策改变自身不利环境的理由（更不用说出台优惠措施扶持自身发展），只能充分利用市场机制，寻求自身发展的空间，从而形成和强化了下列恶性循环：不利的外部环境<sup>34</sup>→歪曲的运作模式→微弱甚至负面的社会效益→失去政府的支持→依旧不利的外部环境。这种恶性循环严重阻碍了日本风险投资产业的健康发展，使其不能发挥应有的社会职能（发掘和培育有创新性的高科技中小企业）。

### 3.2 外部环境的巨变：恶性循环的打破

1994 年，细川内阁发表了政府政策大纲，首次提出了通过风险投资公司来扶持风险企业的战略，对风险投资公司寄予了很大的期待。受此影响，日本公正取引委员会修改了 1972 年公布的风险投资公司宪章，从而为其介入被投资企业的经营（包括监督和帮助）提供了法律保证<sup>35</sup>。之后，日本政府又从其他方面相继制定了一系列针对风险投资产业的法律，从而彻底改变了其不利的外部环境。

政府的政策可以分为四个方面。首先是从量上扩大风险投资产业的可投资规模。这包括促进民间机构者的投资和增加政府对风险投资产业的投资。1995 年日本议会通过了《中小企

<sup>33</sup> 根据浜田（1998），在 80 年代初期包括 JAFCO 在内的一些风险投资公司为了生存纷纷卷入了高利贷产业，社会影响很坏。

<sup>34</sup> 也包括产业内部的不利因素：（1）初期的投资公司几乎全是证券公司以及银行的子公司，其职员大多来自母公司的借调人员。这些员工习惯于融资和上市前的辅导业务，没有培育企业的经验，而且因为几年后还要调回原单位，他们也失去了努力精通业务的意愿和压力；（2）公司制下的科室构造不利于培养职业风险投资家。风险投资的主要业务流程可以分为筹集投资资金、发掘投资对象、审查投资、投资后培育、上市指导、资金回收等几个内容。日本的风险投资公司通常由不同的科室（比如融资科，投资调查科，投资计划科，投资科，审查科，经营支援科，上市辅导科，市场科）像流水线一样完成这些业务，每个员工只担当其中的一个环节，虽然通过公司内部的人员科室调换，可以使员工逐步掌握整个业务，但是由于无法从头到尾负责某个具体项目，所以即使是风险投资公司的自有员工，仍无法成为能够独立负责全部业务的职业投资家。以上的两个原因，使投资公司在主观上偏好融资和后期投资（不需要参加经营的）。

另外，当时的日本缺少股权文化，很多企业家对外部的股权投资有抵触行为，不愿意接受风险投资公司的股权投资，没有公开上市的意愿。比如 1982 年风险企业培育中心的调查表明，由于担心失去对企业的控制权，将近半数的企业没有上市的意愿，不希望接受外面的股权投资（但是可以接受外部融资）。当时的社会环境，极大的减少了投资公司的业务对象。

<sup>35</sup> 1994 年 8 月 23 日，日本公正取引委员会修改了对风险投资公司的管制意见（通称风险投资公司宪章），规定只要风险投资公司的股权不得超过被投资公司的 50%，即视为合法（日本经济新闻 1994 年 8 月 24 日）。

业创造活动促进法》，根据该法的规定，政府通过中小企业事业团（政府所属的中小企业支援机构）向各个省级政府的风险投资财团提供总额为 400-500 亿日元的风险投资基金，然后由各个财团自己或是委托民间风险投资公司运用这笔资金<sup>36</sup>。在随后的 1997 年，日本又修改养老基金运用法规，使其可以向风险企业或有限责任合伙制基金投资<sup>37</sup>。

第二个方面的措施是完善风险投资机构的组织形式。目前，日本的风险投资方式有两个，一个是公司利用自有资金投资，其法律依据为《商法》；另一种形式为通过基金进行投资，在 1998 年以前其法律依据为《民法》的任意合伙条款，1999 年以后为民法的任意合伙条款或《有限责任合伙制基金法》。根据日本《民法》任意合伙条款的规定，这种合伙制可以避免双重纳税，可以从外部投资者中私募资金，但是所有的合伙人都必须承担无限责任。为了解决这个问题，任意合伙基金的发起人（即风险投资公司，相当于有限责任合伙制基金的无限责任合伙人）通常通过合同的形式，明确规定基金在任何情况下都不能贷款或为他人的贷款担保，这个合同内容基本上保证了其他合伙人（相当于有限责任合伙制基金的有限责任合伙人）的有限责任。但是如果基金的运作者（即风险投资公司）由于恶意或过失给基金带来了债务，则根据《民法》的规定，各个合伙人要根据出资额分摊债务。换句话说，《民法》下的任意合伙制基金不能给投资者的有限责任提供法律保证。为了解决这个问题，排除养老基金等机构投资者的顾虑，1998 年，日本议会通过了《有限责任合伙制基金法》，并且公布了有限责任合伙制基金的和同样本，被投资企业价值的计算方式等相关文件<sup>38</sup>。

第三个方面的措施是扩大对风险投资的需求，包括促进高科技企业的创业活动<sup>39</sup>，为管理层收购企业（MBO）提供法律环境，等等。近 10 年来，日本的创业活动非常低迷，这不但不利于经济结构整体的更新换代，也自然减少了对风险投资的社会需求。为了促进高科技企业的创业活动，日本政府参照美国<sup>40</sup>以及中国<sup>41</sup>的经验，对大学等学术机关进行了改革，使

---

<sup>36</sup> 事后证明，政府的这种方式是失败的，容易引发民间风险投资公司的投机主义行为。

<sup>37</sup> 与此相关联的措施还有 1997 年制定的天使投资者优惠税制。为了促进对早期高科技风险企业的投资，1997 年的优惠税制规定天使投资者可以将其损失与未来 3 年的股权投资收益相抵消，但是由于适用条件苛刻，优惠措施有限，该项制度没有发挥应有的作用。比如根据日本经济产业省的调查，从 1997 年到 2002 年的 6 年间，利用该项措施的天使投资数不过 278 件，接受投资的风险企业不过 20 家。为了改变这种状况，2000 年和 2003 年，天使投资者优惠税制的优惠措施和适用对象得到了进一步扩大。

<sup>38</sup> 从 1982 年第一个民法下的投资基金开始运作到目前为止，尚未出现基金操作者由于恶意或过失给投资者带债务的案例。同时，由于 1998 年制定的有限责任合伙制基金法对基金的投资地区有限制，所以 1998 年以后成立的基金中，仍有相当数量是依据民法来设立的。

<sup>39</sup> 这与发展风险投资产业的目的是为了促进高科技企业的创业和成长并不矛盾，风险投资产业的发展与风险企业的数量和质量的关系是双向的。但是从根本来说，风险企业的存在是风险投资产业诞生和发展的前提条件。

<sup>40</sup> 为了促进美国联邦政府出资援助的科研项目成果的商业化，提高产业的国际竞争力，从而使科研成果更好地为本国纳税者服务，1980 年 12 月 12 日美国议会通过了《贝赫一多尔法》（正式名成为 Patent and

其能够参加经济活动，具体措施包括制定《大学等技术转移促进法》等一系列法律法规，引入了天使投资优惠税率制度，发表了《平沼计划》<sup>42</sup>，启动了零注册资本金制度，等等。此外，为了增加大企业的活力促进民间已经出现的 MBO，同时为风险投资产业开辟新的投资领域，1999 年通产省设立了 MBO 研究会，并根据其研究结果改善了当时的法律环境，从而扩大了日本 MBO 市场的规模。三菱综合研究所的调查表明，2000 年 MBO 市场已经达到了 404 亿日元（1997 年为 0 日元）。

最后的措施是解决回收资金的出口问题。虽然被投资企业的公开上市不是唯一的资金退出渠道，但是成功的风险投资几乎全部是通过这种方式回收资金的。在这方面，日本政府已经为风险投资产业提供了很好的环境，并且在很大程度上诱导民间风险投资公司改变了其运作模式（村濑 2002）。具体措施包括，1995 年在二板市场内设立特殊板块，首次许可（原则上）赤字企业上市；1997 年，开设 Green Sheet 市场，其中的新兴板块（emerging market）专门为不能在证券交易所（包括主板和二板）上市的企业提供股票交易市场；接着在 1999 年和 2000 年 MOTHERS, NASDAQ-JAPAN 等全国和地方性的二板市场又相续设立。现在，日本全国以风险企业为上市对象的二板市场共有 7 家之多<sup>43</sup>（原本 8 家，因为 2002 年 NASDAQ-JAPAN 和大阪新市场部的合并而变为 7 家）。

综上所述，日本政府为了重振本国经济，根据国外的经验重新评价了风险投资产业的作用，并着手制定措施扶持其发展。由于外部环境的变化，对处于发展早期的高科技小企业和处于成熟期的中坚企业的投资所带来的相对收益发生了变化，前者正逐渐变得优于后者。正是在这种情况下，追求利益最大化的民间风险投资公司开始修正传统的运作模式，政府政策变化→外部环境改变→相对收益的变化→运作模式的修正→（社会效益的出现→扶持政策的

---

Trademark Amendments of 1980 P.L.96-517, 通常被称为 Bayh-Dole Act)。该法为大学发挥第三种职能—经济职能—提供了法律依据和必要的经济诱因，确定了研究大学由单纯的知识生产中心转化为地区经济增长点的发展趋势，并促进了其转化的速度。

<sup>41</sup> 1998 年受当时日本东北通商产业局的委托，日本东北大学经济学研究生院对各国学术机关的技术转移情况进行了比较研究，之后对有调查价值的美国和中国进行了实地调研。在中国民营科技企业促进会王建华先生的协调下，中国调研团对我国科技部、教育部、中科院、清华大学、联想集团等相关部门的负责人进行了采访。为了感谢调研单位的支持，中国调研团向各个调研单位赠送了本次调研的报告书（《关于东北地区大学等技术转移情况的调查》）。同时，该调研报告书通过东北通商产业局的网址 (<http://www.tohoku.meti.go.jp/seisaku/intern/99report/>) 成为共享文件，以后的事实证明，该报告书为日本各界研究我国的学术机关技术转移情况提供了早期的原始资料。

<sup>42</sup> 日本经济产业省的调查表明，到 2003 年 3 月底为止共有 531 家校办高科技企业。根据平沼计划，到 2004 年为止，日本要创出 1000 家校办高科技企业。

<sup>43</sup> 根据新日本监察法人公开业务本部（2003, p. 14）的统计，到 2003 年 10 月为止，三个地方性二板市场的上场企业数全部为零。针对这种现象，有的日本研究者（比如西泽昭夫）认为完善出口先于培育风险企业的政策顺序是错误的，容易引发二板市场发行的泡沫行为，进而导致流通的低迷。

正当化→扶持政策→外部环境的进一步改变)这一新的良性循环正在形成之中<sup>44</sup>。

#### 四. 启示

通过对日本风险投资产业发展历程的研究，我们可以看到，日本特有的初始条件(主要是企业上市条件过严，独占禁止法的有关限制，缺少股权文化等外部因素和协调人员的素质以及投资公司的组织形式等内部因素)和风险投资先驱者的合理但是却缺少社会效益的对应(以融资租赁等为主营业务，主要投资于风险较低的后期企业)形成了上述的恶性循环，这种恶性循环锁定(lock in)了日本风险投资产业的发展轨道，使其在很长一段时间内虽然意识到了运行模式上存在的问题，但是却无法摆脱这些问题的影响，这最终决定了其在日本经济中所起的无足轻重的作用。90年代后期，经过日本风险投资产业先驱者的自身努力，但主要还是日本泡沫经济的破裂和随之而来的经济不景气，加之风险投资与90年代美国经济复苏高涨的相关关系的示范效果<sup>45</sup>，中国经济快速成长的刺激效果<sup>46</sup>，日本整个社会开始重新认识风险投资产业在培育高科技企业方面的作用以及其发展所必需的外部环境。政府从90年代中期开始以美国为榜样制定了一系列有针对性的政策来改变风险投资产业的外部环境，这种外部环境的变化打破了政府政策和风险投资产业之间的恶性循环，从而不仅带来了后者的量变，而且孕育了质变，为其改变由于历史条件而形成的歪曲的运作模式提供了经济诱因。

在宏观上，日本的经验和教训可以总结为四个方面。第一，包括二板市场在内的出口措施至关重要，这不但关系到风险投资产业的量，而且决定一个国家风险投资产业的质(即是否能对最需要资金支持的早期高科技中小企业进行投资)。到90年代后期为止，日本的风险投资之所以主要以后期的成熟企业为对象，主要是因为日本对公开上市的要求太严(公开上市时企业的平均年龄为30岁，而纳斯达克仅为4岁左右)。而90年后期投资运作模式的转

---

<sup>44</sup> 风险投资产业内部的变化也是导致打破恶性循环，形成良性循环的原因之一。这主要是出现了职业风险投资家，经过30年的发展，虽然为数不多，但是一些高素质的职业风险投资家(包括一些由成功企业家转过来的风险投资家)在日本出现了，他们有发掘和培育处于发展早期的高科技小企业的实战经验，在合适的外界条件下，为了追求更高的收益(经济收益和人生价值)，他们有能力有诱因打破传统的运作模式。

<sup>45</sup> 美国的风险投资产业通过培育高科技中小企业而间接地对美国90年代的经济景气起了很大的作用。日本的学者(比如上述的法政大学校长清成忠男，东北大学教授西泽昭夫，早稻田大学的企业家研究会等等)把这一研究结果介绍到了本国，并开始针对本国的情况，指出风险投资产业各种外部环境的不足。日本政府为了复制这种成功模式，便以美国为榜样，结合本国的具体情况，制定了一些这对风险投资产业的法律法规。因此我们称美国的成功模式起到了示范效果的作用。另外西泽昭夫(曾任JAFCO企划部长)的相关论文包括《作为金融中介机关的风险投资产业的成立和展开：美国私募市场的形成》；《天使投资者网络的形成和展开：美国私募市场的扩散》由产官学各个方面的专家学者组成的早稻田大学企业家研究会的主要著作包括《风险企业的经营和支援》；《风险管理的变革》；《风险资金的多样化》。Bygrave and Timmons (1993) 1995年由JAFCO翻译出版，该书对日本风险投资的研究影响甚大。

<sup>46</sup> 或称所谓的中国威胁论。

变，也正是因为既存二板市场的改革和新的二板市场的设立<sup>47</sup>。

第二，高科技创业活动最终决定风险投资产业的兴衰。与美国相比，日本风险投资产业的规模还很小（无论是相对量，还是绝对量），其原因正在于日本低迷的创业活动<sup>48</sup>。在对风险投资没有需求的地方，自然不会产生有竞争力的健康的风险投资产业。因此，OECD(1996,p.16)指出，真正限制风险投资发展的往往不是对该产业的投入资金不足，而是因为没有很好的投资机会。

第三，促进资金流入风险投资产业的政策措施效果有限。传统的观点认为，扩大资金供给可以促进风险投资产业的发展，并且援用美国的事例来说明这一点。确实，美国的经验表明，1979年和1980年对职工退休所得保证法（ERISA=Employee Retirement Income Security Act of 1974）的修改，极大地影响了美国风险投资产业的发展（Bygrave and Timmons 1993; Gompers and Lerner 1998）。但是我们不要忽视这一因果关系存在的前提：当时的美国有纳斯达克这个很好的出口渠道，有很多的投资机会<sup>49</sup>，有经验丰富的风险投资家<sup>50</sup>。无视这些前提条件，而主张把养老基金、银行存款引入风险投资产业的观点是片面的，这样的政策建议有着巨大的隐患。我们来看日本的例子，1997年，日本政府模仿美国的先例，修改了养老基金运用法规，期待以此扩大日本风险投资产业的可投资规模，可实际效果如何呢？2003年7月，日本经济产业省公布了对养老基金的调查报告，结果表明，在724个回答的基金中，真正对日本国内风险投资产业投资的基金只有一个，因为基金运用者认为对日本的风险投资产业进行投资的条件还不存在。在法律许可的情况下，不勉强投资表明了日本养老基金运用者略带保守的谨慎态度。综合日美的经验，我们认为，在出口不畅，风险投资公司的投资业绩不明，机构投资者和风险投资公司间存在巨大的信息不对称而社会信用又欠佳的前提下，贸然许可养老基金以及银行等机构投资者进入风险投资产业，其政策效果或是

<sup>47</sup> 但是，为了保证上市企业的质量和二板市场的流动性，完善各项措施，特别是对上市公司的挑选，对IPO时股票的定价，对上市企业的信息公开要求，等非常重要，日本在这方面是由教训的。因此，我们说光设立二板市场是不够的，还要保证其效率性。

<sup>48</sup> 日本创业活动的低迷，表现在两个指标上。一个是纵向比较，即与以前相比，最近10年以来日本的开业率一直很低。另一个是横向比较，即与其他国家相比，日本的创业活动也很低。比如，根据IMD(2002)，日本的创业活动排在最后一位（即49位），GEM(2000)也得出了类似的研究结果。

<sup>49</sup> 1979年，当时的总统卡特发表了创新宣言（innovation message），提出了促进技术转移的新科技政策。1980年以后，美国议会通过了一系列法律以促进大学和国立研究所的技术转移。这些法律达到了一定的效果，比如据2001年AUTM的调查报告表明，从1980年以来大学的科研成果共产生了3,376家高科技企业，同机构在2000年的报告中指出，该年度美国大学等的技术转让和新企业设立活动创造了265,482个新的就业机会，产生了400亿美元的经济效果，为美国各级政府提供新增税收50亿美元。关于《贝赫—多尔法》的研究很多，Eisenberg (1996), Mowery and Ziedonis(2002)分别就该法制定的背景，效果以及可能引发的问题等进行了分析。

<sup>50</sup> 从1946年第一家真正意义上的风险投资公司诞生以来，美国的风险投资产业已经有了30年以上的历史，60年代SBIC的大量衍生虽然带来了很多问题，但是却在客观上为美国培育了一批有经验的风险投资家。

不明显，或是灾难性的<sup>51</sup>。

最后一个问题是投资组织的法律形式问题。关于风险投资公司的最佳组织形式问题，美国的实际经验以及代理人理论（agency theory）表明，有限责任合伙制基金可能是目前最适合的选择<sup>52</sup>。从日本的事例来看，1982年JAFCO引入日本版有限责任合伙制基金，避免了双重课税问题，扩大了资金筹措渠道，增加了风险投资公司的管理费收入，是诱发第二次风险投资高潮的一个原因。但是，公司制和基金制组织形式的并存，可能引发一些利益冲突，比如，門脇（2003）认为，发起有限责任合伙制基金的风险投资公司要面临这样的难题：为了履行对股东的忠实尽责义务，风险投资公司要用自由资金投资好的项目，为了履行对基金投资者的忠实尽责义务，风险投资公司要用有限责任合伙制基金的资金投资好的项目，那么，究竟优先哪一个呢？理论上的解答为共同投资好的项目。但实际上，由于合同的不完备性以及监督的不到位，风险投资公司随意处置的空间很大，进而由于责任和利益的不对称，风险投资公司更倾向于用自由资金投资好的项目。日本的事例，对于公司制和基金制组织形式有可能并存的国家很有借鉴作用。

在微观上，日本的事例表明，传统的科室制编制和报酬体系可能不利于培养真正的风险投资家。在公司制的框架下，最大限度地引入有限责任合伙制基金的运行模式非常必要。日本的做法是，改变原有的科室配置，组建多个投资小组。每个小组负责不同的行业，针对每个投资项目，各个小组由专人负责整个过程（从发掘选定投资对象到实现资金回收）。另外，与这种投资小组制相配套，改变了原来的报酬体制，即对主要的投资负责人（一般的事务性职员除外）实行与投资业绩相关联的报酬制度。

从结果来看，到目前为止，日本的风险投资公司没有能象美国的同行一样，在发掘以及培育快速成长的高科技企业方面起决定性的作用。但是我们还必须看到，产生这种后果的原因不是因为日本的风险投资公司没有希望完成其社会责任的义务感，而是来源于设立当时的初始条件和投资公司的合理对应。作为民间盈利企业的股份制风险投资公司，为了履行对股东的忠实尽责义务，必然要在法律许可的范围内，把生存和盈利作为首要目标。如果社会的

---

<sup>51</sup> 我们并不反对为了实现资源的有效配置，许可养老基金以及银行等机构投资者进入风险投资产业，因为这样做既可以分散风险，又扩大了风险投资产业的可投资规模。关键是进入的时机，我们认为至少要到出口问题，投资组织的法律形式问题得到解决，风险投资产业进入了良性竞争，社会上出现了大量的创业活动，而且投资者和风险投资公司之间出现了专业的中介机构（gatekeeper），各个风险投资公司之间的投资业绩有了可比性，等基础条件完备或基本完备后，再考虑养老基金以及银行等机构投资者进入风险投资产业的问题。考虑到养老基金以及银行等机构的性质，这些条件虽然苛刻，但完全必要的，而且是可行的。

<sup>52</sup> 关于这方面的分析，请参看 Sahlman (1990)；Gompers and Lerner (2000)。但是，Gompers and Lerner (op.cit., p.28) 本人对有限责任合伙制基金是否为最佳的组织形式没有明确的结论，西泽 (2003, p.163) 则肯定了其有效性。

激励制度使风险投资公司的利润最大化行为客观上支持了高科技风险企业的快速成长，实现了公司目标和社会效益的统一，我们可以说，这是最善的制度安排，当然也是最理想的状况。但是当二者发生冲突时，政府或是消极地容忍法律许可的范围内的利润最大化行为，或是改变制度安排，使风险投资公司的利润最大化行为客观上符合社会或国家的经济目的。事实表明，任何出于道德上的说教都很少会产生经济上的效果，反而在某种情况下会带来寻租（rent-seeking）行为。

## 五. 结语

经过 30 年的发展，日本的风险投资产业不但规模扩大了，而且其运作模式也发生了质变，正朝着社会所期待的方向发展。但是与日本的经济实力相比，其风险投资产业发展的潜力还很大。近年来日本低迷的创业活动成了阻碍其风险投资产业发展的瓶颈。

从历史来看，在日本政府和风险投资产业之间存在着一个恶性循环（不利的外部环境→歪曲的运作模式→微弱甚至负面的社会效益→失去政策支持的理由→依旧不利的外部环境），这种恶性循环严重地阻碍了日本风险投资产业的健康发展。但是，90 年代后期以来，日本政府为了重振本国经济，根据国外的经验重新评价了风险投资产业的作用，并着手制定措施扶持其发展，在这种情况下，既存的恶性循环被打破了，进而一种新的良性循环（政府政策变化→外部环境改变→相对收益的变化→运作模式的修正）正在形成之中。

日本的事例表明，政府可以阻碍也可以促进风险投资产业的发展。追求利益最大化的风险投资公司不会因为舆论的说教而改变自己的嗜好，只有通过政策措施，改善外部环境，创造出合理的社会激励体制（social incentive structure），从而使风险投资公司的利润最大化行为客观上支持高科技风险企业的快速成长，才能实现公司目标和社会效益的统一。这才是最善的制度安排，也是最理想的政策效果。

日本的事例还表明，政府在试图制定政策促进风险投资产业发展之前，首先要有基本的理论依据（风险投资产业是什么？政府为什么要介入这个产业？这个产业发展的内在规律是什么？），还要借鉴国际经验（包括成功的和失败的），然后结合本国的国情（本国是否存在发展风险投资产业的必要？本国的特殊国情是什么？这些特殊国情对于风险投资产业来说有什么特殊含义？），最后制定实际的政策措施。无视或者颠倒这些必要的手续而急于求成，往往会事倍功半。

最后，我们讨论一下本稿的局限性以及将来的研究方向。出于本稿所要达到的目的（记述日本风险投资产业的发展历程，剖析日本事例的启示），我们的讨论更多地限定在了宏观上，

比如本稿虽然提到了日本的风险投资公司是如何克服公司制体制在投资决策方面的弱点，但是没有进行细致地讨论。本稿也没有涉及到为高科技创新企业的不同发展阶段提供资金的风险资金系统（venture finance system）。因为这个问题与如何克服研究开发和成果转化中的死亡之谷（the valley of death：从基础研究向应用研究的突破）和达尔文之海（the Darwinian sea：从学术发明向经济创新的突破）有关，虽然重要但是显然已经超出了本稿要达到的目的。

另外，日本政府从 90 年代中期开始以美国为榜样制定了一系列有针对性的政策来改变风险投资产业的外部环境。但是，由于认识上的局限性和渐进性的特点，它不可避免地走过了一段弯路。这意味着日本的事例研究，不但可以例证包括政府政策在内的外部环境是如何影响风险投资产业发展的，而且对其他试图引进美国风险投资模式的国家有很大的借鉴作用。但是由于篇幅的限制，我们对于第二个问题，即日本政府在 90 年代后期以美国为榜样创造环境方面的经验和教训未能详述。

以上的两个课题为将来的日本事例研究提供了方向。

## 图表

图表-1 日本民间风险投资产业的开拓者

公司名*	KED	NED	NVC	JAFCO	UFC	CC	TVC	D.C.C
设立时间	72.11	72.11	72.12	73.4	73.12	74.1	74.4	74.8
注册资金	3亿日元	9亿日元	5亿日元	10亿日元	6亿日元	6亿日元	6亿日元	5亿日元
主要发起公司**	京都经济同友会	长期信用银行	住友银行	野村证券	山一证券	日兴证券 东海银行	第一劝业 银行	三菱银行
主要大股东**		长银 大和证券	住友银行	三河银行 野村证券	富士银行 山一证券	东海银行 日兴证券	第一劝业 劝业角丸	三菱银行 日兴证券
业务内容	投资 咨询	投资 融资	咨询 融资	投资 融资	投资 融资	投资 融资	投资 融资	投资 咨询

\* KED=京都企业开发公司；NED=日本企业开发公司；NVC=日本风险投资公司；JAFCO=日本合同财务公司；UFC=万能财务公司（Universal Finance）；CC=中央投资公司（Central Capital）；TVC=东京风险投资公司；D.C.C=钻石投资公司（Diamond Capital）。

\*\* 各个公司的名称均为当时的注册名称。

出处：根据渡边（1983, p.57），浅井（1996, pp.50-58），竹内（1985, p.121）的资料做成。

图表-2 日美风险投资公司的运作模式比较

	日本（主要是1998年以前）	美国（主要指传统的运作模式）
组织形式	公司下的科室制，组织庞大	有限责任合伙基金制，人数很少
业务内容	投资，融资，咨询，租赁等	投资为主
投资手法	不介入被投资公司的经营（hands-off）	积极介入被投资公司的经营(hands-on)
投资对象	各个行业，公开前的成熟企业	以高科技行业中处于发展早期的企业为主
投资地区	几乎不受地理限制	受地理限制
报酬体系	工资加奖金	成功报酬制

出处：笔者根据和上（2001）以及村濑（2002）等其他资料做成。

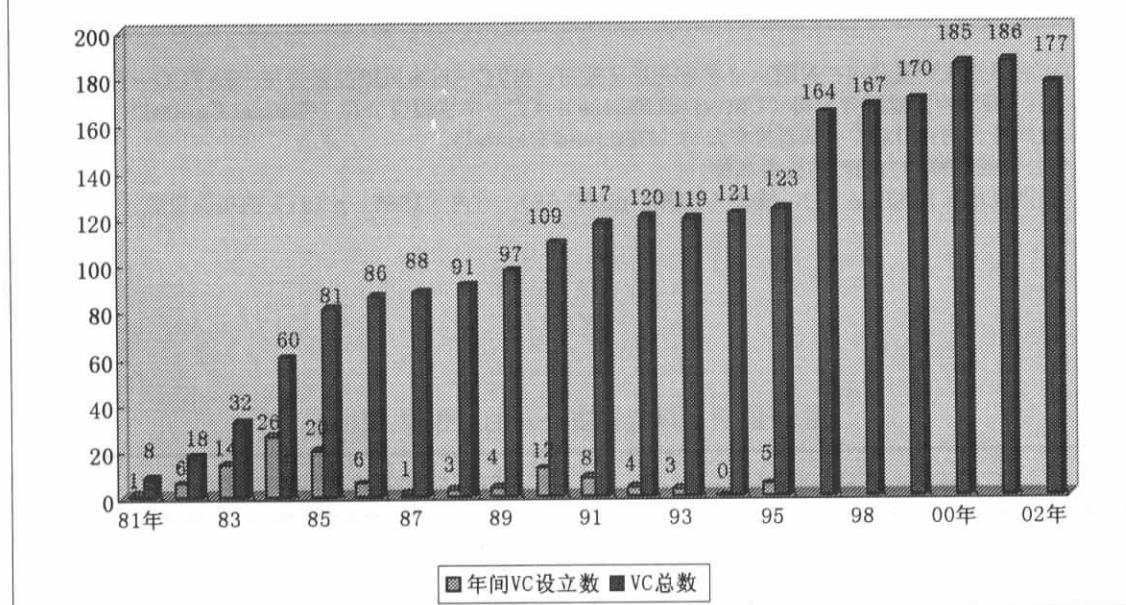
图表·3 风险投资公司的资产与投资余额的比例

	决算期	总资产(A)*	投资余额(B)*	纯利润(C)*	B/A	C/A
NED**	1982.3	273	13.4	1.3	4.9%	0.5%
JAFCO**	1982.9	760	50.3	2.3	6.6%	0.3%
UFC**	1982.9	162	4.2	1.4	2.6%	0.9%
CC**	1982.4	239	10.4	1.0	4.4%	0.4%
TVC**	1982.3	30	6.5	0.2	21.7%	0.7%
D.C.C**	1982.12	31	22.1	1.1	71.3%	3.5%

\* 亿日元。\*\*同表·1。

出处：渡边（1983，p.65 和 p.72）。

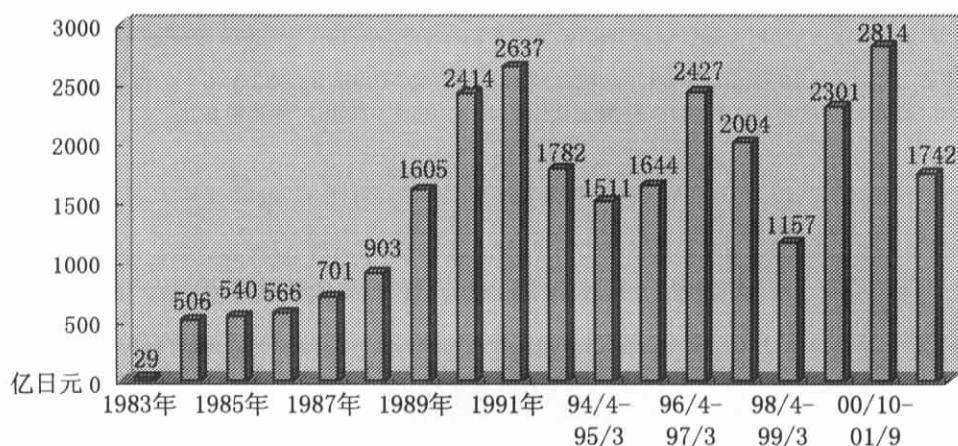
图表·4 日本风险投资公司家数的推移（1981-2002）



注：1996年VC总数数据欠缺；年间VC设立数到1995年为止。

出处：笔者根据秦·上條（1996，p.113）和风险企业培育中心各年调查报告书做成。

图表-5 日本年度风险投资金额的推移 (1983-2002)



注：原始资料是根据风险企业培育中心对风险投资企业的问卷 调查而来，由于每年回答问卷的风险投资公司的家数不同，故严格地说上述数据缺乏可比性，只能代表产业发展的大概情况。

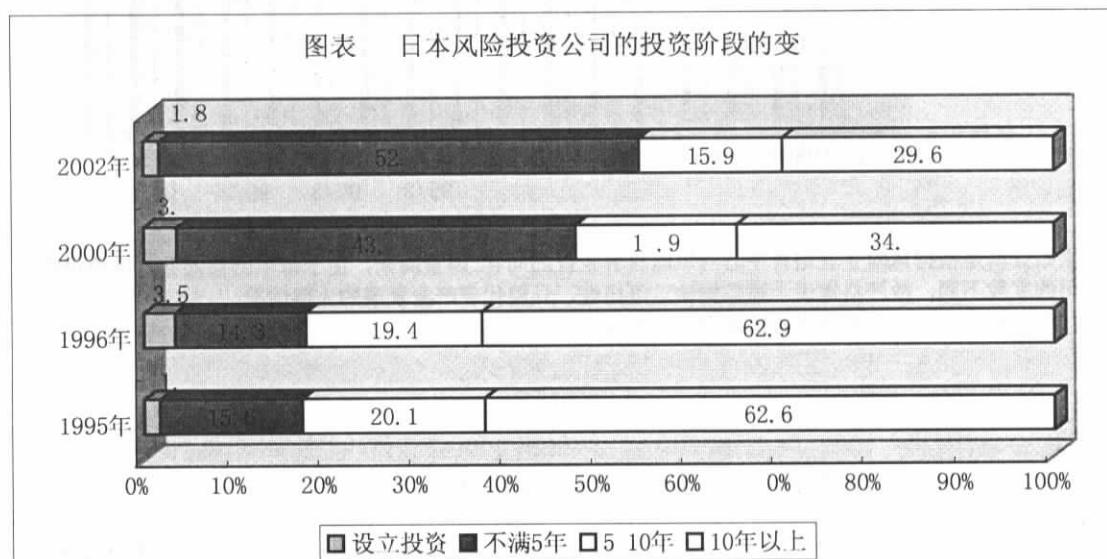
出处：笔者根据风险企业培育中心的调查资料做成。

图表-6 日本各次风险投资高潮的基本情况

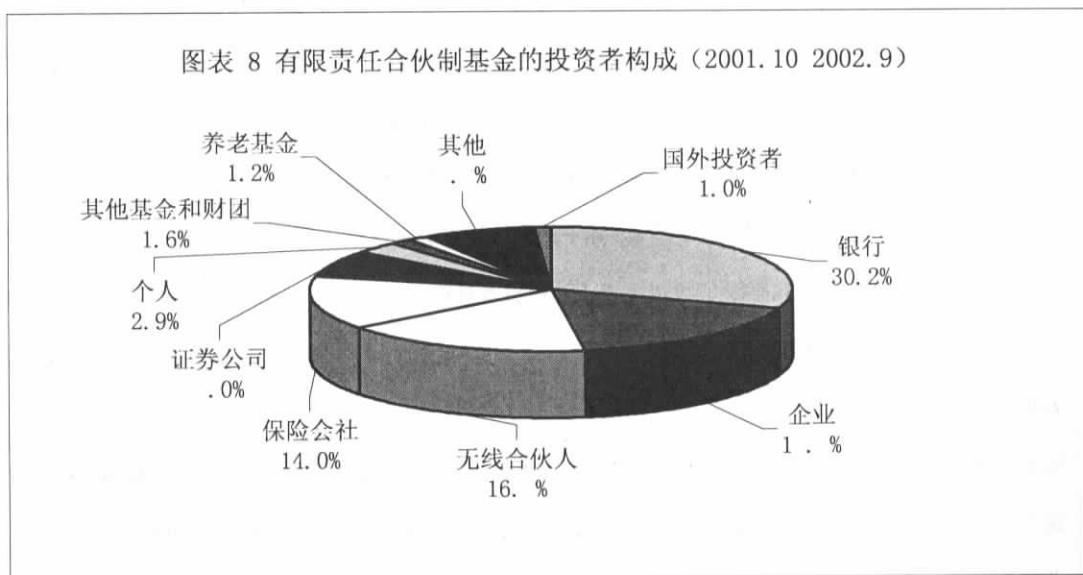
	第二次风险投资高潮	第三次风险投资高潮	第四次风险投资高潮
期间	1982-1986	1995-1997	2000-2001
产生背景	(1)证券市场和店头市场改革的影响；(2)产业重心由重化学工业向轻薄短小的电子生物等新兴产业转变，从而出现了新的创业机会，增加了对风险投资的需求；(3)1982年首创的日本式有限责任合伙制基金为风险投资公司筹集资金开拓了新的渠道。	(1)政策，特别是『中小企业创造活动促进法』实施的结果；(2)店头市场的公开上市高潮的影响；(3)1995年店头市场内特殊板块的设立(赤字的高科技中小企业也可以上市，这在日本是首次)	(1)风险企业公开上市渠道的增加(1999年11月东京证券交易所设立了MOTHERS板块；2000年5月在大阪证券交易所合作开设NASDAQ-JAPAN)；(2)美国IT革命(或泡沫)的影响。
结束原因	随着1986年日元的大幅升值，进行了过多的设备投资的风险企业纷纷破产，这其中包括一些当时的明星级企业。大量风险企业	1997年山一证券(日本四大证券之一)和北海道拓殖银行的破产以及亚洲金融危机的爆发，使日本的金融市场受到了巨大震撼，受此影	(1)IT泡沫的破裂；(2)创业板市场的不完善。

<p>的破产最终结束了持续近 3 年的第二次风险投资的高潮。</p>	<p>响，作为金融市场一份子的风险投资产业出现了大幅的倒退</p>	
------------------------------------	-----------------------------------	--

出处：笔者根据渡边（1983,pp.67-68）；金融财政事情研究会（1985, pp.133-136）；安保（1994, pp.120-149）；*Venture Club*（2001 年 10 月刊）；村瀬光正（2002）；浜田（1998）等资料做成。



出处：笔者根据风险企业培育中心各年的调查资料做成。



出处：笔者根据风险企业培育中心（2003）的调查资料做成。

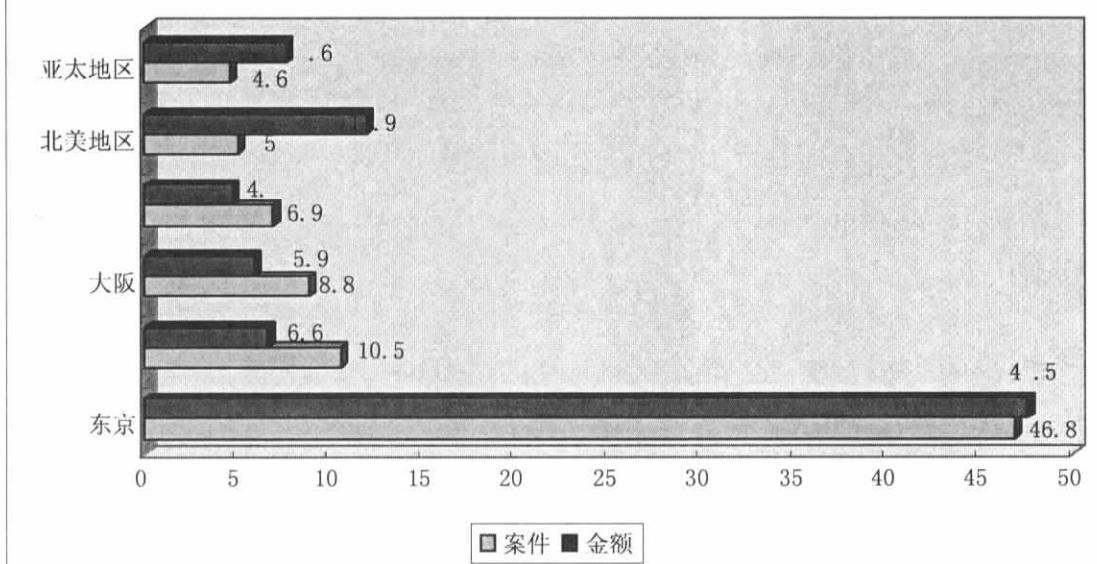
图表·9 日本风险投资产业规模比较

	A	B	B/A	C	D	D/C	E	F	F/E
95年	15	88	5.9	85	476	5.6			
96年	16	143	8.9	83	570	6.9			
97年	24	193	8.0	92	753	8.2			
98年	20	258	12.9	84	1078	12.8	3970.3	8781.5	2.2
99年	12	653	54.4	77	1727	22.4	4491.4	9274.3	2.1
00年	23	1271	55.3	82	2713	33.1	4762.4	9824.7	2.1
01年	28	487	17.4	102	3000	29.4	4175.7	10082.2	2.4

注：A:日本年间投资金额；B:美国年间投资金额；C:日本投资余额；D 美国投资余额；E: 日本GDP；F: 美国GDP。A,B,C,D 的单位为 100 亿日元；E,F 的单位为 10 亿美元。因为原始资料的出处不同(A,B,C,D 为同一出处，E,F 为同一出处)，为了保持了可比性，这里只对同一出处的数据进行比较。

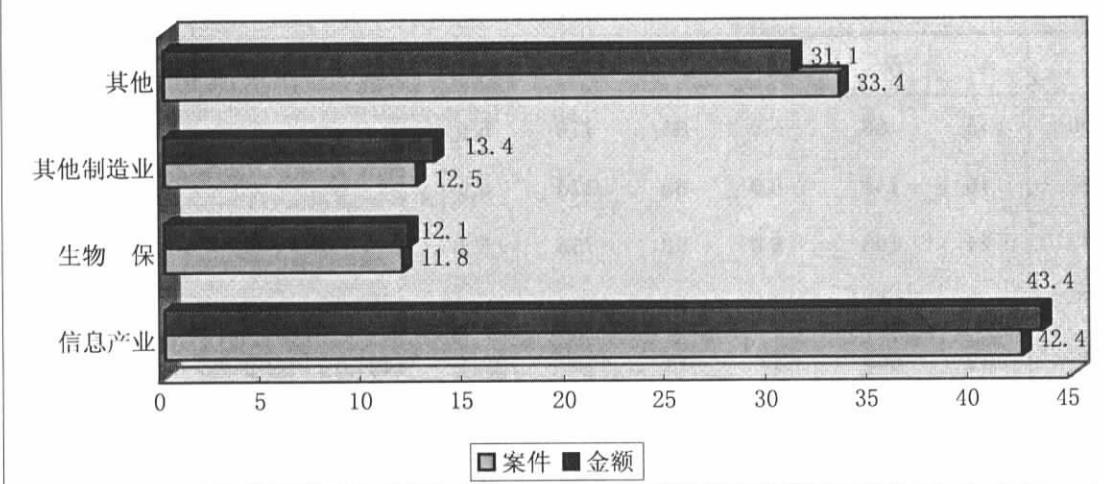
出处：笔者根据风险企业培育中心（2003）和日本经济社会综合研究所网（<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/h13-kaku/point.pdf>）的资料做成。

图表 10 日本风险公司的投资地区分布（2001.10~2002.9）



出处：笔者根据风险企业培育中心（2003）的调查资料做成。

图表 11 日本风险投资公司的投资行业 (2001.10~2002.9)



出处：笔者根据风险企业培育中心（2003）的调查资料做成。

主要参考文献：

- 安保邦彦（1994）《风险企业和风险投资产业的再生之路》同友馆
- 浜田康行（1998）《日本的风险投资》日本经济新闻社
- 浜田康行·浅井武夫（2000）「风险企业的支援政策」松田修一监修早稻田大学企业家研究会编《风险企业的经营和支援》日本经济新闻社
- Bygrave, W. and Timmons, J. (1992) *VENTURE CAPITAL AT THE CROSSROAD*. HARVARD BUSINESS SCHOOL PRESS.
- 村瀬光正（2002）《日本的风险投资产业：正在进化的商业模式》村瀬光正于 2002 年 2 月 22 日在日本 21 世纪政策研究所的演讲材料
- 村瀬光正（2003）《风险投资和风险投资的作用》村瀬光正于 2003 年 1 月 14 日在东京证券会馆的演讲材料
- 渡边和彦（1983）「风险投资的本质和课题」东洋经济编《风险投资和风险企业》东洋经济新报社
- Eisenberg, R. (1996) "PUBLIC RESEARCH AND PRIVATE DEVELOPMENT: PATENTS AND TECHNOLOGY TRANSFER IN GOVERNMENT-SPONSORED RESEARCH", *Virginia Law Review*. Vol.82, pp.1663-1727.
- Gompers, P. and Lerner, J. (1998) "What Drives Venture Capital Fundraising", *Brookings Papers: Microeconomics 1998*.
- Gompers, P. and Lerner J. (1999) *The Venture Capital Cycle*. The MIT Press.
- 和上阳子（2001）「检验 JAFCO 模式」*VENTURE CLUB* 2001 年第 10 期
- 今原禎治（1995）《在荒海中独行》东洋经济新报社
- 金融财政事情研究会（1985）《风险投资：克服投资风险的课题》金融财政事情研究所
- Kortum, S. and Lerner, J. (2000) "Assessing the Contribution of Venture Capital to the Innovation", *RAND Journal of Economics*. Vol.31, No.4, pp.674-692.
- Lerner, J. (2000) *Venture Capital and Private Equity: a casebook*. John Wiley & Sons, Inc.
- Lerner, J. (2002) "When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Program", *The Economic Journal*. 112(February), pp.73-84.
- Milgrom, P. and Roberts, J. (1992) *ECONOMICS, ORGANIZATIONS & MANAGEMENT*. Prentice Hall, Inc.
- Mowery, D. and Ziedonis, A.(2002) "Academic patent quality and quantity before and after the Bayh-Dole act in the United States", *Research Policy*. Vol. 31, Issue 3, pp. 399-418.
- NVCA (2000) *National Venture Capital Association Yearbook 2000*. Venture Economics.
- OECD (1996) *Venture Capital and Innovation*. Paris.
- OECD (1997) *Government Venture Capital for Technology-Based Firms*. Paris.
- 浅井武夫（1996）「日本中小企业金融和风险投资产业的形成」秦信行·上條正夫编著《风险资金的多样化》日本经济新闻社
- 秦信行·上條正夫（1996）「日本风险投资产业的构造和课题」秦信行·上條正夫编著《风险资金的多样化》

日本经济新闻社

清成忠男 (1972) 《风险投资》新时代社

清成忠男 (1984) 《经济活力的源泉：日美欧风险企业的比较》东洋经济新报社

日本风险企业培育中心 (2003) 《风险投资产业投资动态调查报告书》日本风险企业培育中心

日本监查法人公开业务本部 (2003) 《风险企业公开上市手册》中央经济社

Sahlman, W. (1990) "The structure and governance of venture-capital organizations", *Journal of Financial Economics*. Vol.27, pp.473-521.

Sohl, J. (1999) "The early-stage equity market in the USA", *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*. Vol.1, No.2.

Timmons, J. (1999) *New Venture Creation: Entrepreneurship For The 21<sup>st</sup> Century (5<sup>th</sup> Edition)*. Irwin McGraw-Hill.

Wright, M and Robbie, K (1997) *Venture Capital*. Aldershot : Dartmouth.

西泽昭夫 (1998) 「作为金融中介机关的风险投资产业的成立和展开：美国私募市场的形成」东北大学研究年报《经济学》Vol.60 No.2

西泽昭夫 (2000) 「美国扶持风险企业政策的展开和高科技产业开发区的形成」东北大学研究年报《经济学》Vol.62 No.3

西泽昭夫 (2003) 「日本风险资金的现状」大滝義博・西泽昭夫共著《生物风险企业的事业战略》OHM 社

早川成信 (1983) 「美国的风险投资产业」东洋经济编《风险投资和风险企业》东洋经济新报社

竹内令 (1985) 《京都风险企业》耕文社