

复旦大学中国风险投资研究中心系列丛书
风险投资理论与实务丛书

中国风险投资创新 与探索研究

张陆洋 沈仲祺 著



NLIC2970869099

复旦大学出版社

复旦大学中国风险投资研究中心系列丛书
风险投资理论与实务丛书

中国风险投资创新与探索研究

张陆洋 沈仲祺 著



NLIC2970869099

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国风险投资创新与探索研究/张陆洋,沈仲祺著. —上海:复旦大学出版社,2012. 10
(风险投资理论与实务丛书)
ISBN 978-7-309-09219-6

I. 中… II. ①张…②沈… III. 风险投资-研究-中国 IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 217376 号

中国风险投资创新与探索研究

张陆洋 沈仲祺 著
责任编辑/岑品杰

复旦大学出版社有限公司出版发行
上海市国权路 579 号 邮编:200433
网址:fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com
门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853
外埠邮购:86-21-65109143
上海华教印务有限公司

开本 787×960 1/16 印张 16.5 字数 256 千
2012 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-09219-6/F·1866
定价:38.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。
版权所有 侵权必究

本书为复旦大学中国风险投资研究中心专题研究成果,受到上海科技基金发展研究软科学研究项目的资助,并得到 2009 年科技部与上海市科委部市合作课题“科技创新创业投融资瓶颈分析及对策研究”的成果支持

本书顾问：

王松奇(教授、博导 中国社会科学院金融研究所副主任)

李爱民(中国风险投资有限公司合伙人、高级副总裁)

沈文京(国家科技部条件财务司处长)

本书执行编委：

陈莹(南京大学工商管理学院副教授)

郭明杉(复旦大学 2011 年应用经济学博士后)

成飞龙(山西省科技基金发展总公司总经理)

王品高(上海创业投资有限公司总裁)

顾立基(原深圳招商科技集团董事长)

何国杰(广东省粤科风险投资集团董事长)

李万寿(深圳创新投资集团总经理)

张伟(江苏高科技投资集团总经理)

孙学东(深圳市高新技术投资担保服务有限公司副总经理)

张志军(北京经纬律师事务所合伙人)

李怀杰(苏州创业投资集团有限公司项目经理)

陈威伊(复旦大学 2007 级硕士研究生)

复旦大学中国风险投资研究中心“风险投资理论与实务丛书”介绍

1. 理论方面书目(姜波克教授任主编):

《创业—组合投资理论》;
《创业投资定价模型》;
《风险投资国际化》;
《创造的财富》等。

2. 政策与经验方面书目(王松奇教授任主编):

《多层次资本市场与风险投资市场研究》;
《美国政府促进风险投资的经济政策》;
《风险投资发展国际经验研究》;
《美国风险投资的有限合伙制》等。

3. 资本市场与案例方面书目(王国刚教授任主编):

《风险资本市场体系的研究》;
《风险投资过程中的中介服务》;
《中国创业投资探索典型案例研究》;
《中国科技企业创业成长规律的研究》等。

丛书学术顾问兼主编:姜波克 王松奇 王国刚等

国内编委:刘崇兴 赵尔珉 何国杰 王鸿茂 傅 浩 王品高 陈 玮
郭鲁伟 王守仁 夏绍裘 杨应敏 张建博 郭顺根 范建年
王长欣 刘曼红 陈工孟 范云波 房汉廷 崔沂涛 崔 升
郭 岭 李万寿 张陆洋 沈仲祺 刘建钧 李爱民 沈文京等

国外编委:Joshu Lerner Christopher Lane Davis Saunders Miller 等

丛书总主编与策划:复旦大学中国风险投资研究中心主任张陆洋博士

总 序

风险投资,又称创业投资,在发达国家兴起已有几十年的历史了,现在已经成为一个具有鲜明特点的金融投资产业——风险投资业。据美国风险投资协会(NVCA)的研究,风险投资对经济的贡献,其投入产出比是1:11的关系。自20世纪70年代以来,风险投资的风险资本总量,只占整个社会投资总量不到1%的比例,凡是接受过风险投资而至今还存活的企业,产出占国民生产总值的比例高达11%。据哈佛大学勒纳(Joshua Lerner)教授的研究,风险投资对于技术创新的贡献,是常规经济政策如技术创新促进政策作用的三倍。而且,风险投资与中小企业创业解决了当代就业增量的70%之多。我们在看到风险投资有如此之多的金融经济价值的同时,也看到风险投资的投资行为给金融学理论与实践提出了许多新的课题。传统的证券投资有马柯维茨的投资组合理论以及夏普定价理论,当代衍生工具投资有斯克尔斯的期权定价理论。风险投资需要的是什么样的理论,值得我们深入认真研究。

传统的资本市场已经有100多年的历史,形成了较为成熟的资本市场理论体系。而风险投资作为一项新兴的投资工具或者手段,它需要的是什么样的资本市场、什么样的交易机制与规则等等,值得我们进行比较与深入研究。

同样是发达国家,为什么有的国家风险投资发展得很快、很健康,而有的国家步履维艰?风险投资究竟需要什么样的宏观经济政策体系(特别是对于发展中国家而言),这个课题非常值得研究。

发达国家集几十年风险投资业发展的经验,不论是在理论还是实践上,都占据了先进的地位;它们的经验和教训,值得我们研究和借鉴,以帮助我国风险投资业发展得更加顺利。

我国风险投资业起步虽然较晚,但与发达国家发展的历程比较,取得

了同比历史阶段性进步,风险资本量已经达到 500 亿元左右的规模。在近十年的发展探索过程中,我国取得了哪些先进经验,又有哪些值得反思的教训,都是我们从事风险投资业者共同关心的,也是国家必须给予关注的,更是我们学者研究的责任。

近几年国内在风险投资领域的研究,除了早先介绍国外风险投资做法之外,从风险投资的概念,到风险投资的理论体系;从风险投资需要的资本市场体系,到风险投资机构需要的治理结构;从风险投资项目的评价体系,到风险投资的中介服务理念;从风险投资从业人员素质,到风险投资业的行业协会管理;从风险投资的资本收益税收优惠政策,到国家风险投资的宏观经济政策等等,都取得了较好的成果。

在全国数家风险投资机构的支持下,复旦大学中国风险投资研究中心自 1999 年开始筹备,于 2000 年 6 月 27 日正式创建成立。几年来,我们的研究重点集中在风险投资的理论、风险资本市场体系、国际风险投资经验与教训、风险投资的中介服务、中国风险投资业的有益探索、风险投资涉及的宏观经济政策等问题;所从事的课题,有的是教育部“十五”规划项目,有的是国家社科基金项目,有的是学校金融学科建设重点支持项目,有的是与各个风险投资机构合作的项目,有的是地方政府委托的项目。

在此,我们将几年来的研究成果,整理成一套“风险投资理论与实务丛书”,奉献给全体风险投资业界人士,奉献给有关学者和专家,奉献给愿意学习和将要从事风险投资事业的朋友。我们出版的这套丛书,共有三个方面的专题(详见丛书介绍),坚持以理论学术价值为先,鉴于王松奇教授、王国刚教授在风险投资学术方面的领先地位,我们的研究得到了他们极大的支持,对于他们慨然应允作为本丛书的主编,我个人表示十分的感谢。

在此,我特别要强调的是,这套丛书的倡导者是张陆洋博士。他自 1996 年以来就致力于研究风险投资的理论与实务问题。复旦大学中国风险投资研究中心的创建,是他在师从我做博士后期间,积极努力整合相关资源的成就。我们的研究课题基本上是以他为主负责的。这套丛书实际上是他这些年来潜心研究成果的结晶。他的研究成果,体现了很多理论上和方法上的创新。以“创业—组合投资理论”为例,这是一项重要的金融投资学的理论创新。在此创新的基础上,他推导的组合投资风险分析方法,申报了国家五项方法发明专利和五项风险分析软件著作权专利。他的这些研究,不仅丰富了风险投资理论与实务的内容,对于学校金融学科建

设也是一项重要贡献。他的研究成果在学校研究生课程教学中,有的已经讲授三年了,研究生们对于他的研究和教学都是充分肯定的。为此,学校于2003年已经正式确定他为投资专业的学科带头人。

风险投资的理论与实务问题的研究,如同其他社会科学一样,需要大量的社会实践来支持,作为研究工作的基础。在张陆洋博士这些年的研究过程中,得到了广大风险投资机构的支持,它们将真实的情况毫无保留地奉献出来。科技部的沈仲祺副司长、李爱民处长等同志,除了给予支持之外,一直关注研究的进程。这些良好的社会基础,促成了我们能够尽快地将成果奉献给社会。在此,我也代表个人以及复旦大学金融学科建设领导小组,对他们的支持和帮助表示诚挚感谢。我相信这是一套最优秀的风险投资理论与实务丛书。

从另外一层意义上讲,丛书的出版也是大家多年来共同探索、研究的成果。在丛书出版之际,张陆洋博士提议将凡是支持过我们研究的各位专家,邀请作为丛书的编委,我完全同意他的提议。

实际上,我们从事风险投资实务和研究的专家们,都在实践着党的“三个代表”重要思想。几十年来风险投资的投资实践和科技企业创业的经济实践,都明确地证明了,它们是最为典型的先进生产力,是一个国家经济质量所在,更是一个国家未来经济竞争力所在。促进风险投资业的健康发展,加大科技产业对经济的贡献,是我们共同的社会经济责任。希望通过我们共同努力、积极的探索和创造性的研究,加速开创我国风险投资业发展之路,来正确引导我国风险投资业的发展。

姜波克

2005年2月8日于复旦大学

前 言

中国的风险投资业自 1985 年起步,至今还不到 30 年的历史,与风险投资业发达的国家比较,时间短,成就大。其原因在于我国政府积极推进,加上风险投资业界的努力,从多个角度多个层面进行了创新与探索。这些年来中国风险投资业获得了哪些长足的进步?已经有了哪些突破性的创新和有历史进步意义的探索?这些都需要我们认真总结。我们欣喜地看到,我国风险投资业在诸多方面的创新与探索上取得了巨大的进步。本书从整个风险投资业发展的大事记开始,引出风险投资业的发展,对这些创新与探索进行总结与研究(参见图 A)。

一、在风险投资制度上的创新与探索

由于风险投资面对的是具有“死亡之谷”风险特性的创业企业,它所采取的企业制度如果按照公司制的模式,必然会产生制度上的扭曲。1998 年以来,国内关于风险投资企业究竟哪种制度为最优,也曾有过不同的见解:有的认为公司制也能够做好风险投资,有的认为有限合伙制是最适合风险投资的企业制度。但是国际经验证明,有限合伙制巨大的优越性决定了它是适合风险投资的最优企业制度。经过这些年来的实践,各界人士普遍认为,中国风险投资要取得成功,必须按照国际惯例实施运作。我们调研看到,中国风险投资业进步最大的就是逐步贯彻有限合伙制原理,提高风险投资的效率与效益。

我国最早探索有限合伙制的是武汉东湖高科技风险投资公司(1999 年),由于没有撤出的渠道,他们的探索不得不于 2002 年停止。

之后,北京中关村科技园区出台“中关村条例”,是国内第一个系统的有关“有限合伙”的政策,其间也发起创建了第一家有限合伙制的风险投资基金,但是由于《公司法》中没有关于这方面的规定,该有限合伙制的基金

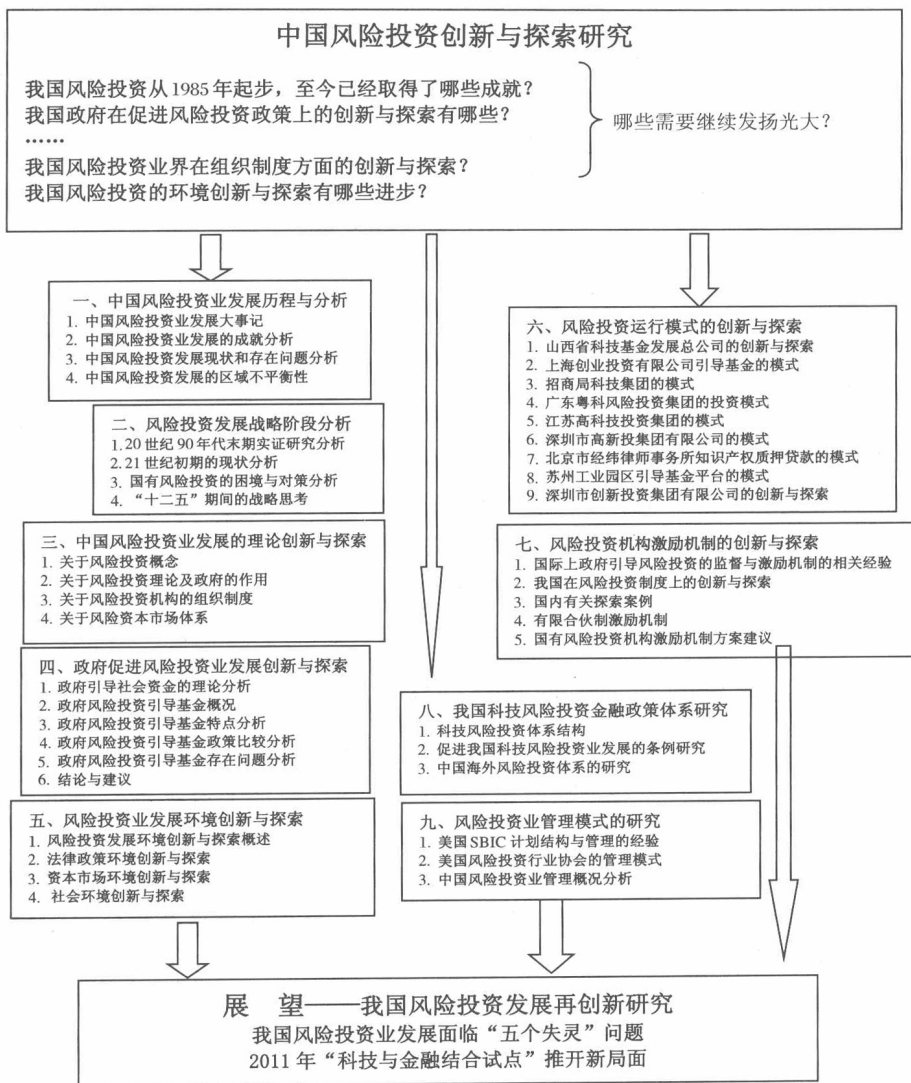


图 A 本书撰写路径或阅读的路径指引示意图

不得不解散。

当上海创业投资有限公司于 2000 年正式创建时，正是基于有限合伙制原理，引导社会法人资金参与风险投资，成效明显，已经成为各地学习的

典型。

深圳创新投资集团有限公司自 2002 年开始,在国有投资公司背景下,开始探索跟投制度,由于成效显著,于 2006 年正式颁布公司文件,全面贯彻跟投制度。

深圳市高新技术投资担保有限公司自 2006 年开始,也在积极探索基于有限合伙制原理的跟投制度。

在风险投资企业制度创新方面最为彻底的是深圳招商局科技集团有限公司,自 2000 年起就开始贯彻有限合伙制的机制,进行运作,至今已经发起第 3 个基金了。

由于现有法律和管理体制的限制,大多数风险投资机构还无法拥有深圳那样鼓励创新的环境,但它们的探索同样也是有效的,如广东省粤科风险投资集团研究并探索了基于风险投资运行业绩的内部奖励机制。从贯彻的情况分析,该激励机制还是非常有效的。

从实证调研的总体情况分析,按照有限合伙制实施风险投资的运行机制,正逐步成为共识,并已经成为从业者们自觉的制度创新行为。目前,全国各地都在研究探索如何进行有限合伙制方面的创新,以解决传统管理制度对于风险投资业不适应的环节。

二、在风险投资运行模式上的创新与探索

从我们调研的角度分析,我国风险投资机构的运行模式大致可分为如下几种:

以山西省科技基金发展总公司、河北省风险投资有限公司、天津科技发展投资总公司为代表的运行模式,其特点是“科技导向”,自创建以来坚持科技方向寻找并投资项目,不投资股票、不投资房地产、不投资煤炭挖掘等业务,实现了政府出资支持风险投资的社会和经济效益,投资稳妥性较高,但收益周期较长,而且需要给创业企业提供服务的要求较高。坚持这种投资运行机制的机构领导者基本上是早期从事科技研究与开发工作的。

以深圳创新投资集团有限公司以及 2002 年以后大量创建的风险投资机构为代表的运行模式,以将投资产权尽快上市或转售给其他投资者为商业契机来选择和投资项目。这种投资运行模式的特点是收益快,但需要良好的资本市场资源为支撑,需要前期已经有大量早期项目供其选择。深圳创新投资集团有限公司目前已经将 27 家各类创业企业通过资本市场上

市,收效居全国之首,并创造了国内第一家将企业送到韩国资本市场上市、第一家将企业送到德国法兰克福市场上市的业绩。

广东风险投资集团在何国杰董事长的领导下,自2000年以来在投资项目的过程中贯彻项目组团服务,探索内部激励机制,积极寻找资本市场出路,至今已将8家企业投资上市,探索了将风险投资与孵化器结合的模式。

另外,河北风险投资有限公司自2000年开始探索将孵化器归于风险投资机构经营的运行模式,具有值得全国各地学习的引导价值。最具有代表性的民营风险投资机构——武汉光谷投资以民营资本创建,在全国对于民间资金参与风险投资是极好的榜样。黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司基于风险议价加上业绩增量奖惩的项目评估方法的创新与探索,为我国风险投资机构进行创业项目定价开拓了新机制。

从国内风险投资机构运行模式上分析,可以看出,各地都有自己结合当地资源禀赋情况的运行特色,我们难以下结论哪种模式好哪种模式不好,但至少可以肯定深圳的风险投资业创新力度是国内领先的,山西、河北、天津等地坚持科技导向的模式是政府支持风险投资必须坚持的本原。

三、政府引导社会风险资本的创新与探索

政府如何引导风险投资业的发展,是学术界和实业界都在讨论的问题。目前国际上政府支持风险投资业发展的模式,大致可以分为三类:第一类是政府出资直接投资的模式,我国风险投资大体上属于这种模式;第二类是政府直接引导社会民间资本积极参与风险投资的模式,以色列属于这种模式的典型代表;第三类是政府运用财政风险杠杆来引导社会民间资本积极参与风险投资,该模式以美国小企业管理局为代表。从引导资金和政府 in 市场经济中的定位与作用角度分析,第二类模式可以引导相当于政府资金3—10倍的社会民间资金进入风险投资领域,第三类模式可以引导相当于政府资金10—20倍的社会民间资金进入风险投资领域。从成效的角度分析,也是引导社会民间资金的模式好于直接投资的模式。

我国的风险投资业近些年也正在从直接投资为主转向直接引导的模式。在这个创新与探索的过程中,上海创业投资有限公司最早运用有限合伙制原理引导社会资金进入风险投资领域,其次是深圳创新投资集团有限公司,它们都带动了5—10倍的社会资金进入风险投资领域。江苏省高科

技风险投资集团从2002年开始探索创新基于省财政资金引导创建省域内科技企业创业的投融资平台的模式,到2007年已经基本形成了江苏省的创业投融资平台建设。近些年来,山西省科技基金发展总公司创新了与国家开发银行以及省政府财政合作,以8亿元的“母基金”发起10—15个子基金的引导模式。成都市政府创建了由政府出资5亿元的“母基金”来引导社会民间资金参与5—10个子基金的模式。

现在,各地都在纷纷学习政府直接引导社会民间资金的模式,研究本地区实施引导基金的方案和措施。

从实证调研的总体分析,各地政府和风险投资机构都认识到,政府出资的风险投资机构直接投资的模式,在风险投资从无到有的过程中是一个重要的创新,但是有了这一模式之后,从风险投资效率和效益的发挥以及风险投资社会、经济效应的角度分析,需要进一步创新,需要采取引导模式来放大政府资金扩大风险资本。不过这个转型的过程大约需要3—5年的时间周期。

四、在风险投资业发展环境上的创新与探索

随着我国风险投资业创新与探索的不断深化,风险投资环境建设也在不断改善和进步。无论是法规政策环境,还是资本市场环境,都是在不断地创新和改进之中。

从法规政策环境分析,近些年来我国风险投资业的法规政策从无到有,并在逐步完善。在2000年之前,我们能够看到的关于风险投资业发展的政策文件只有科技部联合七部委提出的国务院105号文件。之后,各个部委都在积极支持风险投资业的发展,从科技部延展到国家发改委、财政部、国家开发银行等。目前,已经在国家发改委的努力下联合十部委出台《关于创业投资管理暂行办法》,国家税务局也出台了关于风险投资税收优惠的政策。此外,各地政府依据国家的政策也纷纷出台促进风险投资业发展的有关规定。这些政策的出台为风险投资业的发展创造了更好的政策环境,逐步清除了各种制约风险投资业发展的障碍因素。更为重要的是,全国人大财经委员会为了以最快速度出台有利于风险投资的法律,修订了《合伙企业法》,其中专门增加了一章(即第三章)关于有限合伙的规定,笔者有幸作为专家之一,参与了这一章的修订工作。有限合伙的法律规定,基本上清除了在风险投资法律上的障碍,笔者认为这是对于风险投资最有

意义的法律贡献。

最近,国家又颁布了关于中小企业税收的优惠法律,对于我国科技企业创业又是极为利好的消息,将大大促进我国科技企业创业的进程,为风险投资者提供更好更多的科技企业作为投资对象。

从资本市场环境建设分析,我国的资本市场还不够成熟,但是创新步伐较快。虽然2002年时由于种种原因,没有启动创业板资本市场,不过从创新的角度看,在深圳证券交易所设立的中小企业板市场尽管还不是真正意义上的创业板市场,但它已经为风险投资的撤出作出了有价值的尝试,是非常有意义的。还有各地的技术市场、技术产权交易所、产权交易所以及代办系统等都在探索尝试为科技成果的转化、科技企业创业提供投融资的平台。2009年,创业板市场正式启动。尽管这些创新与探索还存在着这样和那样的问题,但是这些在资本市场上的创新与探索,对于风险投资而言都是极有意义的支持。

纵观近些年国家在政策环境和资本市场创新上的建设,可以明显地看到,随着对风险投资特性认识的深化,国家在风险投资的法规政策环境以及资本市场上的创新已经基本适应了风险投资金融经济规律的需要。但现在的问题是,在各地贯彻执行的过程中还有着各种各样的阻碍。

从我们实证调研的总体情况分析,我国风险投资业的发展正在逐步实现其体系建设与机制完善,以及法规政策环境和资本市场环境的建设。这是一个极其重要的转型期,主要表现在:人们对风险投资概念的把握越来越成熟;风险投资的企业制度越来越接近科学有效的最优制度;风险投资运行模式越来越适合风险投资机制的需要;政府对于风险投资的支持模式越来越趋于引导机制,并将成为主流;国家对于风险投资的法规政策体系建设越来越完善,对于资本市场的创新也越来越适合风险投资交易流的需要。

近些年我国风险资本总量基本保持均衡的态势,风险投资机构增长数量相当不理想,同时外资风险投资却大举进入,我们受到来自它们的挑战,不少人大呼“狼来了”。外资风险资本以商务部《外商创业投资暂行规定》为契机,自2004年开始纷纷进入中国,由于跨国投资的成本机制、收益机制的特性要求,它们往往以创业的后期项目为切入点进行投资。所以近些年来,我国创业企业的投资价格水平已经上涨了3—5倍,带来了风险投资业发展的一些非良性循环交易流。但是经过本次系统大范围的实证调研,

我们相信经过这个转型期,中国的风险投资业在未来的3—5年将会获得更加长足的进步。

尽管我们取得了历史性的进步,而且就建设创新型国家的战略角度带来了风险投资业发展的巨大空间以及使命性的挑战,但与风险投资业发达的国家比较,还有着诸多需要学习的经验,还有诸多方面需要更深入的创新。

相信有我国政府的积极推进,有全体业界同仁的努力,再过若干年我国的风险投资将创造出更杰出的成就。

在本书的研究、调研以及撰写的过程中,得到了成飞龙(山西省科技基金发展总公司总经理)、王品高(上海创业投资有限公司总裁)、顾立基(原深圳招商科技集团董事长)、何国杰(广东省粤科风险投资集团董事长)、李万寿(深圳创新投资集团总经理)、张伟(江苏高科技投资集团总经理)、孙学东(深圳市高新技术投资担保服务有限公司副总经理)、张志军(北京经纬律师事务所合伙人)、李向红(苏州创业投资集团有限公司董事长)等有关机构领导的大力支持,并提供大量资料。此外,陈莹(南京大学工商管理学院副教授)参加了江苏高科技投资集团案例以及有关环境的研究和撰写,郭明杉(复旦大学2011年应用经济学博士后)参加了部分的调研工作。

在本书内容的研究、调研、撰写过程中还有很多的业界人士给予了大力帮助,在此一并表示衷心的感谢。

目 录

第一章 中国风险投资业发展历程与分析	1
第一节 历史大事记	1
第二节 中国风险投资业发展的成就分析	6
第三节 中国风险投资发展现状和存在问题分析	20
第四节 中国风险投资发展的区域不平衡性	25
第二章 风险投资发展战略阶段分析	30
第一节 20 世纪 90 年代末期实证研究分析	30
第二节 21 世纪初期的现状分析	34
第三节 国有风险投资的困境与对策分析	38
第四节 “十一五”期间的战略思考	41
第五节 “十二五”期间的战略思考	49
第三章 中国风险投资业发展的理论创新与探索	54
第一节 关于风险投资概念	54
第二节 关于风险投资理论及政府的作用	56
第三节 关于风险投资机构的组织制度	58
第四节 关于风险资本市场体系	66
第四章 政府促进风险投资业发展创新与探索	70
第一节 政府引导社会资金的理论分析	70
第二节 政府风险投资引导基金概况	76
第三节 政府风险投资引导基金特点分析	81
第四节 政府风险投资引导基金政策比较分析	82