

中国风险投资透视

The Perspective of Chinese
Venture Capital

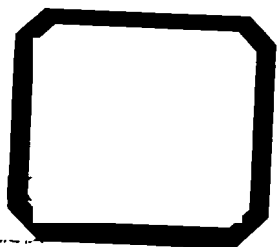
罗国锋 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

本书受
本书框
(资助
鸣谢上
究团队



专著) 建设基金资助
中央高校基本科研业务费专项资金资助
号: N090423005)
, <http://www.chinaventure.com.cn/>) 为研
据库

中国风险投资透视

The Perspective of Chinese
Venture Capital

罗国锋 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国风险投资透视/罗国锋著. —北京: 经济管理出版社, 2012. 11
ISBN 978 - 7 - 5096 - 2146 - 2

I. ①中… II. ①罗… III. ①风险投资—研究—中国 IV. ①F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 250697 号

组稿编辑: 张 艳
责任编辑: 孙 宇
责任印制: 黄 铄
责任校对: 超 凡

出版发行: 经济管理出版社
(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-m.p.com.cn
电 话: (010) 51915602
印 刷: 北京银祥印刷厂
经 销: 新华书店
开 本: 720mm × 1000mm/16
印 张: 20.5
字 数: 368 千字
版 次: 2012 年 11 月第 1 版 2012 年 11 月第 1 次印刷
书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 2146 - 2
定 价: 58.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

2009年11月，东北大学秦皇岛分校发文成立了“创新创业与风险投资研究所”，从这一天起，研究所即担负起“传播创新创业精神、促进科技金融对接”的光荣使命。

研究所为创新和创业者而生，注定要全心全意为中国广大的创业者提供力所能及的服务。经过团队多日酝酿，我们决定对中国风险投资做透视性的研究，于是，“风险投资在中国”项目研究团队成立了。利用投中集团的CVSource股权投资数据库，我们的团队很快就取得了阶段性成果。项目组每周都开会1~2次，每次和同学们一起讨论时，辛苦和疲劳全都无影无踪了。

2011年6月，我协助指导的博士研究生李严同学写出第一篇严谨的学术论文，并发表于2012年6月的《管理科学》杂志上。我指导的硕士研究生和本科生也陆陆续续做出了一些研究成果，在《中国风险投资》这一业内有影响力的杂志上发出了自己的声音。

2011年10月，我们组织了“风险投资在中国”研究项目阶段性成果汇报会，广泛听取各界人士意见，尤其重视在风险投资实践一线的专业人员和创新创业者的意见，并根据这些意见对研究成果的报告形式做出了重要调整，并最终形成本书。

在本书各个专题的研究过程中，博士研究生李严，硕士研究生李启刚、郑燕磊、刘小溪和侯营营，本科生李加鹏、周超、韦芳、张洪建、洪晖选、陈震、张燕、赵辉东、苏学颖、李柳蓉、李佩瑾、张海燕、郑建飞、林政、刘小红、王润洲、崔佳、魏宇、张

昕、卢少绵、康栗钊、翟泽南、王泽航、高男发挥了重要作用，他们都非常优秀，并且潜能无限。

看着我的学生们一天天成长和成熟，听到企业家和投资人对同学们的褒奖，没有什么事情比这更令人开心了。我的毕业生有的被跨国公司录用，有的被国有垄断大企业录用，有的考取了公务员，有的则选择了创新型企业融入到创业团队中，甚至还有学生被投资机构看中并着力培养。

对于这些优秀学生，我总是报以最大的期望，并希望研究所后墙上铭刻着的“创新、自知、风险承担、超前行动、积极竞争”十六个字能够伴随他们一生，永远激励他们前行。

在本书的撰写过程中，东北大学秦皇岛分校兼职教授、科技部科技经费监管服务中心房汉廷副主任，中国风险投资研究院沈阳分院院长陈乐靖先生和中国风险投资研究院研究部的专家们都提出了不少建设性意见，在此表示深深的谢意！

我还要特别感谢经济管理出版社第二图书编辑部张艳主任。她工作认真负责，工作效率极高，待人热情诚恳，为本书的顺利出版提供了巨大的帮助。

本书的研究和撰写受教育部中央高校基本科研业务费专项资金资助（资助类别：种子基金；项目批号：N090423005），本书的出版受东北大学秦皇岛分校“教材（专著）建设基金”资助，在此一并感谢！

由于本人水平有限，书中难免有错误和疏漏之处，还望读者朋友不吝指正！

罗国锋

于秦皇岛听涛草堂

2012年10月8日

目 录

第一章 绪 论	1
第一节 概念界定与基本分类	1
第二节 中国风险投资的三个发展阶段	3
第三节 本书的框架结构	8
第二章 中国风险投资制度变迁与立法改革	9
第一节 引 论	9
第二节 中国风险投资立法与政策实践	17
第三节 国外风险投资立法经验	25
第四节 中国风险投资立法改革探讨	33
第三章 中国风险投资的地理聚集	45
第一节 风险投资地理聚集理论概述	45
第二节 中国风险投资地理分布特征	47
第三节 地区风险投资发展指数	57
第四节 地理聚集的影响因素分析	61
第五节 本章小结	69
第四章 活跃风险投资机构特征与 IPO 绩效	71
第一节 活跃投资机构的界定及组成	71
第二节 存续时间和管理团队	76
第三节 管理基金数量与规模	84

第四节	机构特征与 IPO 退出绩效	93
第五节	活跃风险投资机构名录	96
第五章	风险投资事件特征与 IPO 退出绩效	109
第一节	IPO 退出绩效概述	109
第二节	行业、上市地点与退出绩效的关系	110
第三节	投资行为与 IPO 退出绩效	118
第四节	投资策略与 IPO 退出绩效	123
第六章	风险投资家特征与投资偏好	131
第一节	风险投资家特征概述	131
第二节	学历层次与投资偏好	134
第三节	专业背景与投资偏好	138
第四节	工作经历与投资偏好	141
第五节	海外经历与投资偏好	144
第七章	风险投资机构高管团队与绩效	147
第一节	风险投资高管团队相关理论	147
第二节	人力资本、社会资本与绩效关系模型	153
第三节	多重个案研究	157
第八章	风险投资家如何认知新技术企业价值	171
第一节	风险投资家的价值认知活动	171
第二节	价值认知心理学基础	178
第三节	价值认知模型	183
第四节	多重个案研究	201
第五节	价值认知中信息差异的影响	211
第九章	创业板上市公司与风险投资	227
第一节	创业板概述	227

第二节	创业板上市公司基本特征	229
第三节	核心团队	236
第四节	创业板上市公司获得风险投资情况	241
第五节	创业板上市公司背后的风险投资家	244
第十章	风险投资与创业板上市公司信息披露	247
第一节	国内外研究现状	247
第二节	理论框架和研究假设	251
第三节	变量测量与数据	257
第四节	统计分析结果	260
附 录		264
第十一章	创业板 IPO 首日超额收益与风险投资	291
第一节	IPO 首日超额收益概述	291
第二节	创业板 IPO 首日超额收益	299
第三节	创业板 IPO 首日超额收益影响因素实证分析	302

第一章 绪 论

在中国，风险投资是个模糊的、容易被混淆的概念。本章界定风险投资的概念，并简要回顾中国风险投资的发展历史。

第一节 概念界定与基本分类

一、基本概念

“风险资本”在中国是个容易引起歧义的词。首先需要明确的是，它是“风险性资本”（Risk Capital）的一种，在国外属于另类投资（Alternative Capital）。“风险性资本”中的“风险性”强调的是资本客观存在的风险，任何资本都避免不了，而“风险资本”的英文“Venture Capital”的原意是一种主动寻找特定风险并获取风险报酬的资本。

利用“风险资本”所做的投资，即所谓的“风险投资”。美国风险投资协会（National Venture Capital Association, NVCA）认为风险投资是由专业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。其本质内涵是“投资于创业风险企业，并通过资本经营服务培育和辅导创业企业创业，以期分享其高增长带来的长期资本增值”。欧洲风险投资协会（European Venture Capital Association, EVCA）认为风险投资是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管理参与的投资行为。我国著名管理学家、全国人大常委会前副委员长成思危认为：“所谓风险投资是指把资金投向蕴藏着很高的失败风险高新技术及其产品的研究领域，以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为。”

根据世界经济合作组织科技政策委员会 1996 年发表的一份题为《风险投资与创新》的研究报告，风险投资是指一种向极具发展潜力的新建企业或中

小企业提供股权资本的投资行为。它区别于一般产业投资的特点在于其投资周期长，一般是3~7年；除资金投入外，投资者还向投资对象提供企业战略设计、经营管理等方面的咨询与帮助；投资者在投资结束时的股权转让活动中获得投资回报。

学术研究中的风险投资（Venture Capital）是一个狭义的概念，专指那些“致力于对私有高成长型企业进行权益资本或者类似于权益资本（Equity-linked）投资的独立经营的专门资本集合”（冈波斯和勒纳，2002），其特点是：专业投资，投资家给予企业以专业建议；以权益形式投入未上市企业；在美国通常为优先股或可转换股，在我国一般为普通股；投资期限较长，通常为5~7年。

我国著名经济学家成思危、冯宗宪和谈毅等人对风险投资进行了定义。2006年3月1日施行的《创业投资企业管理暂行办法》第2条第2款规定，创业投资，系指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式。这是我国官方对于风险投资所做的正式定义。

然而，在实际运作中，往往难以区分风险投资与其后期投资阶段，即所谓的与私募股权投资之间的差别。在实践中，经常可以看到创业投资机构参与PE投资项目的消息，所以很难将风险投资与私募股权投资分开。

因此，与上述定义不一样的是，本书中所谓的风险投资是较为广义的风险投资，强调对非公开上市企业进行的股权投资或者类似股权投资。由于这些企业可能处于种子期、初创期、快速成长期和成熟期等不同的阶段，因此，本书将涉及专门投资于中早期的“创业投资”，也涉及专门做后期投资的“私募股权投资”。在不加说明的情况下，本书中的风险投资机构包括了各类创业投资（VC）机构和私募投资（PE）机构。

二、风险投资的基本分类

（一）按照投资阶段定位

风险投资机构往往有明确的投资阶段定位，定位在中早期投资的常常被称为VC，而定位在后期投资的，常常被称为PE。如果定位在企业的各个发展阶段的，则被笼统地称为风险投资机构，在本书所涉及的相关章节内用“VC/PE”表示。

（二）按照资金来源

风险投资机构注册成立时的资金有内外之别。来自于国内的，被称为“内资背景的风险投资机构”，也称为本土风险投资机构；来自于海外的，被称为“外资背景的风险投资机构”，有时也称为国际风险投资机构；如果内外兼有，属中外合作设立的，则称为合资机构，在本书相关章节中用“中/外资”表示。

（三）按照组织形式

风险投资的组织形式主要有3种：有限合伙制、公司制和信托制。在美国，80%的风险投资机构都是有限合伙制。在我国，公司制是过去风险投资机构最主要的形式。在我国，还曾经出现了“中外合作非法人”这种独特的形式。

（四）按照实际控制人的性质

按照实际控制人的性质，中国的风险投资机构可以分为如下5种：

独立风险投资机构：由自然人出资成立，或者采用有限合伙制的形式，或采取公司制的形式，不依赖于任何机构。

政府背景风险投资机构：由政府相关部门出资设立，常采用公司制的形式，政府直接任命董事长和总经理。例如各省市科技部门设立的科技投资公司。

高校背景风险投资机构：由高等院校（及其所属的产业集团）出资设立，董事长和总理由高等院校指派任命。

公司附属风险投资机构：由大公司出资设立，投资活动往往需要贯彻母公司战略意图，但不排除纯粹的财务收益目的。

金融机构附属风险投资机构：由银行、证券公司、保险公司等利用自有资金设立的风险投资机构。

第二节 中国风险投资的三个发展阶段

回顾中国风险投资的产生与发展历程，本书将其分为三个阶段：酝酿与产生阶段、兴起阶段和大发展阶段。

一、酝酿与产生

早在改革开放之初的1985年，中共中央在《关于科学技术体制改革的决定》中提出：“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立风险投资给予支持。”同年9月，由国家科委和中国人民银行支持，国务院正式批准成立了我国第一家风险投资公司——中国新技术风险投资公司，注册资本金2700万元。这是一家专营风险投资业务的全国性金融机构，它标志着中国风险投资事业的创立。

1986年，国家科委在《科学技术白皮书》中首次提到了我国风险投资业的发展方针。1991年，国务院在《国务院关于批准国家高新技术产业开发区和有关政策规定的通知》中指出：“有关部门可以在高新技术产业开发区建立风险投资基金，用于风险较大的高新技术产业开发。条件成熟时，高新技术产业开发区可创办风险投资公司。”

1993年，中国第一家以促进科技进步为主要目标，以人民币经济担保为主业的全国性银行机构——中国经济技术投资担保公司成立。它是由国家经贸委和财政部创办的，与银行、金融界、科技界、企业界合作密切。公司的主要业务是开展对高新技术成果进行工业性试验、区域性试验的担保业务和新技术产业与企业技术进步方面的投资融资业务，并且为这些项目开展评审和咨询业务。

1995年，国务院发布的《关于加速科技进步的决定》的白皮书中明确指出：“要逐步探索建立支持科技产业发展的风险投资机制。”并且国家科委、国家体改委在《关于深化高新技术产业开发区改革，推进高新技术产业发展的决定》中指出：建立多渠道、多形式的融资体系，增加对开发区的投入，改革投资方式，提高效益……同时积极吸引外资投入，建立高新技术产业化的风险投资基金。

1996年，我国颁布并实施《中华人民共和国促进科技成果转化法》，该法第24条规定国家鼓励设立科技成果转化基金或者风险基金，基金由国家、地方、企业、事业单位以及其他组织形式或个人提供，用于支持高投入高风险高产出的科技成果的转化，加速重大科技成果的产业化。这是我国首次以法律的形式对我国风险投资加以规定，为风险投资业在我国的发展提供了法律保障。同年，国家为了深入研究创业投资机制，派出访问学者赴美学习研究，美国是风险投资的发源地，拥有较为丰富的经验和完善的制度体系，此次赴美学习定能为我国风险投资的发展提供借鉴。1996年10月，国务院颁

布《关于“九五”期间科技体制改革的决定》，在这份文件中提出“积极探索科技发展风险投资机制，促进科技成果转化”。

在这样的背景下，各地政府纷纷成立了以政府部门为主导的风险投资机构。这些投资机构具有浓厚的地方政府色彩，它们一般是由政府出面，利用财政资金，同时向银行借款筹资兴办起来的。

在探索中国风险投资机制的同时，美国著名的风险投资机构开始了中国战略。第一个进入中国的外国风险投资机构当属美国风险投资基金 IDG。1993 年，熊晓鸽协助麦戈文在中国创建了 IDG 风险投资基金。IDG 中国的总部在北京，同时在上海、深圳等地设有分支机构，参与了国内 80 多个项目的投资，包括著名的搜狐、珠穆朗玛、金蝶等公司，总投资额在 1 亿美元左右。IDG 的投资阵容庞大，著名投资家熊晓鸽、周全、王功权、章苏阳是该机构最初的投资家。

IDG 风险投资基金在中国主要投资于软件、网络和 Internet 相关行业，特别是能够完全结合中国国情，有较大市场增长潜力同时又能充分发挥中国软件公司技术优势的那类软件和通信技术及服务有关的网络领域，以及 Internet。IDG 不但拥有雄厚的资本，而且熟悉公司在不同的阶段都需要什么样的帮助，比如说帮助公司确定战略方向、建立国内外的战略合作伙伴、为管理团队推荐和介绍所缺少的职业经理人才、提供日常管理咨询等。

截至目前，IDG 资本已投资包括百度、搜狐、腾讯、搜房、携程、汉庭、如家、金蝶、物美、康辉、九安等 200 家优秀企业，并已有超过 60 家企业在美国、中国香港、中国 A 股证券市场上市，或通过 M&A 成功退出。IDG 风险资本的进入，为中国风险投资带来了一道亮丽的风景。

美国是风险投资的发源地，其投资经验以及相关体制都是比较完善的。IDG 的进入不仅给我国带来了资金，也给我国带来了技术、经验和管理体制。

1998 年 3 月，时任民建中央主席的成思危在全国政协九届一次会议上提交了《关于加快发展我国风险投资事业的提案》，被列为全国政协九届“一号提案”。该提案提出了八点大力发展风险投资的建议，引起了中央政府的高度重视。“一号提案”对我国风险投资事业具有深远影响。它首次将风险投资提升到一个“关系到国家经济建设水平和国民经济的长期增长潜力”的高度，推动了相关政策的制定和完善。

1999 年，国务院批准了由科技部和财政部联合制定的《关于科技型中小企业技术创新基金的暂行规定》。随后，国务院发布了《关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定》，明确提出要培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立风险投资机制。《关于建立风险投资机制的若干意

见》、《外商投资创业投资企业的暂行规定》等政策也于同年推出。

二、兴起

1999 年，我国风险投资真正兴起，风险投资机构像雨后春笋一般产生。我们根据 CVSource 数据库做了统计，截至 2011 年 9 月 22 日，风险投资机构累计数为 3128 家，历年机构数量变化情况见图 1.1。

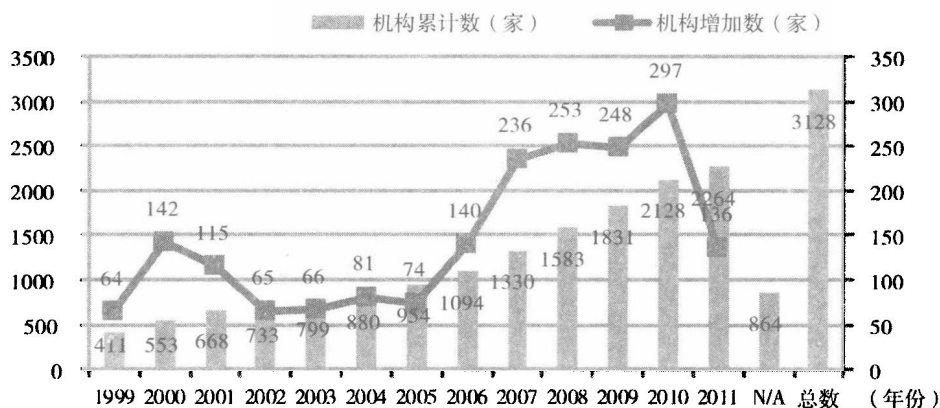


图 1.1 风险投资机构创立数量

由于 864 家机构的成立时间未知，图 1.1 仅依据 2264 家机构的成立时间绘制。从图 1.1 看出，虽然中国风险投资机构数量每年都在增加，但是在 2002~2005 年，增加速度相对较慢。据此，我们将 1999~2005 年视作第一波风险投资热潮，称作中国风险投资的兴起阶段；将 2006~2011 年视作第二波风险投资热潮，称作大发展阶段。

从 1998 年 3 月政协“一号提案”以来，社会各界开始对风险投资这一陌生事物产生了浓厚兴趣，掀起了一股发展风险投资的热潮。投资机构迅速膨胀，但大部分由政府出资组建。例如，1997 年 7 月，深圳创新投资科技风险投资公司创立，注册资本 7 亿元，政府出资 5 亿元；1998 年 8 月，上海创业投资有限公司创立，注册资本 7 亿元，政府出资 100%；1998 年 12 月，北京科技风险投资股份有限公司创立，注册资本 5 亿元，政府出资比例达 68%；2001 年 3 月，天津创业投资有限公司创立，注册资本 5 亿元，其中政府出资比例达 52%。

2000 年，由于国际风险投资受网络经济泡沫破灭的影响而遭受重创，越来越多的国际风险投资机构到中国寻找投资机会，并创造了中国风险投资的两头在外的模式：资金来源在外，上市退出在外。

由于本土机构缺少风险投资运作经验，海外上市退出经验更是欠缺，再加上国内风险投资退出通道不畅，使得在中国风险投资刚刚兴起的 8 年中，外资风险投资一直占据着主导地位，并长期占据着“50 强”榜单的大部分席位。这个阶段的中国风险投资基本上可以用“外资风投独领风骚”这句话来概括。

三、大发展：内资 VC 后来居上

中国上证指数自 2005 年 6 月 6 日从 998 点开始上升，奇迹般地经历了 26 个月的牛市行情。火爆的二级市场行情给风险投资行业打了一剂强心针，沉寂已久的中小板 IPO 也再度开闸，给风险投资机构带来了高额回报，再加上对开设创业板的预期，风险投资迎来了新一波的热潮。

与此同时，由美国次贷危机演化而来的全球性金融危机爆发了。海外的投资机构受此影响，资产大幅缩水，使得海外风险投资的资金来源受到限制。这给了本土风险投资机构一个超越对手的好机会。

另外，中国正在做着重要改革。新修订的《合伙企业法》为有限合伙制这种风险投资组织形式扫清了障碍；国家发改委、财政部、商务部三部委联合出台的《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》，为引导基金的设立、筹资、内部管理和外部监管与监督，以及引导基金的运作原则、方式与风险控制都提供了法律依据和指导框架。引导基金放大了风险投资机构管理资金的规模，还为可能的损失提供避险机制。更为重要的是，民间资本和保险资金也开始大举进入风险投资领域，优化了风险资本的来源结构。

2009 年 3 月 31 日，中国证监会正式颁布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》。10 月 30 日，创业板首批 28 家企业集体上市，为风险投资的退出提供了最重要的通道。本土机构培育新企业的投资积极性被调动起来，境内资本“本土募集、本土投资、本土退出”良性循环模式终于形成，这将带动我国风险投资进入真正的春天。

第三节 本书的框架结构

本书的主体部分由 10 章组成。

第二章回顾中国风险投资的制度变迁。该部分取自于笔者指导的大学生创新基金项目的研究成果，该项目部分成果被《中国风险投资》杂志录用并刊出。

第三章报告了笔者指导的团队关于中国风险投资地理聚集方面的研究成果。

第四章和第五章聚焦 IPO 退出。其中，第四章以活跃风险投资机构为研究对象，探讨了活跃风险投资机构的特征与其 IPO 退出绩效方面的关系。第五章则从 IPO 事件特征出发研究 IPO 绩效和事件特征之间的关系。

第六、七、八章三章聚焦于风险投资家。其中，第六章研究风险投资家的特征和投资偏好的关系，第七章则从团队视角，以 10 个风险投资机构案例，探讨风险投资家团队的社会资本和人力资本与投资机构绩效的关系。第八章则着重探讨风险投资家如何认知新技术企业的价值。

第九、十、十一章把焦点对准了中国创业板市场。第九章描述了创业板市场上市公司的基本特征，第十章研究风险投资对创业板上市公司信息披露的影响，第十一章报告了创业板 IPO 首日超额收益与风险投资的关系。

第二章 中国风险投资 制度变迁与立法改革

如前所述，经历了 20 多年发展与历练的风险投资，使得中国成为仅次于美国的第二大风险投资大国，这令人瞩目的成就与我国不断出台的风险投资法律法规密切相关。但相对于风险投资发达的国家，我国在风险投资领域的立法、政策以及风险投资实践还远远落后。因此，分析我国风险投资立法实践和存在的问题，推动风险投资立法进程成为亟须解决的问题。

本章首先从中国风险投资立法实践入手，分析得出我国风险投资立法的三个不足之处：基本法缺位、政策多变和配套制度的缺失，进而分析现有法律法规如《创业投资企业管理暂行办法》、《合伙企业法》等对风险投资业的影响。总体来说，这些法律法规的出台和完善一定程度上促进了风险投资的发展，但依然存在着一些问题。

笔者在参加第十四届中国风险投资论坛和第六届中国企业国际融资洽谈会期间，组织团队采访了 30 多位风险投资业的知名人士，他们见仁见智地提出了风险投资立法的相关建议，并希望借本书呼吁：加快中国风险投资立法的进程，尽快制定出台《风险投资法》来使得中国的风险投资业得到进一步的规范和完善。

第一节 引 论

现代意义的风险投资（Venture Capital，亦可称为创业投资）产生于 20 世纪 40 年代的美国，距今已有 70 多年的发展历史。而在中国，风险投资始于 20 世纪 80 年代后期，只有短短 20 多年。21 世纪之前，中国风险投资发展并不迅速，进入 21 世纪之后，才得以迅猛发展，令世界瞩目。根据中国风险投资研究院的年度调查，自 2003 年以来，风险资本募资金额增长了 47 倍。2011 年，有 142 家机构/基金透露募资额达 1775.02 亿元，平均每家机构/基