

中国创业投资蓝皮书

2011

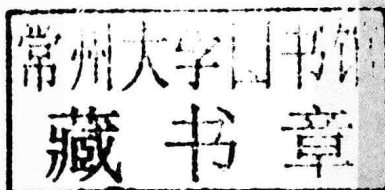
徐勇 主编

中山大学出版社

中国创业投资蓝皮书

2011

徐勇 主编



中山大学出版社
· 广州 ·

版权所有 翻印必究

图书在版编目 (CIP) 数据

中国创业投资蓝皮书·2011/徐勇主编. —广州: 中山大学出版社, 2011. 10
ISBN 978-7-306-04073-2

I. ①中… II. ①徐… III. ①创业投资—白皮书—中国—2011 IV. ①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 237377 号

出 版 人: 祁 军

策划编辑: 周建华

责任编辑: 施兰娟 陈 珂

封面设计: 林绵华

责任校对: 林彩云

责任技编: 黄少伟

出版发行: 中山大学出版社

电 话: 编辑部 020-84111996, 84113349, 84111997, 84110779

发行部 020-84111998, 84111981, 84111160

地 址: 广州市新港西路 135 号

邮 编: 510275 传 真: 020-84036565

网 址: <http://www.zsup.com.cn> E-mail: zdcbs@mail.sysu.edu.cn

印 刷 者: 广州伟龙印刷制版有限公司

规 格: 787mm × 1092mm 1/16 34.5 印张 756 千字

版次印次: 2011 年 10 月第 1 版 2011 年 10 月第 1 次印刷

印 数: 1~5500 册

定 价: 180.00 元

如发现本书因印装质量影响阅读, 请与出版社发行部联系调换

工作指导委员会

主任委员：徐安龙

副主任委员：魏明海 徐 勇 赵立新 刘健钧

委 员：夏亮辉 黄伟林 谢学宁 曾建宁 李 希 何锐平

方贵权 朱江涛 邱 红 袁 冰 涂 宁 蔡 平

陈凯旋 肖水龙 于世光 林子尧 卢 列 袁建星

关 山 刘 东 周文军 李腾飞 刘凯文 黄澍新

陈日云 贺志军 滕 鹰 邱伟平 郑振中 张锦宁

邓家镇 陈 超 刘 亮 王忠青 吴 军

编委会

主 编：徐 勇

常务副主编：邱 兵

副 主 编：刘志军 王志恒 陈 平 王桂林 林 斌

执行编委：江炎俊 邱荣加 杨 华 宋 罡 闭乐华 陈国伟

贾键涛 汪 冰

主办单位

中山大学科技金融与股权投资研究院
广东省创业投资协会

序

就当前的中国经济金融体系发展趋势，从经济体系角度看，经济转型应当是最为关键的任务；与此相对应，从金融体系角度看，金融转型或者说金融结构的调整，同样是最为关键的任务。而无论是经济转型还是金融转型，都与创业投资的发展直接相关。

至2010年底，中国的广义货币M2已经超过日本、美国等发达经济体，如果仅仅以M2来衡量，中国已经成为M2意义上的第一大货币发行国，尽管中国的GDP总量与美国、日本相比依然差距巨大。即使中国于2011年实行紧缩的货币政策，M2的增长目标仍然高达16%，相比之下日本M2的同比增长率为3%，美国为10%，欧元区为2%，英国为1%。如果今后几年货币依然保持15%左右的增长率，中国的M2存量将在不到5年的时间内再翻一倍，继续沿着这样一条货币扩张的道路走下去，必然会对整个经济金融体系形成明显的威胁。在这样的金融背景下，今后中国经济的发展就不能只关注银行渠道的贷款，而是需要更多银行之外的多种融资渠道；相对应的，未来中国金融发展的驱动力可能不再是存贷款规模的增长，而应考虑如何将M2转化成多种多样的M3，转化为品种丰富的金融资产，通过提高资金的利用效率来推动经济的发展。

与此同时，中国人口结构的变化以及劳动力成本的上升客观上要求储蓄资金寻找好的投资机会，包括创业投资基金在内的、面向不同层面需求的资产管理行业面临良好的发展机遇。据统计，中国居民财富总值从2000年的4.7万亿美元增加到目前的约16.5万亿美元，仅次于美国（54.6万亿美元）和日本（21.0万亿美元），中国已成为全球第三大财富增长经济体。在人口结构变迁下，劳动力成本上升也意味着居民收入在GDP增长中占比的提升，这为居民财富未来持续增长提供了新的驱动力。由于中国已经逐步进入老龄化社会，管理好存量财富的重要性逐步超过积累新财富的重要性。

资本市场通过期限转换、批量转换和风险转换，将金融资本转换为实际资本，从而有效促进整个国民经济的财富水平的提高。今天，在世界范围内，创业投资基金已经成为除银行贷款外的重要投资手段之一。创业投资基金是多层次资本市场的一个重要组成部分，它是为满足规模、质量、盈利状况、风险程度不同的企业特定的融资需求而设立的一种资本配置方式。对于美国硅谷、中国台湾新竹工业园等高科技产业聚集区的兴起，创业投资基金功不可没。创业投资基金在汇集资本、引导投资、专业运作等方面的优势促进了资本与高科技产业的结合，从而有效推动了高科技产业的快速发展。

从20世纪80年代开始，中国有关政府部门和金融机构开始推动针对科技事业的投融资活动，由此开始，创业投资就成了一种与传统银行融资方式互补的重要融资手段。1985年中共中央发布的《关于科学技术体制改革的决定》首次提出要发展创业投资，该决定指出：“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给予支持。”

从“国民经济和社会发展规划十五规划”开始，“创业投资”就出现在国家层面的政策导向性文件中，从中可以看出，“创业投资基金”是中国进行金融体制改革和高新技术产业发展的一个重要环节。2005年11月，《创业投资企业管理暂行办法》颁布，其重点在于尝试规范国家对于创业投资机构的管理；2006年8月，《合伙企业法》的颁布为创业投资机构选择组织形式提供了法律保障；2007年8月，《创业板发行上市管理办法》获国务院批准；2009年10月，创业板启动，标志着中国创业投资市场体系的进一步完善。

创业投资事业的稳步发展为中国科技事业的发展作出了积极贡献。国家发改委根据“创业投资企业备案管理数据与信息系统”的数据分析发现，2010年，创业投资基金所投资企业的研发投入合计达253.69亿元，比上年增加了58.92亿元，增长了30.25%，相当于当年全社会研发投入增长速度的1.49倍，这表明创业投资对于增强被投资企业的研发能力起到了重要作用。2010年，创业投资企业所投资企业的销售额合计达7615亿元，比上年增加1982.94亿元，增长35.21%，远远高于当年全社会国内生产总值增长速度10.3%的水平，这表明创业投资基金在促进各类创新产品产业化方面的成效也十分明显。

创业投资赋予了科技金融新的内涵，改变了中国科技金融的市场模式，也为中国经济转型提供了新的动力。在经历了政府主导型科技金融模式和银行主导型科技金融模式后，中国创业投资的出现和兴起，促进了科技金融向市场主导型模式发展的进程。市场主导型的科技金融发展模式在解决风险和收益问题、代理问题、风险识别和分散问题等时表现出更大的灵活性和可操作性。从世界范围的实践经验来看，资本市场主导型的科技金融发展模式能够达到更优的资本配置效率，这就客观上需要一个更有效率、更多面向中小企业和科技企业的资本市场，因而也就需要进一步放松资本市场管制、更加市场化地为资本市场进行风险定价，并降低门槛来允许更多科技企业进入资本市场等。

科技与金融的融合，有助于推动在创业投资基金与高科技产业的融合过程中实现资本、技术、劳动力等要素的高效组合。更为关键的是，二者的融合还有助于形成基于信任和声誉的社会资本。在高新技术企业与创业投资机构之间的重复博弈中，两个产业之间形成了资本流动机制、社会契约关系和创新制度安排，这有利于发掘科技成果的投资价值和增长潜力。

在国际金融危机影响深远、全球经济复苏不同步、科技创新孕育新突破的大背景下，中国创业投资行业正在进行一次大的结构调整。在经历了充满机会的起步阶段以及相对浮躁的发展阶段之后，人们终究要回归到对这个行业的理性认识和把握上。创业投资在中国的发展仍处于起步阶段，需要从多方面加深社会各界对其发展规划和现实意义的认识，这也正是我推荐这本书的主要原因之所在。

巴曙松^①

2011年10月于北京

^① 国务院发展研究中心金融研究所博士生导师，中国银行业协会首席经济学家。

前 言

创业投资作为企业成长和行业发展的助推器被引入我国已有 20 多年的时间，但其快速发展还是在最近两年，其标志是，2009 年 3 月中国证监会发布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，并随后正式推出创业板，此举极大优化和拓展了创业投资的退出渠道。在财富效应的推动下，各地创业投资管理机构和基金如雨后春笋般大量涌现，从而迎来了创业投资行业大发展的时代。时至今日，一级二级市场“倒挂”、海外上市受阻、投后管理缺失、同质化竞争等一系列因素致使创业投资行业面临严峻的“洗牌”局面。行业发展站在了关键的十字路口上，行业未来发展的方向和路径如何选择，这是摆在行业监管机构及每个创投人面前亟待解决的问题，迫切需要从业者站在历史的高度、以全球的视野全面审视和系统归纳总结创业投资行业发展的经验教训，廓清行业未来发展之路。

我们尝试编撰的首部《中国创业投资蓝皮书·2011》就是在这样的背景下应运而生的。为丰富中国创业投资行业的研究成果，提高各界对创业投资行业的认识和理解，更好服务于我国创业投资理论和实务的发展，中山大学科技金融与股权投资研究院（以下简称“研究院”）和广东省创业投资协会（以下简称“协会”）联合编撰“中国创业投资蓝皮书”系列年度丛书。“研究院”和“协会”组织中山大学、创业投资机构、第三方研究机构、企业界的专家和学者共同编写此丛书，主要就创业投资行业及相关行业的发展、投资行为和绩效等问题，在收集丰富的行业数据和信息的基础上，展开详细分析和讨论，同时，也会邀请社会各界人士，就创业投资相关特点、问题发表意见和建议，力求全面深入地描述创业投资行业的发展状况。

中山大学作为我国综合性重点大学，以服务社会、经济发展为己任，创建了中山大学科技金融与股权投资研究院。“研究院”将致力于推动科技与金融的结合，集合国内外著名的创业投资理论界和实务界研究力量，开展创业投资行业发展规律和趋势的研究，促进国内外创业投资学术交流，为中国创业投资事业理论与实务发展、政策制定提供支持。“研究院”依托其自身深厚的学术底蕴和综合资源优势，牵头组织编撰了首部《中国创业投资蓝皮书·2011》，对创业投资行业发展的主要方面和核心问题进行了系统研究和归纳总结。广东省创业投资协会是由广东中大科技创业投资管理有限公司（以下简称“中大科创”）等专业投资机构发起，并于 2011 年 8 月正式成立的创业投资行业组织。“协会”以服务创业、引领投资、构建创业投资平台、促进资本与科技的结合为宗旨，致力于推动创业投资行业的进步和发展。

本书主要包括：创业投资原理概述，中国创业投资环境分析，2010 年中国创业投资行业发展概况，2010 年中国创业投资行为及绩效统计分析，环渤海、长三角和珠三角创业投资发展比较，中国创业投资发展的实证研究，战略性新兴产业投资

机会分析, 2010 年欧美创业投资行业发展概况, 创业投资案例和专题研究等十大部分。全书力求全面深入地反映 2010 年中国创业投资行业发展各个层面的现状和问题。

我国正面临经济结构调整、产业转型升级的机遇和挑战, 创业投资行业顺应宏观经济发展的迫切需求, 推动科技与金融的高效有机融合, 为产业转型升级、推动战略性新兴产业发展作出自己的贡献, 进而在促进宏观经济持续健康发展的同时, 实现创投行业自身的发展, 这才是创业投资行业发展的康庄大道。我们必须清醒地认识到, 产业转型升级是一项难度巨大的系统工程, 但也是必须完成的重要任务。科技与金融要实现“亲密接触”, 资本是最重要的纽带和“红娘”, 通过创业投资将企业家与投资家紧密结合起来, 形成利益共同体, 优势互补、资源共享, 创投机构不仅提供资本, 而且提供至关重要的增值服务, 进而产生强大的合力, 克服产业转型升级道路上的艰难险阻。目前我国金融体系以银行“一家独大”(通过银行等间接融资占总融资的比例高达 90%) 为特征, 但银行收益来源于固定利息, 收益与风险的不对称性决定了其不可能为风险较大的科技型中小企业和科技项目提供融资支持, 因此, 必须发展多层次的金融服务体系, 形成合理有效的金融结构。以美国为例, 很多中小企业的融资不是依靠州立银行或跨州银行, 而是依靠创业投资或其他民间金融合伙企业的支持。这些金融机构的大量存在, 给这些资产不足、信息非标准化的科技企业带来了“福音”。本书专设章节介绍国外创投发展的状况, 就是相信“他山之石, 可以攻玉”, 让中国创投发展之路更平坦、更顺畅。

本书可供政府相关决策部门、监管部门、金融机构尤其是创业投资行业从业人员、高校研究人员等参考阅读。由于时间仓促, 书中难免不尽完善、疏漏之处, 敬请不吝赐教。

《中国创业投资蓝皮书》编委会

2011 年 10 月

2010 年中国创业投资行业十大关注热点

● 政策扶持

2010 年 5 月国务院颁布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，鼓励民间资本进入基础产业和基础设施建设、公用事业和政策性住房建设、社会事业、金融服务、商贸流通、国防科技等行业。同年 7 月，国务院下发《关于鼓励和引导民间投资健康发展重点分工的通知》，对于《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》中涉及的各项工作进行了职能划分，进一步加强了其可操作性。此外，筹划已久的《关于促进企业兼并重组的意见》于 2010 年 9 月正式出台，文件要求以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业为重点，推进优势企业的兼并重组，并鼓励股权投资基金参与其中。

● QFLP 试点

《外国企业或者个人在中国境内设立合伙企业管理办法》于 2010 年 3 月 1 日正式实施之后，要求进一步实施 QFLP（Qualified Foreign Limited Partner，合格境外有限合伙人）制度的呼声也愈加高涨，以期外资 LP 提供更加多元化的选择。2010 年 10 月，上海市 QFLP 试点方案获得了国家金融监管部门的原则性批准。2011 年 1 月中旬，上海市正式公布《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》，这标志着 QFLP 制度正式在地方层面启动，试点方案在一定程度上解决了 QFLP 换汇、国民待遇获得的条件以及外资所管理的基金属性等问题，对于促进创业投资行业的发展，影响深远。

● 国创母基金

2010 年 12 月 28 日，国家级股权投资组合基金（Fund of Funds，FOF）——国创母基金正式成立。这是中国第一支国家级股权投资母基金，基金总规模达 600 亿元人民币，期限 12 年。首期资金 150 亿元，分为 PE 和 VC 两个板块，是一支主要投资于中国市场的由优秀团队管理的人民币基金。国创母基金的成立，推动了人民币 FOF 在中国的崛起与成长，也对中国特色股权投资市场走向成熟起到积极的促进作用。其中，PE 板块的名称为国创开元股权投资基金，首期规模 100 亿元，以国开金融公司为主进行管理，主要投资于专注产业整合、并购重组的股权投资基金；VC 板块的名称为

国创元禾创业投资基金，首期规模 50 亿元，以苏州创投集团为主进行管理，主要投资于专注早期和成长期投资的创业投资基金。此外，国创母基金还邀请国际知名的母基金管理机构——尚高资本协助参与管理，为国创母基金提供国际化的投资经验和视野。

● 保险资本

2010 年 9 月 5 日，保监会公布了《保险资金投资股权暂行办法》，该办法对保险资金投资于股权的投资主体、资质条件、投资方式、投资标的、投资规范、风险控制和监督管理等事项都做出了规定。根据《保险资金投资股权暂行办法》，从事创业投资的保险公司“不少于 5 名具有 3 年以上从业经验的专业人员；同时，上一会计年度末以及投资时上季度末的偿付能力充足率不得低于 150%；且在上一会计年度盈利的基础上，净资产不得低于 10 亿元人民币”。据此分析，符合条件的保险公司至少有 15 家。保险资金可以直接投资企业股权或者间接投资企业股权。直接投资股权，是指保险公司以出资人的名义投资并持有企业股权的行为；间接投资股权，是指保险公司投资股权投资管理机构发起设立的股权投资基金等相关金融产品的行为。

● 战略性新兴产业

2010 年 9 月 8 日，国务院召开常务会议，审议并原则通过了《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，确定战略性新兴产业将成为我国国民经济的先导产业和支柱产业。现阶段，节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车七个产业将被重点培育，加快发展。决定提出，对七大产业加大财税金融等政策扶持力度，引导和鼓励社会资金投入，并设立战略性新兴产业发展专项资金。与此对应，国内 VC/PE 投资重点关注的领域，也与战略新兴产业的界定有着较高的重合度。一方面，新兴产业本身高科技、高成长的特质，决定其在创投领域具有较高投资价值；另一方面，在国家政策的推动下，地方政府也积极出台激励措施或设立引导基金，推进创业机构投资战略向新兴产业早期投资转变。从资本市场方面来看，创业板从最初“两高六新”的定位，也逐渐向国家战略性新兴产业培育方向转移。

● 文化产业

2009 年 7 月 22 日，国务院常务会议讨论并通过《文化产业振兴规划》。为实现振兴我国文化产业的目标，规划提出：“设立中国文化产业投资基金，按照有关管理办法，由中央财政注资引导，吸收国有骨干文化企业、大型国有企业和金融机构认购。基金由专门机构进行管理，实行市场化运作，通过股权投资等方式，推动资源重

组和结构调整,促进国家文化发展战略目标的实现。”之后,北京、湖南、广东等地纷纷开始筹划建立文化产业投资基金,以抓住文化产业深化改革带来的发展机遇。

2010年4月,中央宣传部等九部委发布了《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》,该指导意见指出,要“鼓励多元资金支持文化产业发展,发挥保险公司机构投资者作用和保险资金融资功能,在风险可控的前提下,鼓励保险公司投资文化企业的债权和股权,引导符合条件的保险公司参与文化产业投资基金。适当放宽准入条件,鼓励风险投资基金、私募股权基金等风险偏好型投资者积极进入处于初创阶段、市场前景广阔的新兴文化业态。”这些政策导向性文件的出台,代表着我国文化产业开始逐步向多元化资本结构转变。

● 电子商务

China Venture 投中集团旗下数据库产品 CV Source 的统计显示,2010年全年电子商务行业共披露 VC/PE 融资案例 75 起,披露的交易金融约 16 亿美元。其中较为典型的投资项目包括:京东商城在 2010 年 1 月宣布向老虎基金融资 1.5 亿美元,其中 1 月到账 7500 万美元,其余 7500 万美元在年底前到账;同年 6 月,红孩子 CEO 徐沛欣透露,红孩子第四轮融资基本落实,融资的额度在 5000 万至 1 亿美元之间;11 月,VANCL 获得 IDG 资本等 1 亿美元融资;9 月,麦包包获得来自 DCM 和联想创投合计 3000 万美元的投资。IPO 方面,麦考林、当当网等相继上市,掀起了 B2C 电子商务模式资本市场的高潮。此外,从 2010 年下半年开始,起源于美国 Groupon 的“团购”模式异军突起,短时间内形成一股新的电子商务模式浪潮,创投机构纷纷进入以谋求市场先机,其中,拉手网通过两轮融资获得了 5500 万美元的资金。

● 高市盈率

2010 年,企业发行市盈率屡被刷新,继沃森生物(300124.SZ)133.8 倍、星河生物(300143.SZ)138.46 倍的高市盈率后,不久前过会的新研股份(300159.SZ)市盈率再创新高,达 150.82 倍。2010 年,A 股市场上市企业市盈率居高不下,目前有超过 80 家公司发行市盈率在 70 倍以上。其中,创业板企业发行市盈率尤其突出,10 月份创业板推出周年之际,130 家上市企业平均发行市盈率达 65 倍,其中最高发行市盈率为 126.67 倍,最低发行市盈率为 36.98 倍,分别是金龙机电(300032.SZ)和华伍股份(300095.SZ)。上市企业估值普遍偏高,也激励了更多的私募股权投资者进入上市前投资(Pre-IPO)领域以谋求短期高倍回报——这也是“全民 PE”现象兴起原因所在。而资金的大量涌入也导致未上市企业股权的价格水涨船高,私募股权投资的市盈率也不断刷新,在 2010 年以前,市盈率超过 10 倍已属罕见,而今,某些 PE 投资案例中,入场市盈率已高达 20 倍。

● 创业板一周年

2009年10月30日,创业板正式启动,首批28家具有“两高六新”特征的公司率先入市。截至2010年10月底,创业板共实现上市企业134家,平均每周为3~4家,总募资金额972.82亿元,平均每家企业融资7.26亿元;同期中小板上市企业194家,总募资金额1941.1亿元,平均每家企业融资10亿元。创业板成为了投资机构境内退出的有效途径之一,134家上市公司中,有创业投资背景的企业数量为79家,占企业总数的59%,平均每家企业有1.9家投资机构参股;同期的中小板194家上市公司中,有创业背景的企业数量为67家,占企业总数的34.5%,平均每家企业有1.6家投资机构参股。推出满一年的创业板为国内的股权投资行业带来了深刻的变革,机构投资策略、市场格局及发展状况都随之出现较大调整。

● PE 腐败

2010年,国信证券“李绍武案”爆发,券商直投运作的不规范性开始显露出来。自创业板出台以来,由于IPO潜在的暴利诱惑,潜伏于突击入股利益链条的寻租者在创业板屡见不鲜,券商的“保荐+直投”模式,创业投资机构、管理层以及神秘股东的突击入股,使得资本市场的规范化运作还有待加强。2010年底,中国证券业协会发布《证券公司信息隔离墙制度指引》,针对券商“保荐+直投”业务提出了建立信息隔离制度的要求,以规范券商直投的运作。

目 录

第 1 章 创业投资原理概述	(1)
1.1 创业投资的内涵	(1)
1.2 创业投资的一般理论	(5)
1.3 创业投资的运行机制	(9)
1.4 创业投资的交易机制	(12)
1.5 创业投资的风险控制机制	(14)
第 2 章 中国创业投资环境分析	(22)
2.1 政策环境分析	(22)
2.2 经济环境分析	(36)
2.3 金融环境分析	(42)
2.4 科技环境分析	(50)
2.5 人才环境分析	(63)
第 3 章 2010 年中国创业投资行业发展概况	(74)
3.1 数据来源及指标说明	(74)
3.2 创业投资机构发展概况	(75)
3.3 基金募资概况	(87)
3.4 有限合伙人发展概况	(101)
3.5 中介机构发展概况	(107)
第 4 章 2010 年中国创业投资行为及绩效统计分析	(116)
4.1 指标说明	(116)
4.2 具有创业投资背景的成功上市企业统计分析	(116)
4.3 创业投资行为分析	(143)
4.4 创业投资退出分析	(158)
4.5 创业投资绩效分析	(173)
第 5 章 环渤海、长三角和珠三角地区创业投资发展比较	(186)
5.1 指标说明	(186)
5.2 创业投资机构数量的比较	(186)

5.3	创业投资行为比较	(187)
5.4	创业投资退出比较	(191)
5.5	创业投资绩效比较	(193)
第6章	中国创业投资发展的实证研究	(194)
6.1	中国创业投资退出回报率的影响因素研究	(194)
6.2	创业投资对中国企业 IPO 市场表现的影响研究	(198)
6.3	创业投资对技术创新的影响研究	(200)
6.4	创业投资对经济增长的影响研究	(203)
第7章	战略性新兴产业投资机会分析	(206)
7.1	中国战略性新兴产业发展概述	(206)
7.2	节能环保产业发展概况及投资机会分析	(216)
7.3	新一代信息技术产业发展概况及投资机会分析	(233)
7.4	生物产业发展概况及投资机会分析	(247)
7.5	高端装备制造产业发展概况及投资机会分析	(260)
7.6	新能源产业发展概况及投资机会分析	(273)
7.7	新材料产业发展概况及投资机会分析	(286)
7.8	新能源汽车产业发展概况及投资机会分析	(303)
第8章	2010 年欧美创业投资行业发展概况	(314)
8.1	数据来源及指标说明	(314)
8.2	欧洲创业投资行业发展概况	(315)
8.3	美国创业投资行业发展概况	(340)
第9章	创业投资案例分析	(381)
9.1	案例一:京东商城的巨额融资	(381)
9.2	案例二:联想控股式投资神州租车	(387)
9.3	案例三:挪宝新能源谋求美国上市	(390)
9.4	案例四:黑石投资寿光农产品物流园始末	(396)
9.5	案例五:拉手网与资本携手成长	(399)
9.6	案例六:快乐购物漫长的四年融资之路	(404)
9.7	案例七:尔康制药的创业上市之路	(409)
第10章	专题研究	(416)
	新格局、新形势下的中国私募股权投资	(416)
	制约我国创业投资行业发展的因素分析	(423)

有限合伙型私募股权基金治理机制规范与调整研究	(433)
进一步推动广州创业投资发展建议报告	(446)
充分利用资本市场 做大做强珠江啤酒	(460)
创业投资助推产业结构升级	(464)
创业投资引导基金在中国的发展	(469)
基于钻石模型的建筑节能产业投资分析	(478)
参考文献	(488)
附录一 创业投资机构名录	(489)
附录二 2010 年中国创业投资相关法律法规政策（目录）汇编	(529)
后 记	(534)

第1章 创业投资原理概述

创业投资在中国兴起的时间相对较短，为更全面和深入地理解这个领域发展的内在规律和逻辑，有必要对其理论和原理进行归纳和总结。同时，作为我们编撰的首部中国创业投资蓝皮书，书中采用了许多理论分析工具。因此，本书特设置了关于创业投资的核心理论这一部分，归纳和总结了有关创业投资的各种基础理论，以期能够帮助大家更好地认识和理解这个行业。

1.1 创业投资的内涵

创业投资（Venture Capital）概念的形成是一个随着创业投资实践的发展而不断发展和完善的过程，其意义也早已摆脱了早期一般意义上的“冒险”含义，而被不断赋予了新的特定内涵。

创业投资的起源最早可以追溯到15世纪西班牙、葡萄牙等欧洲国家建立远洋贸易企业的行为。一般认为，这种投资方式发展的一个标志性事件是1946年乔治·多里奥特（Georges Doriot）、拉尔夫·佛兰德（Ralph Flanders）等人组建“美国研究与开发公司”，这个公司的成立标志着有组织地从事创业投资活动的创业投资基金开始出现。

1973年，“美国创业投资协会（NVCA）”给出了第一个成型的“创业投资”定义（刘健钧，2003）：所谓创业投资，是指由专业机构提供的，投资于极具增长潜力的创业企业并参与其管理的股权资本。根据这个具体的定义，创业投资的典型特征可以归结为：①以具有高成长性的企业为投资对象；②投资参与（不一定是控制）被投资公司的管理，通过参与企业管理为企业提供了除了资金以外的增值服务；③通过股权的方式进行投资；④为了获得高收益，通常要承担高风险，倾向进行长期投资。

这个创业投资的界定具有很强的时代特征，其中最为显著的就是对投资对象的限定，即创业投资主要投资于新兴企业，这比之后实践中创业投资的对象范围要小得多。在之后的实践中，美国、欧洲乃至全世界的创业投资活动都超越了这个范围，创业投资的投资对象已经扩展到几乎所有未上市的企业，包括投资需要通过并购与重组实现再创业的未上市企业。这个时候，创业投资基金中还出现了专门投资于重整其创业企业的专业性“重整基金（turnaround fund）”，与传统创业投资基金相比，其在投资理念和投资运作上表现出了相当大的差异性。

因此，包括美国创业投资协会在内的组织和机构对此进行区分，提出了“私募股权投资（private equity）”的概念，认为创业投资是私募股权投资的子集，私募股

权投资除了包含创业投资，还包括其他“非创业类私募股权投资（non-venture private equity investment）”，即并购和夹层投资。

但是在实践中，非创业类私募股权投资和创业类私募股权投资是较难以区分的，它们都是以私募股权的方式从事资本经营并以此培育企业创业或再创业，都是以放弃资产的流动性来追求长期资本增值的“高风险—高收益”特征来区别于对公开流通证券的投资。

创业投资定义的关键点在于对“创业”二字的理解和界定上。企业的本质是一种区别于市场而言的制度安排，企业的边界由企业内部交易成本和市场交易成本的差异而定。企业运行的机制是通过有效的组织管理体系，提供满足市场有效需求的产业或服务。创业可以是创建一个全新的企业组织，也可以是在已有企业的基础上，对组织管理系统、产品或服务进行创新或改进。后一种“创业”可以被称为“公司再创业（re-venture）”或“企业重建（re-construct）”。百年老店在现代科技尤其是信息技术的推动下，也不得不通过公司再造或重建来适应现代市场经济的发展；20世纪90年代，在企业管理领域，出现了“企业流程再造（corporate reconstruction）”。这些“再创业或重建”行为都将使企业组织、生产和产品产生根本性的变革，很多时候，这些活动与新创企业这个类型的创业活动会面临同样的问题。因此，它们的本质也是一种创业行为。与此相对应，投资于重建过程中的企业，实际上也是一种创业投资行为。在实践中，很多专业的创业投资机构往往更加倾向于向“PRE-IPO”的企业投资。

总的来说，创业投资最核心的特征就是以非公开上市的股权作为投资对象。这个也被法律概念所接受，在2005年颁布的《创业投资企业管理暂行办法》中，创业投资是指“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。前款所称创业企业，系指在中华人民共和国境内注册设立的处于创建或重建过程中的成长性企业，但不含已经在公开市场上市的企业”。办法对投资方式也进行了补充说明：“创业投资企业可以以股权和优先股、可转换优先股等准股权方式对未上市企业进行投资”。

在实际运用中，为了体现政策导向，还会在创业投资之前加上一些特定的限定词。例如，经济合作与发展组织（OECD）认为创业投资主要针对新兴的、高风险、高科技的企业^①；2003年颁布的《外商投资创业投资企业管理规定》限定投资主要针对“未上市高新技术企业”；在一些地方的针对创业投资的优惠政策中，也有“中小高新技术企业”这样的限定。这些限定主要是为了体现国家扶持高新技术企业的政策导向。

① http://www.oecd.org/searchResult/0,3400,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html