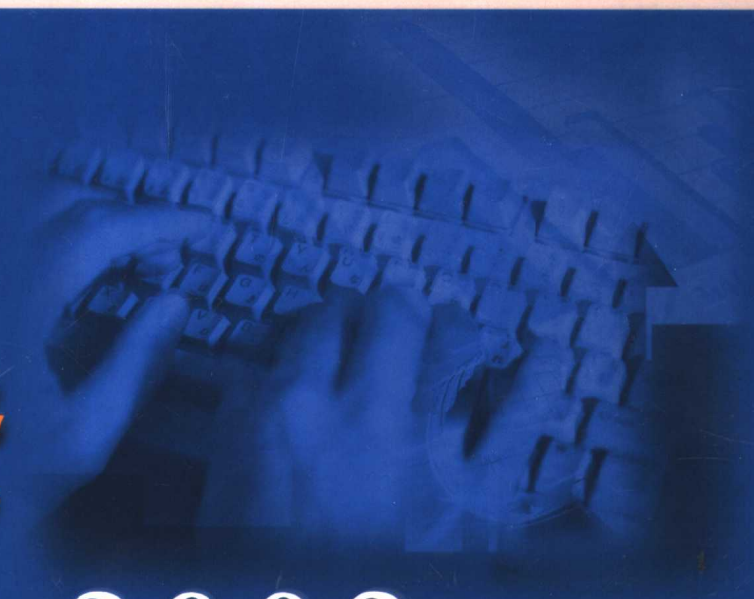


主 编 王松奇
副主编 李爱民 房汉廷 韩丽娟

VENTURE CAPITAL DEVELOPMENT IN CHINA 2003

中国 创业投资 发展报告 2003



中国科学技术促进发展研究中心
创业投资研究所 重点课题

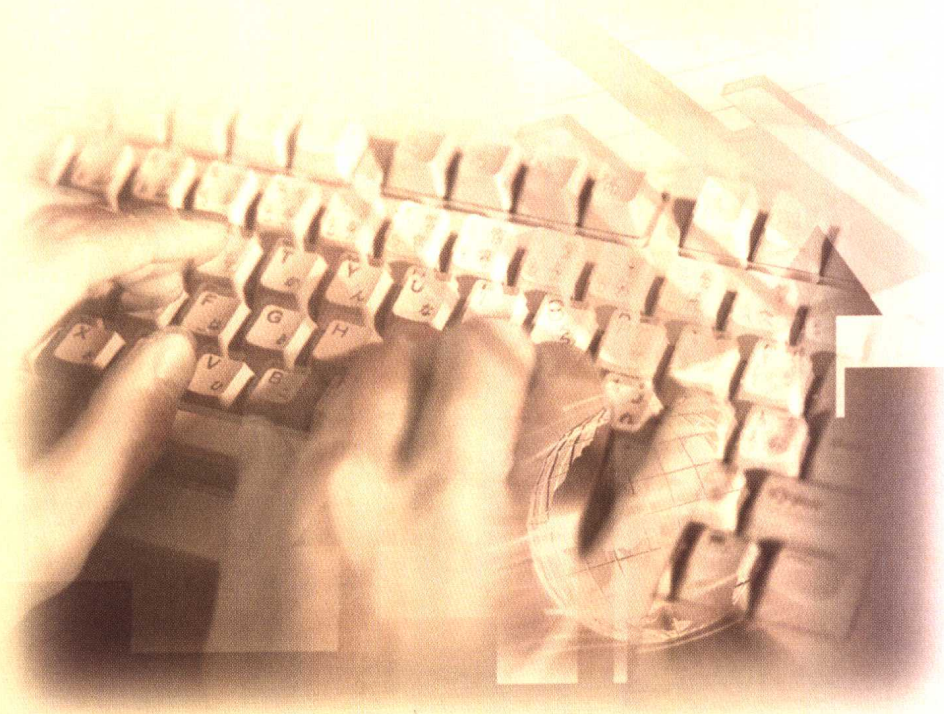
经济管理出版社
ECONOMIC MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

中国

创业投资发展报告 2003

主 编 王松奇

副主编 李爱民 房汉廷 韩丽娟



经济管理出版社

责任编辑：杨世伟 陈 力
技术编辑：晓 成
责任校对：静 洁

图书在版编目 (CIP) 数据

中国创业投资发展报告 .2003/王松奇主编. 北京：经济管理出版社，2003
ISBN 7-80162-732-6

I. 中... II. 王... III. 风险投资—研究报告—中国—2003 IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 085664 号

中国创业投资发展报告 2003

主编 王松奇

副主编 李爱民 房汉廷 韩丽娟

出版：经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编：100035)

发行：经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷：精美彩色印刷有限公司

880mm×1230mm/16 12 印张 277 千字

2003 年 9 月第 1 版 2003 年 9 月北京第 1 次印刷

印数：1—4000 册

ISBN 7-80162-732-6/F·652

定价：100.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社发行部负责调换。

通讯地址：北京阜外月坛北小街 2 号 邮编：100836

联系电话：(010) 68022974

中国创业投资发展报告 2003

工作指导委员会

主任委员

邓楠 科技部副部长

副主任委员

高坚 国家开发银行副行长

委员 (按姓氏笔画排列)

马林 王元 王伯元 王国刚 朱炎 华裕达
苏波 杨正秋 吴波尔 狄娜 张东生 陈东升
陈玮 郑国安 赵玉海 胡昭广

编委会

指导委员会 (按姓氏笔画排列):

王守仁 王品高 王鸿茂 华裕达 何国杰 张景文
李中和 杨旭才 陈玉国 陈玮 陈洪斌 岳勇
郑德埏 金乾生 俞志华 赵一平 赵玉海 赵奎
赵晓广 魏文铎

主编:

王松奇

副主编 (按姓氏笔画排列):

李爱民 房汉廷 韩丽娟

常务编委 (按姓氏笔画排列):

王伟光 王守仁 王品高 王鸿茂 牛近明 冯克俭
刘明 刘峰 刘理勇 刘健钧 刘海英 向宏
汤跃 何静彦 李洪 李爱民 李勇 沈仲祺
苏岳辉 周伟强 郑剑 房汉廷 姜林 赵利洪
胥和平 诸为 郭杰 郭胜伟 郭顺根 徐义国
彭星国 彭晓梅 程维华 韩丽娟 鲁英君

委员 (按姓氏笔画排列):

于文珠 马世江 马永玲 马钧声 孔欣欣 毛开富
王力 王月英 王伟光 王守仁 王志峰 王松奇
王品高 王鸿茂 王卉彤 叶恩泽 史大棱 白明
冯克俭 刘应长 刘明 刘理勇 刘峰 刘健钧
刘海英 向宏 朱树媛 汤跃 何华英 何静彦
余红胜 吴刚 李洪 李爱民 李丹 李勇
李德轩 任冉齐 曲行达 张克军 张明霞 张陆洋
张玮 张纓 张馨 杨稣 杨翠萍 苏庆
苏岳辉 苏红旗 陈妍 陈雪松 陈新宁 陈凯元
周伟强 周红玉 周继军 郑剑 郑征 周凯
林颖 房汉廷 罗可 姜林 姜尚文 封国富
胡和生 赵利洪 赵瑞明 胥和平 诸为 陶晶
夏乐 徐高春 秦慧聪 袁静 郭杰 郭胜伟
郭顺根 郭谦和 徐义国 康士昌 随兵 彭仁强
彭星国 彭晓梅 彭春燕 程维华 盛希诺 韩丽娟
鲁英君 谭莹 蔡国豪 潘广生 潘艳蕾

参与和支持单位：

科学技术部条件财务司	南京市科学技术局
中国社会科学院金融研究中心	武汉市科学技术局
科技部中国科学技术促进发展研究中心	福建省科学技术厅
科技部火炬高技术产业开发中心	广东省科学技术厅
科技部中小企业创新基金	广西壮族自治区科学技术厅
中国科技金融促进会风险投资专业委员会	宁波市科技风险投资服务中心
北京创业投资协会	哈尔滨市科技风险投资中心
上海市创业投资企业协会	福建省高新技术产业交易所
深圳市创业投资同业公会	天津市创业投资协会
中国证券业协会	浙江省风险投资协会
深圳证券交易所	襄樊高新区民营科技企业风险投资协会
河北省科学技术厅	广州市风险投资促进会
山西省科学技术厅	珠海风险投资促进会
陕西省科学技术厅	江苏省创业投资协会
内蒙古自治区科学技术厅	湖北省创业投资同业公会
吉林省科学技术厅	湖南风险投资协会
黑龙江省科学技术厅	成都创业投资协会
安徽省科学技术厅	山东省创业投资协会
海南省科学技术厅	辽宁省创业投资协会
重庆市科学技术委员会	河南省创业投资同业公会
贵州省科学技术厅	广东省风险投资促进会
云南省科学技术厅	西安高新技术企业协会
甘肃省科学技术厅	台湾创业投资商业同业公会
新疆维吾尔自治区科学技术厅	清华大学创业投资研究中心
宁波市科学技术局	北京大学创业投资研究中心
厦门市科学技术局	复旦大学中国风险投资研究中心
青岛市科学技术局	北京特华财经研究所
沈阳市科学技术局	北京万策资本市场研究所
长春市科学技术厅	亚洲创业基金期刊集团（香港）
哈尔滨市科学技术局	

编写说明

一、数据来源

本报告数据直接来源于中国 360 余家创业投资机构提供的“创业投资机构调查表”的详细资料。在撰写本报告以前,由科技部条件财务司负责,联合了科技部火炬中心、中国科学技术促进发展研究中心、北京创业投资协会、深圳市创业投资同业公会、上海创业投资企业协会等机构,对中国创业投资机构进行了一次全面调查。该项工作从 2002 年底启动,截至 2003 年 3 月(补充调查持续到 2003 年 7 月底),共收到 360 份问卷,并逐一核实确认,最终保证了全部数据真实有效。通过对所有数据的分类、整理,形成本次报告的数据来源。全部数据具有如下特点:

- 全面性和真实性,全部数据涉及中国 26 个省、自治区、直辖市,包括北京、上海、安徽、福建、甘肃、广东、贵州、河北、河南、黑龙江、湖北、湖南、吉林、江苏、江西、辽宁、内蒙古、山东、山西、陕西、四川、天津、新疆、云南、浙江、重庆。
- 很强的连续性,调查表设计与上年基本相同,并根据实际情况进行了适当调整。
- 较强的可比性,除了个别创业投资企业之外,绝大多数都比较详细、准确地填写了调查表,由于数据连续性比较强,再加上各种数据指标和统计口径基本一致,使得数据具有较强的可比性。

二、样本确定

由于目前中国尚没有统一的创业投资机构衡量标准,各地规则又不一致,因此要确定一个机构是不是创业投资机构并不容易。在确定时,我们依据了以下两个原则,来界定有效调查创业投资机构:第一,以创业投资或高科技

投资为主营业务的投资公司(基金)或投资管理公司;第二,所管理的创业资本超过 1500 万元人民币*。这一点与去年的调查有所不同,去年的调查对象包括了非法人的创业投资机构,即大公司或综合性投资公司所属非独立的创业投资部门,由于这类机构的投资行为较难确定,本次没有把它们纳入调查范围之内。今年调查共收到 360 余份调查表,根据上述原则确定有效问卷为 296 份。由于多种原因,有些被调查对象只填写了调查表中的部分数据。我们在统计分析中,进行了适当调整,具体调整办法请参见报告中的相关说明。

三、分析方法

全部统计分析采用图表及文字说明来完成。由于时间跨度不够长,某些适于进行时间序列分析的项目,如投资金额与投资收益等,就只能做一般描述性分析。所以,最后决定全部统计均通过图表进行描述。这种方法也是国际上的通用做法,目前,美国、韩国及中国台湾等国家和地区的创业投资报告都是使用该种方法。

四、指标设计与解释

在本次调查报告中,创业投资(Venture Capital)也被称作风险投资,是指通过向不成熟的创业企业提供股权资本,并为其提供管理和经营服务,期望在企业发展到相对成熟后,通过股权转让收取中长期收益的投资行为。

本次调查对象为创业投资机构,既包括从事创业投资业务的创业投资公司和创业投资管理公司,也包括公司或企业下属非独立法人的从事创业投资业务的部门。创业投资公司(Venture Capital Investment Firm,简称为 VC Investment Firm)为主要从事创业投资业务的非金融性投资公司。创业投资管理公司(Venture Capital Management Firm,简写

* 本报告如未特别标明,货币单位皆以人民币为准。

为 VC Management Firm), 受创业投资公司或基金的委托, 筛选投资项目, 提出投资决策建议, 并受托进行投资后的管理。

“注册资本”, 是指被调查机构当前的注册资本, 即2003年初的时点数。

“可投资于中国大陆的创业资本”, 是指由被调查机构支配的可以在中国大陆进行投资的资本总额。对于创业投资公司来讲, 这一资本额等于该机构实收资本(含注册资本)与受托管理的其他创业资本之总和。对于创业投资管理公司来讲, 这一资本额等于该机构受托管理的创业资本总和(其自身的注册资本不应包含在内)。

创业资本的来源构成分为三大类: 政府、内资和外资。分别指政府、内资和外资对该机构创业资本的投入。政府不属于内资, 是指由中央或地方政府直接出资。内资部分分为企业、金融机构和其他3大部分*。外资分为境内外资和境外外资, 其中, 境内外资是指在中国境内的外资机构提供的创业资本, 分为合资/合作企业、外商独资企业和港澳台独资3部分。这里外商独资企业是指除港澳台以外的外商独资企业。境外: 是指中国境外的外资机构提供的创业资本。

“当年其他机构对该公司的投资额”, 是指其他机构(包括其他非创业投资机构)与被调查机构共同对该项目进行投资时的投资额。

“是否第一轮投资”, 是指第二栏所述投资是否为被调查机构首次对该项目的投资。

“实收资本总额”, 是指被投资公司的实收资本, 即所谓“总盘子”, 而不仅仅是注册资本。

“已经营时间”, 是指被投资公司从初创到现在的存续时间。

“已上市”, 是指已经在股票市场上市。

“准备上市”, 是指已经向中国证监会提交到境内外上市的申请, 但是现在还没有正式上市。

“被其他企业收购”, 是指由大公司或其他公司收购创业企业的股权。

“企业回购”, 是指由创业企业的创业者或者管理人员, 回购创业资本的股权。

有关创业投资的区域选择、行业分布、阶段类型等指标, 请参见相关章节的相关说明。

五、结构安排与分工

绪论 王松奇

第1部分 李爱民 刘海英

第2部分 王伟光 李爱民

第3部分 房汉廷 王伟光

附录 由北京创业投资协会沈仲祺、李爱民、徐义国等整理提供。

报告体系设计及修改讨论参与人(按姓氏笔画排列): 王伟光、王松奇、王品高、刘健钧、刘海英、华裕达、李爱民、沈仲祺、房汉廷、徐义国、彭晓梅。

六、说明

本报告主要讨论我国内地的创业投资发展状况, 文中的“中国”和“我国”等均指除港、澳、台外的中国大陆地区; “台湾”指我国台湾地区; “香港”、“澳门”分别指中华人民共和国香港特别行政区和澳门特别行政区。

七、致谢

科技日报

中国高新技术产业导报

风险投资通讯

科技金融快讯

※ 企业: 企业再分为国有独资、上市公司、非上市股份有限公司、有限责任公司和其他5部分。

金融机构: 金融机构再分为银行机构、保险公司、证券公司和其他金融机构4部分。

其他: 其他是指除了企业和金融机构以外的资金提供者; 如个人等。

目

录

绪论 加大改革力度, 开创金融工作新局面	1
----------------------	---

第 1 部分 创业投资机构与创业资本分析	7
----------------------	---

1.1 创业投资机构总量分析	7
1.2 创业投资机构性质	9
1.3 创业资本总量分析	12
1.4 创业资本的构成	14
1.5 创业投资机构的资金管理规模	16
1.6 2002 年中国创业投资机构的地区分布	18
1.7 小结	19

第 2 部分 创业投资情况分析	23
-----------------	----

2.1 概述	23
2.2 创业投资的行业分析	23
2.3 创业投资阶段分析	26
2.4 创业投资投资规模分析	30
2.5 被投资机构状况分析	35
2.6 创业投资的业绩分析	40
2.7 创业投资热点地区分析	41
2.8 小结	44

第 3 部分 创业投资管理及政策环境分析	45
----------------------	----

3.1 创业投资信息源分析	45
3.2 投资决策要素分析	46
3.3 创业投资项目定价	47
3.4 投资后的项目监管	47
3.5 创业投资机构的主要业务	48

3.6 被投资机构经营不理想的主要原因	48
3.7 创业投资从业人员素质缺陷	49
3.8 制约创业投资发展的主要因素	50
3.9 小结	51

附录

附录一：中国台湾地区创业投资调查报告	53
附录二：中国香港地区创业投资发展概况	77
附录三：外商投资创业投资企业管理规定	82
附录四：深圳经济特区创业投资条例	90
附录五：创业投资协会名录	96
附录六：创业投资机构名录	99

正文附表

1-1	1994~2002年中国创业投资机构总量、增量及其变化	7
1-2	1994~2002年中国创业资本总量、增量及其变化	12
1-3	1998~2002年中国创业资本增量构成及其变化(不含境外资金)	14
1-4	资金管理规模排名前10位的国内创业投资机构	17
1-5	在中国大陆比较活跃的境外创业投资机构(按英文字母顺序排列)	17
1-6	与其他创业投资机构进行联合投资比较多的部分创业投资机构	18
2-1	2002年创业投资的行业分布：投资案例	25
2-2	2002年高新技术行业与传统产业创业投资案例比较	26
2-3	2002年创业投资阶段分布：投资案例数	27
2-4	2002年创业投资阶段分布：各阶段投资金额比例分布	28
2-5	2002年不同行业创业投资的阶段分布	29
2-6	1994~2002年中国创业投资金额、平均投资强度及其变化	30
2-7	2002年创业投资机构单项投资金额分布	31
2-8	2002年创业投资联合投资的单项投资金额分布	32
2-9	2002年创业投资的首轮投资与后续投资	33
2-10	2002年单个项目最低投资额分布	34
2-11	2002年单个项目最高投资额分布	35
2-12	2002年被投资机构的收入分布情况	36
2-13	2002年被投资机构的当年利润分布	36
2-14	2002年被投资机构的实收资本规模分布	37
2-15	2002年创业投资规模与被投资机构实收资本的比例变化	38
2-16	2002年被投资机构的雇员人数分布	38
2-17	2002年被投资机构的经营时间	39

2 - 18	2002 年创业投资的业绩分析: 被投资机构的运作状况	40
2 - 19	2002 年中国创业投资项目较集中的前 10 个地区	42
2 - 20	2002 年创业投资机构优先选择的前 10 个地区	43

正文附图

1 - 1	1994~2002 年中国创业投资机构总量及其变化	8
1 - 2	1994~2002 年中国创业投资机构增量及其变化	8
1 - 3	2002 年中国创业投资机构的性质分布	9
1 - 4	2002 年国有独资创业投资机构的性质构成	10
1 - 5	2002 年当年新增创业投资机构的性质分布	10
1 - 6	2002 年当年新增创业投资机构的性质分布	11
1 - 7	1994~2002 年中国创业资本总量及其变化	13
1 - 8	1994~2002 年中国创业资本增量及其变化	13
1 - 9	2002 年中国创业资本构成	14
1 - 10	1998~2002 年中国创业资本增量构成及其变化(不含境外资金)	15
1 - 11	2002 年中国创业投资机构资金管理规模的基本分布	16
1 - 12	2002 年全国创业投资机构数排前 10 位地区	18
1 - 13	2002 年创业投资机构后续融资中的资本构成	20
2 - 1	2002 年创业投资的行业分布: 投资案例	24
2 - 2	2002 年高新技术产业与传统产业创业投资案例比较	25
2 - 3	2002 年创业投资阶段分布: 投资案例数	27
2 - 4	2002 年创业投资阶段分布: 各阶段投资金额比例分布	28
2 - 5	1994~2002 年中国创业投资强度及其变化	30
2 - 6	2002 年创业投资机构单项投资规模分布	31
2 - 7	2002 年创业投资联合投资的单项投资金额分布	33
2 - 8	2002 年中国创业投资的首轮投资与后续投资	34
2 - 9	2002 年单个项目最低投资额分布	34
2 - 10	2002 年单个项目最高投资额分布	35
2 - 11	2002 年被投资机构的收入分布情况	36
2 - 12	2002 年被投资机构的当年利润分布	37
2 - 13	2002 年被投资机构的实收资本规模分布	38
2 - 14	2002 年被投资机构的雇员人数分布	39
2 - 15	2002 年被投资机构的经营时间	40
2 - 16	2002 年创业投资机构业绩分析: 被投资机构的运作情况	41
2 - 17	2002 年中国创业投资项目集中的前 10 个地区	42
2 - 18	2002 年中国创业投资机构优先选择的前 10 个地区	43
3 - 1	创业投资机构的最重要的 3 个投资信息源	45
3 - 2	影响创业投资决策的最重要的几个因素	46

3-3	影响创业投资项目定价的因素	46
3-4	对被投资机构的监管方式	47
3-5	中国创业投资机构的主要业务选择	48
3-6	被投资机构经营不理想的主要原因	49
3-7	创业投资从业人员缺乏的主要知识	50
3-8	制约中国创业投资产业发展的主要因素	50

附录1 图表

Figure B.1	创业投资现况比较表 (1996~2002年)	53
Figure B.2	1996~2002年各年度创投事业新设立家数比较图	54
Figure B.3	1996~2002年各年度新设资本额与成长率比较图	54
Figure B.6	1996~2002年各年度投资金额与成长率比较图	55
Figure B.7	1996~2002年各年度投资案件数与投资金额成长率比较图	55
Figure B.9	1984~2002年各年度创投新设家数与实际营运总家数比较图	56
Figure B.10	1984~2002年各年度新设立资本额与累计资本额比较图	57
Figure B.11	1984~2002年各年度新设实收资本额与增、减资金额比较图	58
Figure C.8	1996~2002年各年度创投事业法人股东成分分析	59
Figure C.9	中国台湾地区创投事业主要投资经理人学历分析	60
Figure C.10	中国台湾地区创业投资事业投资经理人投资专长分析	61
Figure D.1	创投历年总投资案件数统计表	62
Figure D.3	创投历年总投资金额统计表	63
Figure D.5	创投2002年投资案件数统计表	64
Figure D.7	创投2002年投资金额统计表	65
Figure D.23	1984~2002年阶段别总投资案件数及比例分析	67
Figure D.24	1984~2002年阶段别总投资金额及比例分析	68
Figure D.25	创投2002年阶段别投资案件数及比例分析	69
Figure D.26	创投2002年阶段别投资金额及比例分析	70
Figure D.27	创投各年度阶段别投资案件数比例分析	71
Figure D.28	创投各年度阶段别投资金额比例分析	72
Figure F.1	2002年度中国台湾地区资本市场上市/上柜企业家数比较表	73
Figure F.2	2002年度中国台湾地区资本市场上市(柜)科技股与创投支持之科技股比较表	73
Figure F.3	2002年度中国台湾地区资本市场上市(柜)科技类股与非科技类股比较表	74
Figure F.4	近年来中国台湾地区IPO市场暨创投退出情形分析	75

附录2 图表

Summary	79
Deals	80
M&A Exit	80

绪 论

加大改革力度，开创金融 工作新局面

王松奇

一、加快经济发展是十六大报告的精髓

党的十六大必将作为中共发展史上一次里程碑式的盛会载入史册，它的伟大意义，不仅在于通过正常的组织交接产生了一代新的、年轻的领导集体，而且还在于通过将“三个代表”写入党章，将全面建设小康社会作为全党今后20年的主要奋斗目标为从思想路线上统一了全党的认识奠定了坚实的基础。十六大报告的精髓就是在深化改革扩大开放的基础上通过制度创新和政策创新，加快经济发展，将全面建设小康社会作为全党全国人民在本世纪二十年中最根本的奋斗目标。围绕这一奋斗目标，报告中提出了八点战略任务：（1）走新型工业化道路的；大力实施科教兴国战略和可持续发展战略；（2）全面繁荣农村经济，加快城镇化进程；（3）积极推进西部大开发，促进区域经济协调发展；（4）坚持和完善基本经济制度，深化国有资产管理体制改革；（5）健全现代化市场体系，加强和完善宏观调控；（6）深化分配制度改革，健全社会保障体系；（7）坚持“引进来”和“走出去”相结合，全面提高对外开放水平；（8）千方百计扩大就业，不断改善人民生活。认真分析这八大任务的内容和排列顺序，我们可以看出决策层对中国经济目前面临主要问题的认知程度及解决这些问题的大体政策取向。

尽管中国经济增长率已连续二十多年保持世界第一，但13亿人口中有近9亿农村人口这一事实说明，中国经济仍然是一种相对落后的二元经济，工业化仍然是经济发展的重要主题。但怎样实现工业化？总结国内外发展中国家，新兴市场国家及发达国家工业化的经验教训，只有用高新技术改造传统产业，在提高经营管理水平和劳动者素质的前提下将信息化与工业化相结合才能实现高速高效的“新型工业化”目标。而农村经济的繁荣，则要靠农业结构调整、农业投入增大及农民科学文化知识的提高来实现，农业劳动生产率的提高也必将使农村本已大量存在的富余劳动人口进一步增加，根据国外经验，消化农村过剩劳动力的有效途径就是加快小城镇建设及大力发展服务业，一个国家的经济现代化过程就是农村经济的逐步城市化过程。小城镇建设及服务业的高速发展将成为吸纳大量农村过剩劳动人口的卓有成效措施。在上述八大任务中，新型工业化和农业、农村、农民问题的妥善解决，已基本上涵盖了中国经济发展的基本内容。那么，金融问题在八大任务中处于何种地位呢？粗略分析时，我们可以将金融改革和金融发展纳入第五项任务中，即将之作为“健全现代化市场体系，加强和完善宏观调控”的核心内容。但从现代市场经济的发展规律说，十六大报告提出的上述八大任务

中每一项任务的完成都离不开金融发展政策与之相配合,例如,西部大开发本质上是一个资金流向的政策性倾斜问题;发展民营经济要依靠资本供给制度的改革,国有资产管理体制改革也必须以资本市场为依托;对外开放本质上是货物贸易和资本的国际间流动问题;增长和就业更是如何运用包括货币政策在内的宏观经济政策使社会潜在增长能力尽量得到发挥的问题。至于金融政策在完成新型工业化及解决“三农”问题这两项主要任务中的作用,则更为重要,这已无须过多论证,因为工农业的发展及结构调整在金融系统、在全社会货币资源分配总量占绝大比重的情况下都可以简单理解为金融资源的分布和倾斜性分配问题。

胡锦涛同志在十六届一中全会后带领八名新当选的政治局常委与中外记者见面时说过的“聚精会神搞建设,一心一意谋发展”这两句精炼而又内涵丰富的话已再好不过地概括了十六大报告的主旨,我们金融理论工作者当前一项紧迫任务就是在学习十六大报告时抓住加快经济发展这一主题探索中国金融改革与发展的新思路,研究如何用创新性金融政策保障党中央提出的本世纪头二十年八大建设任务的完成。

二、中国金融业面临的四大问题

现代经济竞争的实质是各国政府发展战略和发展政策的竞争。在许多情况下,制度选择也可以看做是发展战略和发展政策的主要内容之一,因此,战略、政策及制度选择在一国的经济发展中所起的作用常常超过那些国家的天然要素禀赋所起的作用,这已为世界经济发展的实践经验所证明。例如,20世纪初叶时,阿根廷得天独厚的自然条件使其经济总量在世界排名中位列第九,但到了21世纪初时,我们业已看到,错误的发展战略和失当的经济政策已使这个曾经相当富足的国家陷入经济混乱、危机频仍,政府几乎要宣告“国家破产”的地步。再比如,日本在上个世纪60至80年代曾有过度辉煌的30年时间的高速经济发展,但自1990年至现在,日本已经有10多年时间陷入经济衰退和金融危机的泥沼而不能自拔。在阿根廷和日本以及许多曾发生过危机和衰退的国家中,我们几乎都能找到金融政策失误的教训。这或许是一种启迪,即:对于始

终保持世界第一经济增长势头及在中国共产党的领导下已确定了经济发展优先的基本路线的中国来说,目前亟待解决的已不是彼岸和目标问题而是桥或路的问题,在金融业已成为资源配置基本手段的现代经济中,“桥”和“路”应衍化为具体的具可操作性的金融政策问题。从国民经济发展的全局看,中国实体经济部门的任何结构矛盾几乎都可以通过金融资源配置的调整和改善来解决,但金融业一旦出现振荡甚至危机,不仅会呈现与实体经济相背离的独立惯性运动,而且还会将实体经济拖入衰退或不景气深渊,在一国经济的资源分配已基本依赖金融政策、金融机构、金融市场的情况下,“除金融外无大事”大体可以作为宏观经济管理者的一个理念。在这一理念下,它要求我们要孜孜以求地不断探索金融业面临的主要问题、产生这些问题的基本原因及解决这些矛盾的最佳政策选择。

那么,在运用金融政策支持十六大提出的全面建设小康社会的过程中,中国金融业有哪些需正视的问题呢?我认为,主要有以下几个方面:

1. 中国的金融体系具有极强的资金汇集、动员功能却缺少将资金自动引导向更高效率方向配置的能力。例如,中国的银行体系(包括邮政储蓄系统和农村信用社等机构)动员的资金,仅居民储蓄就高达10万多亿,但相当多的银行却在规避信贷风险的行为中将资金存入或导入无风险且低利的同业拆借等领域,使得许多企业资金偏紧与银行系统有3万多亿的存差“相映成趣”。再比如,中国的股票市场筹资功能虽然比较强,但主导现象却是上市公司圈钱越多、上市时间越久则效益越差。产生这些现象的主要原因就是银行体系在以国有、国营、干部由上级任命为基本特色的情况下,很难将高收益相应承担风险作为自己的经营准则。而股票市场在相当一段时间内为国企解困性融资服务的定位偏差影响下,也不可能将高成长性企业作为首选的上市公司标准。

2. 金融体系按现代化标准要求尚有较大差距。早在1998年3月,朱镕基总理就将在三年内建成“符合社会主义市场经济要求的现代化金融体系”当做与国企脱困、机构

改革相并行的政府三大工作目标之一，四年时间过去了，我们看到，中国的金融体系与现代化标准依然有较大的差距。其中，最突出的问题是：国家垄断特色过强，业务过于传统保守，市场体系残缺不全，金融机构之间低水平过度竞争且自身盈利能力弱，法律法规建设严重滞后。按照一般规律，一个国家要实现金融体系的现代化，首先要有一个发达完善的市场环境，但我们的市场环境、市场体系却存在相当多的不完善之处，这样的环境对培育、规范市场参与者行为自然会产生不少负面作用。

3. 金融改革滞后于总体经济改革，金融部门的市场化程度与实体经济部门相比明显偏低。中国的经济改革是市场导向改革，从计划主导转变为市场主导，并不是一个抽象的逻辑过程，而是一种实在的、可感知的国民经济各个部门运行机制及市场参与者行为的彻底转变。一个部门在改革过程中市场化到底已达到何种程度，这已经有现成的可供直接运用的检验指标。据专家分析，改革24年来，我国大部分部门的市场化程度已达60%以上，而金融部门的市场化程度则只有10%左右。非市场化现象的典型表现就是过多的行政干预、价格管制、行业进入限制和干部级别化并由上级任命等，它的直接后果就是在国民经济微观基础已大面积市场化以后形成独特的金融机构行为扭曲。我们业已看到，非市场化行为使商业银行在运行中无法对中央银行的调节产生预期的市场回应，使货币政策传导机制出现梗阻现象；使资本市场很难成为理想的企业价值平台和提高金融资源配置效率的场所；保险机构在各种不适当的行政管制下也很难在客户理赔及资金运用、理财服务方面开展真正比拼自身素质的竞争。当然，这只是非市场化不良后果的一小部分。

4. 金融政策的决策及纠错机制亟待改革和完善。研究20多年来中国金融改革的经验和教训，我们会发现，金融改革中出现的某些失误在相当多的情况下都与我们的决策机制不科学、不完善，纠错机制不灵敏、不健全有关。党的十六大报告把决策机制的改革和建设放在一个非常重要的位置来关注，把这个问题当成国家政治建设和政治体制改革的一部分内容，并特别指出，“各级决策机关都要完善重大决策的规则和程序，防止决策的随意性”。在中国，由

于监管当局三权分立及其他一些部门主管权限中也含有金融资源的支配和管理内容，因此，金融决策实际上是政出多门的，我们至今还缺少一个职责明确、权威足够的最高金融当局，而许多部门对与金融及投资有关的管理权限也极为重视，因此，在近年来热热闹闹出现过的“债转股”操作实践等与金融部门有关的“改革行动”，事后证明都使金融部门的利益特别是国有商业银行的资产质量受到损害。而在金融部门内部，我们注意到，在决策问题上并行存在着两种近乎矛盾的现象：一种是某些既符合国情又顺乎世界潮流的金融改革举措迟迟不能付诸实施；另一种情况是有些改革措施的出台又过于仓促，缺少扎实的论证程序。

中国金融业面临的问题可能还有很多，诸如国有商业银行的运行机制和不良资产问题，农村信用社的服务能力和制度改革问题，中国主板股票市场的股权分裂和全额流通问题，中小企业融资体系的建设问题等等。但我一直认为，本文在上面所总结的四个方面问题是金融体系大多数问题的滋生根源，只有将这四个问题的解决途径和办法衍化为扎扎实实的改革政策，加速金融体系的制度性调整，中国的金融业才能为党的十六大所提出的全面建设小康社会大目标的实现发挥更有力的推动作用。

三、今后一段时期的金融改革建议

中国的金融业改革应当建立在如下基点之上：（1）为实体经济部门结构调整服务，将疏导储蓄——投资循环机制提高资源配置效率作为首要目标；（2）强化金融机构的抗风险能力，降低金融体系的脆弱性；（3）使中国的金融机构在国际金融竞争中逐步成为有一定竞争力的金融企业；（4）通过建立健全有效率的现代化金融体系使金融业成为中国总体经济改革和经济保持持续高增长的有利推动因素。这四个基点似乎也可以称之为金融改革政策的四项约束条件，用这四个条件来开列改革任务清单，这个清单的内容也许会变得很长，而且，在改革举措产生的制度变量尚存在某些不确定性的情况下，我们也无法闭门造车式地给定出一个丝丝入扣的多项改革顺序名录。较为现实的选择是抓住一个或几个最关键的金融问题，使这些问题的解决能对实体经济产生较为确定的积极政策效应，这样，我们的金融政策就能够产生最佳的调节效果。

怎样选择近期的金融改革政策，有没有一个类似于“突破口”的措施供决策层考虑呢？

这个问题不可能无解，我们可以从十六大报告中提出的在本世纪头二十年要努力完成的八大任务中寻求答案，其中，最值得注意的就是如何运用金融政策来保障中国的“新型工业化道路、大力实施科教兴国战略和可持续发展战略”的问题，因为只有这个问题的解决才能对国民经济发展全局产生决定性的影响。从这一前提出发探求能产生突破作用的新金融政策，我们可否这样来厘清思路：一是根据中国金融业当前存在的一些倾向性问题尽量避免金融资源出现低效率配置；二是将一定时期内相对有限的金融资源分配到最有利于实现新型工业化的投资方向上去。如果这样的思路有合理性，那么，中国在近期内至少应为确立新金融政策对两个问题提高些认识：（1）金融机构在近期内不应将在国内上市作为自己的改革目标；（2）启动民间投资实现新型工业化经济的希望在于支持创业投资这类新金融活动并建立多层次的资本市场。

2001年以来，金融机构要求上市的呼声已越来越高，浦发、民生、招商三家股份制商业银行上市后，一些证券公司、保险公司和四大国有独资商业银行中的三家都明确表达了自己的上市欲望，有些金融机构的领导甚至将上市期限目标已确定在几年之内。我认为，中国金融机构的上市问题已到了需要认真思考一下的程度了。我们都知道，无论是推动金融机构还是非金融性企业上市，其目的不外有六：（1）为上市企业筹集永久性营运资本；（2）改善企业的组织结构，使非公众公司变成公众公司；（3）为市场参与者提供金融产品供给或投资对象；（4）让更多的企业进入资本市场这一公开化的企业价值评估平台；（5）发展直接融资，改善中国的投融资体制格局，疏导储蓄投资循环渠道；（6）将许多具有传统行为惯性的企业纳入现代公司制度的体制框架和运营轨道。从这六个目的来说，企业上市是一个巨大的发展跨越，是改革和经济发展到一定阶段的必然要求。仅凭这一点，就可以判定：中国的股票市场是一个亟待扶持和发展的资源配置形式。但是，我们一定不能忽略以下两点：

第一，一个国家在一定时期内的资本供给总有个大体的限度，对这个限度如果细分，决策部门能够大体上估计出在一定时期内有多少资金可以通过间接融资渠道分配，有多少资金可以通过直接融资渠道分配，又有多少资金可以从国外获取等等。这些话如果换成另外一种说法，那就是：国内资本市场的资金供给能力并不是无限的，不仅不无限，甚至可以说是一种带有稀缺性的资源，对其决不应采取只顾眼前利益而忽视可持续发展的掠夺性开采方针。

第二，如果承认中国资本市场上的货币资金资源在一定时期内具有稀缺性，就会连带产生这样一个问题：这种稀缺性资源先分给谁？一个国家经济管理水平的高低主要取决于它对稀缺资源的利用效率。在中国主板股票市场的十多年发展实践中，我们亲眼目睹了由体制弊端、政策失误及管理水平低下造成的种种宝贵货币资源错误配置的数不胜数的“生动案例”。应当说，在改革24年后的今天，资源错误配置、低效配置的现象并没有有效制止，近年来且有愈演愈烈之势，只不过在不同经济发展阶段又采取了一种新的表现形式而已。例如，在大量不符合上市条件的企业经过包装或“伪装”上市，已经败坏了改革的信誉并造成了严重的资源浪费和系统性金融风险的情况下，越来越多的上市公司采取增发、配股、发行可转换债券等种种方式，巧立名目，拼命圈钱，目的达到后随意改变筹资用途，甚至以委托理财的方式将资金大量投入股票二级市场，从而造成资源配置上的极大浪费。显然，发展中国家资本相对短缺要求决策部门在资本分配时首先要甄别出资源相对浪费或低效部门，然后再在可发展行业和部门中选出优先支持对象。

注意了以上两点，我们就可以通过分析得出结论：应严格控制金融机构在国内股票市场上市的步伐，其论证过程为：（1）对于发展中国家来说，提高国内的资本形成率、强制性技术升级及产业结构的合理布局和调整是一个永恒的主题，当然，这也是中国现阶段经济成长和发展面临的紧迫课题。资本市场建设要为这个历史性课题的解决做积极贡献，就要在上市公司对象的选择中向科技型、高成长

型、能对资本形成率提高有实在影响的实体经济部门中的企业倾斜。(2) 为上市公司注入更多的永久性营运资本是股票市场的基本功能,这种注入资本的效率与注入对象企业的资金需求紧迫程度成正比。从对资金需求的紧迫程度说,金融机构远不如实体经济部门中的企业。也就是说:与实体部门中的企业相比,金融机构本身不太缺钱,在股市上拿到一部分资金根本起不到资金注入方面的积极作用。所以,从比较意义上说,金融机构上市是对有限的货币资源的一种浪费。(3) 金融机构普遍存在核心资本不足问题,这是无可争议的现实,但解决中国金融机构核心资本不足问题并不是降低金融风险的有效办法,因为金融风险的生成原因很多很复杂,指望用股市筹资增加核心资本的手段来增强金融机构的抗风险能力有药不对症之嫌。(4) 从经济市场改革的发展方向说,中国的金融机构特别是那些国有独资或国有控股的金融机构也要通过私募、公开上市等途径来改变自己的产权结构和组织形式,但在目前条件下,由于金融机构的盘子远大于实体经济部门中的上市对象企业,因此,金融机构上市以很小的流通股比例既收不到根本改善其组织结构的功效,也不会使其运营机制出现实质性改进。

各类金融机构的存量性改革目前最现实的选择是通过股份制改造、裁并重组、减员增效等方式提高自身素质和核心竞争力,少上市或不上市而将资本市场内一定时期有限的资源让给最有利于产业结构调整、最有利于中国走新型工业化道路的那些创新型、科技型、高成长型企业。从国外经验看,培育创业投资体系、建立多层次的资本市场是中国实现“走新型工业化道路”战略的最佳金融政策选择。

考察中国经济,在实体部门和金融部门之间,存在一个引人注目的矛盾交汇点,即为潜力型、成长型中小企业提供投融资服务的制度化市场平台。

经过近十年的宏观调控和产业发展,中国实体经济部门的主要矛盾已由 1992 年以前的数量型短线制约转变为

1997 年以来愈益显现的由产业技术升级限制所造成的质量型结构矛盾。按照国外的一般经验,在新技术发展日新月异的今天,企业层面吸纳新技术主要有两条途径:一条是原有的大型企业通过增加研发投入对传统产业进行强制性升级;另一条是鼓励创新型中小企业主动承担风险在创业资本的支持下吸纳和发展新技术。后一条途径即利用创业资本支持创新型中小企业已被美国、台湾、以色列、英国等经济体的经验证明是一种普遍适用的能够形成良性循环的制度性解决办法。对于这些,我们决策层的认识是十分清楚的。十六大报告中明确提出,“要发挥风险投资的作用,形成促进科技创新和创业的资本运作和人才汇集机制。”这种高屋建瓴的论断需要我们将之衍化为有利于“科教兴国”、有利于金融体系改善及资本市场建设的“新经济政策”。而十六大报告中提到的这个“汇集机制”正是中国经济、金融体系的一个重要缺陷所在,也就是本文上面所说的实体部门和金融部门的“矛盾交汇点”,它的具体涵义是:实体部门的结构调整的希望在于创新型中小企业的快速成长,但这些企业却得不到制度化的资本和资金支持;中国的居民储蓄率居世界第二,但大量的金融资源却滞留于银行类系统内形成巨额“存差”而不能对实体部门的结构调整发挥引导及支撑作用。

怎样改变这样的局面?答案就是将加快创业投资体系的培育、开设多层次的资本市场作为有力度的金融改革政策尽快推出,这项举措肯定能够成为中国金融改革取得重大进展的“突破口”。2003 年上半年,中国的信贷净增 18000 亿元,增速达 23.1%,许多传统产业如钢材、水泥及化工等行业产品都出现了局部短缺现象,不少民营企业也开始向这些产业大量投资,我认为这是一个值得警惕的新现象,由货币信贷超速供给形成的局部过热和短期市场信号肯定会产生新的重复建设和资源浪费,我们的决策者只有将具有较高科技含量的投资当成引导重点,中国的经济才会获得持久的上升冲力和外部竞争力,我们的金融体系只有围绕这一目标设计改革方案,才能更好地为全面建设小康社会的宏伟目标做贡献。

