



**The Study on China Venture Capital
Regulatory System**

The Preliminary Research on Escapement Theory
Between Fictitious Economy and Real Economy

中国风险投资 监管制度研究

虚拟经济与实体经济间的擒纵器理论初探

宋巍/著



法律出版社
LAW PRESS CHINA

本书获得第四十六批中国博士后科学基金资助

**The Study on China Venture Capital
Regulatory System**

The Preliminary Research on Escapement Theory
Between Fictitious Economy and Real Economy

中国风险投资 监管制度研究

虚拟经济与实体经济间的擒纵器理论初探

宋巍/著



法律出版社
LAW PRESS CHINA

图书在版编目(CIP)数据

中国风险投资监管制度研究 / 宋巍著. —北京:
法律出版社, 2013. 5
ISBN 978 - 7 - 5118 - 5002 - 7

I. ①中… II. ①宋… III. ①风险投资—监管制度—
研究—中国 IV. ①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 114204 号

中国风险投资监管制度研究
——虚拟经济与实体经济间的擒纵器
理论初探

宋巍著

责任编辑 刘文科
装帧设计 李瞻

© 法律出版社·中国

开本 A5

印张 8.125 字数 192 千

版本 2013 年 7 月第 1 版

印次 2013 年 7 月第 1 次印刷

出版 法律出版社

编辑统筹 学术·对外出版分社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京京华虎彩印刷有限公司

责任印制 陶松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85388843

重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 5002 - 7

定价:32.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序 言

宋巍博士系执业律师和实业投资人出身,在风险投资领域具有丰富的实践经验,投资过一些较为知名的企业和项目,在律师执业过程中也积累了丰富的实践经验。本书是他在在中国社科院经济所做博士后时的研究成果。作为在经济学和法学交叉领域进行研究的青年学者,“跨学科学术研究”、“跨领域从业经历”、“理论和实践紧密结合”是他的优势。在国际金融危机的背景下,我们应该冷静考虑风险投资行业对整个中国经济的影响,深入思考在后金融危机时期,我们应当用什么样的金融管理制度和法律法规去规范风险投资。因此,无论从理论还是从实践上看,本书都是有价值的。

依据经济学原理,作者认为这次国际金融危机受到了新自由主义的“完全自由市场经济”和“反对国家干预和监管经济”理论的影响。作者将风险投资这一商业行为模式置于1997年东南亚金融危机及2007年美国次贷危机这两次金融危机的宏观背景下,从风险投资的角度分析金融危机的成因和它在这两次金

融危机中所扮演的特殊角色。为了降低风险投资对经济的负面影响,作者研究了风险投资的金融监管策略,比较了美、英两国金融监管政策。特别值得一提的是,作者提出了一个新的理论观点——“风险投资擒纵器理论”,并对这一理论进行了论证和描述,认为风险投资是实体经济和虚拟经济的之间的调节器,有效调控“风险投资”能有效促成实体经济和虚拟经济的平衡和良性发展。对于如何运用“风险投资擒纵器理论”来有效地保障中国经济持久、稳定、高效的运行和发展,作者也提出了自己的观点。

对于虚拟经济,作者认为其本质是一种虚拟信用。资金作为一种稀缺资源,它会置换出很多社会中的其他稀缺资源。要使实体经济和虚拟经济协调发展,就必须解决市场的供给与需求以及经济体中成本与利润之间的矛盾,使得虚拟经济和实体经济能够形成良好的互补和对接。而风险投资本身的特点使其成为联动实体经济和虚拟经济的关键。因此,对风险投资本身的良好调节能够促使整个经济有序、协调、持续的增长。作者还认为,风险投资本身即具有集中体现虚拟经济和实体经济联动效应的功能,可以全面折射整个国家在现代金融体系下混业经营的路径、风险及监督体系。同时,作者从风险投资的角度对中国金融监管制度的不足进行了剖析,总结了发达国家金融监管制度对风险投资进行监管的宗旨、目的及方法。

风险投资及其有效监管对中国经济发展意义重大。本书的分析、论证对此具有借鉴和参考价值。

中国社会科学院经济研究所研究室主任

研究员、博士生导师

胡家勇

2013年4月于北京

前 言

我国的风险投资业已历经二十余载的发展,在风险投资机构制造了一个又一个财富神话的同时,国人已迅速认识到风险投资对于经济发展的重要意义,然而风险投资的真正价值是什么?它究竟是财富生成器抑或仅仅是财富放大器?2007年美国次贷危机所引发的全球金融危机给了我们一次思考的机会。在国际金融危机的背景下,我们应该冷静地考虑并反观一下风险投资行业对中国的市场,诸如金融业、中国的金融监管体系,乃至对整个中国经济的影响。以美国为首的资本主义国家的国际金融衍生工具,特别是投资银行的运作标准、银行的金融监管体系、各国的金融监管制度以及相关的法律法规,对我国产生了哪些正面的和负面的影响?处于后金融危机时期的中国,应当用什么样的金融管理制度和法律法规去规范风险投资在中国市场上的运作行为?上述问题是我们必须要面对和解决的——这也是本书构思和写作的动因。

本书尝试从“风险投资与虚拟经济、实体经济的

关系”分析本次金融危机的成因,深入剖析风险投资对于实体经济与虚拟经济之间的调节作用,以及国家对风险投资进行监管的必要性和重要性,进而论述金融监管对于国民经济发展的重大意义并对风险投资监管提出立法建议。本书主要讨论了以下内容:

第一,本书以“风险投资”概念本身为切入点,着重对风险投资的概念及内涵进行了详细诠释。通过从风险投资领域本身、金融监管以及法律制度的角度出发,重新对风险投资(Venture Capital)这一概念进行全面的理解。笔者认为:“风险投资”在中国应被定义为对企业本身的一种投资行为的统称,既包括PE、VC模式的股权投资即对实体经济(包括但不限于公司、企业、项目等经营主体的投资),也包括以有价证券为主的金融衍生品投资,即对虚拟经济,包括但不限于对股票、债券、期货等证券类投资。

第二,本书着重将风险投资这一商业行为模式置于2008年美国金融危机这一主要的金融危机的宏观背景下,从风险投资的角度揭示了金融危机的成因,分析了风险投资在金融危机中扮演的特殊角色。以追逐利益最大化为根本目的,借助“高杠杆收购”等灵活的投资策略以及“华尔街精英”创造出的复杂“金融衍生品”,美国风险投资行业在大肆攫取资本收益的同时,也将自己置于极端危险的“风暴眼”之中。然而本次金融危机的一切恶果均源于新自由主义的“完全自由的市场经济”及“反对国家干预和监管经济”的理论支持,最终这些理论演变为政府、金融机构、投资个人等众多主体对于风险管理的忽视。我们可以得出这样的论断:“这场国际金融危机暴露了当代资本主义国际金融垄断资本主义的腐朽性,以及国际金融垄断资本的理论体系新自由主义的危害性”,而新自由主义不可取,政府必须将强化金融监管,而且应当将“风险投资监管”纳入金融监管体系。

第三,为了降低风险投资对经济的负面影响,本书研究了风险投资

的金融监管策略。本书在比较了美、英两国金融监管政策的基础上得出结论认为:首先,随着一国经济实力的增长和市场经济结构的提升,风险投资基金的出现和发展是必然现象,是一国市场经济体制趋于成熟后必然出现的一个重要的金融服务领域。其次,从保护投资者利益的角度出发,各国都结合各自不同的情况和文化特征,通过一系列的法规明确风险投资的限制内容,通过明确细致、可操作性强的规定来保护投资者的权益。最后,鉴于风险投资基金投资具有的风险性,监管重点一方面是要要求投资者本身具有一定的资金实力和成熟的投资心态,另一方面是对风险资本募集的方式进行一定限制。

第四,特别值得一提的是,本书提出了“风险投资擒纵器理论”,即风险投资是实体经济和虚拟经济的之间的调节器,有效调控“风险投资”能有效促成实体经济和虚拟经济的平衡和良性发展——这是本书对传统理论的重要拓展,也是本书的创新之处。本书通过上述分析和对几次金融危机成因的解析,提出了“风险投资擒纵器理论”,并对该理论进行了论证和描述。对如何运用“风险投资擒纵器理论”来有效地保障中国经济持久、稳定、高效地运行和发展提出了自己的研究观点。实体经济和虚拟经济之间的作用关系是一种决定与被决定、作用与反作用的矛盾关系。虚拟经济是建立在实体经济之上的虚拟价值的信用经济体。由于虚拟经济的价值本质上是一种虚拟信用,是人为的对价值意识的一种主观认同。而资金作为一种稀缺资源,它的出现往往会置换出很多社会中其他的稀缺资源。要使实体经济和虚拟经济协调发展,就必须解决市场的供给与需求以及经济体中成本与利润之间的矛盾,以使得虚拟经济和实体经济能够形成良好的互补和对接。风险投资由于其特点——资金对经济体的直接注入(往往投资于实体经济的个体,并通过证券市场退出;或者投资于虚拟经济的金融衍生品,从而出售有价证券牟利)——成为了能够联动实体经济和虚拟经济的关键。

因此,风险投资扮演了经济发展过程中“擒纵器”的角色。对风险投资本身的良好调节,能够使得整个国民经济有序、协调、持续地增长。而且风险投资具有的能够集中体现虚拟经济和实体经济联动效应的功能,可以全面地折射出整个国家在现代金融体系下混业经营的路径、风险及监督体系,给现代金融体系发展中的金融业的组织形式、金融风险控制模式、金融混业经营的动态轨迹及方向与路径提供了合理、有效的依据和支持。

第五,作为本书的落脚点,本书对风险投资所涉及的中国金融监管制度存在的不足进行了相应的论证和分析,并希望能够通过对发达国家监管风险投资领域方法和制度的研究,总结发达国家金融监管制度对风险投资领域进行监管的宗旨、目的及方法,希望能够借此从中国金融监管所涉相关法律及政策、规章和现实意义出发,对中国金融监管制度所涉及风险投资领域的具体问题提出相应的初步解决方案。

目 录

前 言	001
-----	-----

第一章 绪论 001

第一节 选题背景和研究意义	001
---------------	-----

第二节 相关理论综述	009
------------	-----

一、资本市场与经济发展	009
-------------	-----

二、风险投资国外研究重点	016
--------------	-----

三、风险投资国内研究重点及特点	023
-----------------	-----

四、金融危机及其根源分析	025
--------------	-----

五、金融安全及其重要性	032
-------------	-----

六、金融监管及其理论研究	036
--------------	-----

第三节 研究方法	043
----------	-----

一、历史分析法	043
---------	-----

二、定性分析与定量分析结合法	043
----------------	-----

三、规范分析与实证分析结合法	044
----------------	-----

第四节 内容结构	044
----------	-----

第二章 风险投资是什么：历史与本质 047

第一节 风险投资的历史轨迹	047
---------------	-----

一、风险投资的历史起源	047
二、世界风险投资的发展阶段回顾	051
三、国际风险投资的发展趋势	057
第二节 风险投资的本质——擒纵器理论初探	062
一、风险投资的实质	062
二、实体经济、虚拟经济的概念	067
三、擒纵器理论初探	068
四、风险投资擒纵论	081
第三章 风险投资的功能:正常功能与异化功能	087
第一节 概述	087
第二节 风险投资正常功能:股权投资	090
一、概述	091
二、股权投资的运作及退出	097
三、股权投资对中小企业的作用	099
第三节 风险投资异化功能:金融衍生品投资	100
一、概述	100
二、风险投资异化功能的风险	103
第四节 风险投资的异化功能在金融危机中的角色	118
一、2008 年金融危机的成因综述	118
二、美国五大投行在金融危机中的表现	124
三、从金融危机中我们得到的启示	129
四、新自由主义的思想渊源及对金融制度领域的影响	130
五、新自由主义的动向及美国经济	135

第四章 风险投资在中国:功能及影响 140

第一节 中国风险投资的历史发展和现状分析 140

一、中国风险投资的历史发展 140

二、中国风险投资的现状分析 146

第二节 风险投资与中国经济 161

一、中国风险投资与资本市场 161

二、风险投资与中国国家经济发展战略 170

三、我国风险投资与国家产业发展战略 176

第五章 风险投资的金融监管:国际经验 184

第一节 监管的原理 184

一、企业与市场 184

二、投资与市场 185

第二节 金融监管的概念 188

一、金融监管的定义 188

二、监管原则 190

第三节 风险投资必须纳入金融监管体系 192

一、对风险投资进行监管的必要分析 192

二、对风险投资之监管机理的初步思考 194

第四节 金融监管体制的变化对风险投资的影响 196

一、金融分业监管 197

二、金融混业监管 199

第五节 美、欧金融监管的比较 200

一、各国的金融监管制度 200

二、新自由主义与美国金融监管的转变 207

第六章 我国风险投资监管的制度构建 210

第一节 制度构建的理论基础：风险投资擒纵器理论 210

一、风险投资擒纵器的理论价值 210

二、风险投资擒纵器的应用——风险投资监管的关系与路径描述 214

第二节 制度构建中的核心问题 223

第三节 制度构建的基本框架 225

一、制度构建的宗旨 225

二、制度构建的基本原则 226

三、主要内容 228

主要参考文献 233

致谢 246

第一章

绪 论

第一节 选题背景和研究意义

2007 年美国次贷危机展现了现代金融风险错综复杂的特征,至 2008 年,其已经从简单的信贷危机演变为涉及面更广、涉及主体更多的世界性金融海啸。雷曼兄弟破产、贝尔斯登被收购,美林、摩根甚至花旗和 AIG 等一系列知名的投资银行和金融机构均无幸免。这场看似突如其来的金融风暴使得我们不得不重新对现代华尔街金融模式,特别是风险投资领域的相关理论重新予以考量。回顾并分析引发这场世界级金融危机的成因和发展过程,对发展中的中国具有极强的现实意义。

引发金融危机的成因主要有四类,分别是因银行倒闭触发的金融危机、因资本市场波动导致的金融危机、因货币引发的金融危机及因外债危机引发的金融危机。虽然有些金融危机直接起源于资本市场,有些金融危机起源于货币危机或银行倒闭,但最后无疑均

引发资本市场的动荡,资本市场越来越成为酝酿金融危机的重要环节。资金是资本市场的灵魂,对企业来说也是其发展壮大的根本动力,融资对任何企业来说都是至关重要的。从根本上而言,资本市场就是资金融通的市场,而风险投资是适合不同企业的重要融资渠道。

风险投资作为任何针对公开和非公开市场交易的资产进行投资的资本市场领域,其本身不像政府或者国家金融机构那样具有强烈的政策性和方向性,它的主要特征是趋利性。只要是好的有发展潜力的企业和项目,不论其所在国家和行业,风险投资者都乐意进行投资。因此,风险投资本身的上述特性决定了其必将伴随经济的发展而发展,并伴随资本市场的完善而完善。

我国风险投资本身经历了二十余年的发展,在国际金融危机的背景下,我们应该冷静地思考并反观风险投资领域对中国的市场、中国的金融监管体系,乃至对整个中国经济的影响。特别是在 WTO 规则体系之下,中国应当用什么样的金融管理制度和法律法规去规范风险投资对中国经济的市场运作行为,这是我们必须要面对和解决的问题。

我国和世界风险投资领域的学者、专家们对风险投资如何正常发展,如何能够对经济的发展起到更大的推进作用,如何最大程度地减少或控制其因固有特性对经济造成不良影响等问题各抒己见,但所有学者和专家们在风险投资对经济发展所起的作用上的基本观点是一致的,即风险投资对世界经济的持续发展起到了重要作用;在促进一国的经济增长、提高就业等方面同样起到了不可替代的重要作用。风险投资能够促进企业迅速成长,创造大量的工作机会,引导企业的科技优势向竞争优势转化,有效地促成科技成果转化为生产力,从而推动经济的发展。风险投资本身已经成为了国民经济发展的强大推动力。因此,对风险投资领域的政策引导方向,应遵循在市场经济环境下控制风险和促进发展并举的目标,控制风险的目的是更好地促进发展,而促进发

展的同时又能够有效地控制风险。

尤其是当前,随着我国融入世界经济贸易体系,我国正在逐渐摆脱以计划经济为核心的经济发展理念,而向以市场经济为导向、以国家宏观调控的指导为辅助的方向迈进。随着中国多层次资本市场的形成和逐渐完善,金融监管部门对风险投资进行有效的监管就显得十分必要了。

但是,目前学界和实务界对“风险投资”这个概念本身的界定并没有特别明确,针对其进行有效监管并没有形成特别具体和完善的理论。当今的主流观点对“风险投资”概念的界定仅是狭义的,认为其仅仅是以股权投资为对象的一种个体商业行为。而“风险投资”本身所涵盖的外延绝不仅限于上述狭义概念。由于目前没有对更广义的“风险投资”概念本身进行一个有效的圈定和界定,因此在对“风险投资”领域进行研究时,往往会出现因概念的交叉而导致研究对象的模糊和对研究对象行为辨析的混乱。因此,本书开宗明义地确定了研究范畴,即“风险投资”的研究范围,对本书“风险投资”本身进行了有效的概念界定。

目前学界和实务界主要是从风险投资自身、金融监管、法律制度三个角度展开研究。当前的主要观点如下:

首先,从风险投资自身的角度出发,研究侧重于风险投资的作用,以及宏观政策上的支持和扶持,以促进风险投资的发展。

根据美国全美风险投资协会的定义,风险投资是指由职业金融家对新兴的、迅速发展的、蕴藏着巨大竞争潜力的企业的一种权益性的投资。成思危先生认为:所谓风险投资,是把资金投向蕴藏着较大失败危险的经济开发领域。其实质是通过投资一个高风险、高回报的项目群,将其中成功的项目进行出售或上市,以获得高额的回报。由于风险投资本质上是一种商业行为,而非政府行为,因此,很多国家政府对风险投资领域采取的是支持而不参与、引导而不干涉的政策。2000年,成思

危提出了我国风险投资发展的三步战略:第一步是建立风险投资公司;第二步是建立风险投资基金;第三步是建立包括二板市场在内的风险投资体系,健全风险投资投入、运行和撤出机制。另外,许多专家,如陈丹宇、徐瑞娥、谢非等都从各个角度提出了发展中国风险投资的对策。他们认为发展中国风险投资业,应努力做好以下工作:(1)制定风险投资基金管理办法;(2)建立风险基金;(3)大力发展资本市场,为风险投资提供畅通的退出渠道;(4)制定并组织实施风险投资的扶持政策;(5)建立多层次的风险投资网络;(6)培育风险投资企业家。他们认为,针对风险投资,政府的定位应是:(1)辅助者,以立法和政策为风险投资提供良好的外部环境;(2)引导投资者;(3)有效监管者,防止风险扩大,处罚违规行为。

综上,从风险投资自身的角度出发,促进风险投资的发展,不过度控制或限制风险投资的发展是主要观点。依据该观点,有效的政策法规环境的建立目的是促进风险投资的发展,而不是限制和干涉甚至控制风险投资领域的发展。

其次,从金融监管的角度出发,研究侧重于如何更好地监管风险投资,预防由风险投资引发的金融危机。

金融监管的前提是金融风险,依据我国经济学界如刘毅、杨德勇等经济学家的看法,金融风险至今没有统一的定义,但对金融风险的描述基本是一致的,即在宏观经济运行中,由于金融体系和金融制度的问题,金融政策的失误以及经济主体在从事金融活动时因决策失误、客观条件变化或其他情况而有可能使资金、财产、信誉遭受损失等原因,客观上会影响宏观经济的稳定协调发展,导致一国国民经济停滞甚至倒退的可能性,这种风险也被称为经济运行中的金融风险。虽然金融风险是客观存在、不可避免的,但它是可以控制的。所谓金融风险的可控性,是指虽然金融风险的爆发往往由偶然事件引起,但由于其产生与发