

中国人民大学
风险投资发展研究中心
2001年研究报告

风险投资与中国金融体制改革

刘曼红〔美〕兹维·博迪 主编

Venture Capital



中国金融出版社

中国人民大学风险投资发展研究中心
2001 年研究报告

风险投资与中国 金融体制改革

刘曼红 〔美〕兹维·博迪 主 编



中国金融出版社

责任编辑：王 凤

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮安

图书在版编目 (CIP) 数据

风险投资与中国金融体制改革/刘曼红, [美] 兹维·博迪主编. —北京:
中国金融出版社, 2002.7

ISBN 7 - 5049 - 2796 - 1

I. 风… II. ①刘…②兹… III. 风险投资—研究—中国 IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 040741 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部: 66024766 读者服务部: 66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 北京市宏文印刷厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 14.75

字数 297 千

版次 2002 年 7 月第 1 版

印次 2002 年 7 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 30.00 元

如出现印装错误本社负责调换



刘曼红教授

毕业于中国人民大学，后赴美留学，先后获得俄克拉荷马大学经济学硕士学位和康奈尔大学应用经济学博士学位，1993至1997年在哈佛大学担任副研究员，1997年底回国。现任中国人民大学财政金融学院教授、博士生导师，中国人民大学风险投资发展研究中心主任，财政金融促进会风险投资专业委员会名誉副主任，北京市政府金融顾问。刘曼红教授有多本著作，其中《风险投资：创新与金融》是国内第一本专门论述风险投资的书。



兹维·博迪教授

毕业于美国麻省理工学院，现任美国波士顿大学金融学教授，曾先后在麻省理工学院、宾夕法尼亚大学、哈佛大学等美国著名学府任教。兹维·博迪教授现在兼任美国财务会计标准局、亚太经济合作组织以及世界银行的顾问。

其主要研究领域是投资、社会保障体系、个人理财和金融创新。他撰写的《投资学》被选为美国金融分析师考试和保险精算师考试指定教材。他与1997年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·莫顿(Robert Merton)合著的《金融学》是美国最流行的金融学教科书之一，同时被翻译成汉语、法语等多国文字，该书被美国著名经济学家保罗·萨缪尔森称为“数十年难得一见的创新之作”。

编 委 会

主 编：刘曼红 [美] 兹维·博迪

作 者：刘曼红 [美] 兹维·博迪

[美] 罗伯特·斯蒂尔曼

胡 波 王 悦 孟天山

罗 宁 于华芸 张 彬

李 勤 石晓蕾 郭 艳

本书的出版得到了教育部重点研究基地中国人民大学中国财政金融政策研究中心承担的重大课题“高科技与风险投资”的资助。

版权所有：中国人民大学风险投资发展研究中心
保留一切权利。

前 言

2001年是中国风险投资发展的重要的一年。这一年，中国的风险投资业走入了“彷徨期”。一方面，国际经济的恶化，尤其是美国经济随着其网络经济泡沫的破灭而进入低谷；另一方面，中国国内的宏观经济环境出现了一些不利于风险投资发展的因素，如二板市场的无限期拖延、主板市场的调整，等等。此外，中国国内风险投资公司也遇到了一些具体问题，如一些公司已经将所融到的资金投入若干项目中，而由于时机不成熟，退出渠道不畅通，使得这些公司进入了欲进不能、欲退不忍的境地。有些公司由于只融到一笔资金，而所投项目在退出期限上又缺乏合理设计，没有形成交易流。另一些公司则由于投资后缺乏对于所投企业的进一步管理，而不能帮助所投企业的价值增值。

一时间，中国的风险投资似乎从“热”到“冷”，走入了“彷徨期”。

然而，热有热情的好处，冷有冷静的思量。

首先，冷静下来的中国风险投资界可以借此机会对于过去的经验及教训进行深刻的思考，深入的分析，认真的总结。不仅是对中国风险投资过去几年的实践进行思考与总结，而且可以对国际同行的所作所为进一步地评价与评估。“温故而知新”，冷静的时候思路容易更清晰，设计也会更切合实际。

其次，冷静的时期恰恰是风险投资的最好时期，因为这时的投资公司都比较谨慎，对项目的估值往往比较低，投资成本比较低，而需求资金的企业由于资金供给的紧张往往愿意出让更多的股份，对于风险投资公司来说，这时的交易也往往比较便宜。

再次，由于进入冷静期，一些风险投资公司实行内部管理层的整顿，保留了精英，剔除了不必要的人员，使得管理团队更加精炼，投资效益也会相应提高。

2001年，影响中国经济的最重大事件之一是中国加入世贸组织。入世后，中国的经济正在发生巨大的变化，然而，这种变化不是忽然的，而是渐近的，不是表面的，而是深刻的，入世对于中国经济的影响很难以单纯的或单一的好与坏来评价，而是多方位的、多层次的，这种深度的影响可能在长期内才能真正显现。

中国人世对于风险投资的影响大约有四个主要方面：资金来源方面；风险投资内部的治理结构方面；风险投资的退出方面；最重要的一点是，入世后，整个中国金融体制的改革会加快速度，而风险投资的发展会越来越密切地与中国金融体制的改革相联系，相互促进，相互制约，共同发展。

第一，中国入世对风险投资资金来源的影响。

中国风险投资的发展经历了若干个历史阶段。中国风险投资事业起源于 20 世纪 80 年代中叶，第一家国外风险投资进入中国是 1985 年 Chinavest（中国创业投资有限公司）。而第一家国内风险投资公司建立于 1986 年中创，即中国新技术创业投资公司。但 1980 年至 1990 年初，中国风险投资公司仍然寥寥无几。

1992 年以后，受邓小平南巡的鼓舞，一些省、市、科委部门相继创立了风险投资公司，但总体上，风险投资的规模仍然较小。中国风险投资真正的蓬勃发展起源于 1998 年政治协商会议第 1 号提案。从此以后，中国的风险投资才如火如荼地发展起来。这种蓬勃发展的态势一直延续到 2001 年后期，当时，由于国际投资环境的恶化，更是由于中国二板市场的无限延期，中国风险投资进入了彷徨期。在这几个不同时期中，中国风险投资公司的结构也发生了一些变化，在中国风险投资发展初期，尤其在 1992 年邓小平南巡后，各省市科技风险投资公司纷纷建立。

当时，国际风险资本虽已进入中国市场，但数量有限，经营活动不明显，1998 年后，中国风险投资才如火如荼的发展起来，许多国际风险资本也陆续进入中国。进入中国的国际风险资本大约可以分成三种类型：传统的风险投资公司；金融机构支持的风险投资公司；国际跨国公司。在这三种公司中，第一种风险投资经验最丰富，但在中国的投资活动也最为谨慎；而国际跨国公司在中国的投资活动最活跃。他们一方面对于中国的市场较了解，对于中国的经济发展比较有信心，对中国的科技项目比较肯定；另一方面，由于有其他经营业务，他们的退出渠道也比较好。根据 2000 年 7 月份维欣风险投资公司的调查，当时在中国的外国风险投资公司（或基金）的数量（大约为 200 家），大于国内风险投资公司的数量（大约为 100 家）。在维欣的调查样本中，国际公司为 103 家，而国内公司仅为 55 家。然而，值得注意的是，不是所有的 103 家国际风险投资公司都在中国有投资业务。许多公司仅在这里设立了一个部门，一个办事处甚或仅派一个公司代表。而这 55 家国内的公司却大都已经融资到位并已有投资项目。

维欣公司 2001 年 5 月份的第二次调查显示，国际公司、国内公司在数量上都发生了变化。这是因为，这次调研剔除了那些在中国并没有实际投资，仅在国内设立分支机构，或仅派个别代表的国外风险投资公司。在这次调查中，维欣公司估计当时具有业务的风险投资公司共有 180 家、60 家国际公司、120 家国内公司。

从中国的风险投资发展过程来看，在中国的国际风险投资公司从数量上曾经多于国内公司，但后者发展速度大大快于前者。无论从数量上看，还是从其活跃程度上看，国内风险投资公司都具有一定的优势。

中国加入世贸组织以后，上述发展趋势可能会受到影响。首先，国际风险资

本会加快其进入中国的步伐。从国际资本的动向看,美国经济刚刚出现复苏的势头,这种势头会渐渐影响到世界其他国家。世界经济转好不会减慢,反而会促进国际资本向最有潜力的市场投入的速度。正如诺贝尔奖得主 Dr. North 指出的,中国近十几年的经济发展是世界经济发展史上的奇迹。这个奇迹本身是国际资本的吸铁石。中国加入世贸组织后,国际资本会把向中国这个大市场投资的可能性变为现实性。其次,中国加入世贸组织后,进入中国的风险资本越来越多地走向与中国本土风险资本相结合的方式。我们会看到越来越多的合资企业在中国风险投资领域出现。这是因为国际风险资本的优势在于其丰富的经验、正规的管理办法、评估及监控的技巧。而国内风险资本的特长却在于熟悉国内市场,对国内项目可靠性判断及关系网。国际与国内公司二者结合将有助于补长去短,更有力地发挥双方的优势。

第二,中国加入世贸组织以后,国外风险资本的大量进入会进一步促进中国国内风险投资内部公司治理结构的改进。

随着国外风险资本的进入,经验丰富、训练有素的外国风险家也会进入中国市场,海外留学人员也会更多地涌回祖国。这时,对中国国内风险投资的真正的冲击可能是对人的冲击。

我们常常说,风险投资投的是人,我们宁可投第一流的人,第二流的项目,也不要投第二流的人,第一流的项目。因为归根结蒂,能领导初创公司走入成功的是人,是企业的管理团队。对于风险公司本身来讲,最重要的也是人。只有合理的、有经验的风险投资家,才能选好项目,投准项目,才能成功地退出。

如上所述,国际风险资本对于中国风险投资的冲击,不是直接的资本冲击,更大的的是人的冲击、制度上的冲击。

中国风险投资发展短短几年的历史已经为中国培养了一批相当出色的具有本土特色的风险投资家。但总的来讲,中国风险投资管理人员不论从经验上还是从知识结构上都有欠缺,真正有实践经验的、训练有素的、成熟的风险投资家仍为数有限。随着国际资本的进入,国际资本管理人员的进入,对于中国现有的资金管理人员是一种很大的压力,也是一种直接的推动力。他们别无选择,或不断学习,或不断提高,不断成熟,或被取缔,被淘汰。

与风险投资管理人员的素质问题相应的是中国风险投资公司内部的公司结构问题。或者说,人的问题离不开制度问题,后者包括风险投资公司的组织结构、股份结构、奖惩制度、责任考核等等。一般地,风险投资公司的治理结构问题相对比较复杂,这是因为风险投资公司往往面临双重代理问题。这种代理关系表现为:

第一层代理关系表现在融资时。投资者是委托人——Principal,而风险投资家是代理人——Agent,信息的不对称表现为投资者并不一定知道风险投资家的

资金管理能力及为人品质，只有风险投资家自己最清楚。投资者要求风险投资家代表投资者的利益管理资金，但风险投资家很可能代表他们自己的利益。而第二层代理关系表现在风险投资家将资金投入企业时。在这阶段的资金运作中，风险投资家又转为委托人——Principal，而企业家为代理人——Agent，这时的不对称性表现为风险投资家并不一定知道企业的真正盈利潜力，只有企业家最清楚。这里，风险投资家具有双重身份，在第一层代理关系中，他们是代理人，而在第二层代理关系中，他们又是委托人。这种双重代理问题使得风险投资成为一种相对复杂的金融运作模式。

风险投资的这种双重代理问题，对它的公司治理结构造成一定的难度。中国入世后，国际资本，尤其是大批的优秀的风险投资管理有限公司的进入，会有利于中国风险投资公司治理结构的进一步改善，促进有效的、市场化的运行模式的早日形成。

第三，中国加入世贸组织对中国风险投资发展的另一个重要影响在于退出机制的建立。

曾经火热一时的中国二板市场原定于 2000 年年底创立，但由于种种原因被拖延了。但是，二板市场的拖延未必就是一件坏事。因为风险投资是全国经济发展的力量中的一对力量，虽然仅是一支新生的、朝气蓬勃的力量，而二板市场的创立也是全国金融体制改革全盘中的一个棋子，虽然是举足轻重的一个棋子。二板市场在当时的延迟是好事还是坏事，还要看全局、看长远。

很多人担心中国主板市场目前仍然问题重重，这时启动二板市场是对主板市场进一步规范化的一种阻碍。我们却不以为然。中国的经济改革走过了若干年的历史，哪一步不是“摸着石头过河”？十二年前，当中国首次启动资本市场时，在计划经济为主体的当时是不可思议的，试想资本市场与当时的主流经济曾形成怎样一种矛盾？但中国资本市场不但创立了，而且存活了，发展了。

中国的事情不可能是那种“万事俱备，只欠东风”的一种境遇。往往，万事与东风此起彼伏，彼此促进，我助你长，共同萌芽，共同发展。

同样，中国创立二板市场，也会在其建立条件的成熟过程中成长，或者说与其他条件共同走向成熟。这一点已为中国经济体制改革的历史经验所证实。

当然，除了二板市场以外，还可以通过购并、出售及股票赎回等等其他方式实现风险投资的退出。然而从二板市场退出仍是风险投资的必然选择。因为二板市场不仅仅是风险投资退出的渠道之一，它还是风险投资预约价值实现的场所，为风险投资家们提供风险投资选项尺度以及投资质量的反馈信息。

第四，中国风险投资的发展依赖于整个国家金融体制的改革步伐。

风险投资是整个金融体制的一个组成部分，是代表着新的运行模式的一种新生力量。然而风险投资的推广与发展，需要与其他金融机构的全面联系。没有其

他金融机构的支持，风险投资的融资、投资及退出就不可能得到实现。例如，在旧的金融体制下，曾有一度，中国在银行体系外所有的资金循环都是非法的。自然在那种体制下，风险投资不可能生存。又如，如没有银行短期流动资金的贷款的及时补充，风险投资支持过的创新企业就有可能夭折。在风险投资与金融体制改革关系中，除了二者内在关系的一般性外，还有许多具有中国现行体制下存在的特殊性。

只有金融体制的进一步改革，允许更多的非银行金融机构以更灵活的方式从事各种金融活动，风险投资才能有较大规模的发展。自然，金融体制的改革并不等于金融管制的全面放松，并不是放弃所有合理和必要的金融管制。没有一定的金融秩序，风险投资不可能顺利进行，这一点古今中外，无所例外，这也是风险投资与金融体制改革关系的另一个重要侧面。

总之，2001年是中国风险投资发展中具有特殊意义的一年。

作者 刘曼红
2002年4月

目 录

第一章 中国风险投资发展研究	1
第一节 中国风险投资的发展状况.....	1
专栏：北京的风险投资	14
第二节 政府在风险投资中的角色定位	17
第三节 中国政府促进风险投资发展的措施	23
第二章 风险投资与中国金融体制改革	44
第一节 中国金融体制的改革与现状	44
第二节 风险投资的金融内涵	47
第三节 风险投资与中国金融体制的改革	72
第三章 风险投资与税收政策	85
第一节 对风险投资实施税收优惠措施的必要性及其效应分析	85
第二节 中国对风险投资应该采取的税收优惠措施	94
第四章 风险投资发展的国际经验与启示	107
第一节 美国风险投资发展的经验	107
第二节 欧洲风险投资发展的经验	116
第三节 以色列的风险投资	123
第四节 日本的风险投资	131
第五节 印度的风险投资	138
第六节 韩国的风险投资	144
附录 1 2001 年中国金融国际论坛发言集萃	150
兹维·博迪：中国金融创新和技术进步的前景展望	150
乔什·勒纳：建立一个充满活力的风险投资体系	155
罗伯特·斯蒂尔曼：小型企业投资公司（SBIC）的经验、教训	160
刘曼红：风险投资与中国金融体制改革	162
弗兰克林·杨：中国风险投资中的隐性风险	166
陈坚：中国市场给风险投资带来的机会	169
何国杰：风险投资机构的内部治理结构探讨	171
沈捷尔：风险资本市场发展和政府推动——政府	

2 风险投资与中国金融体制改革

是风险投资的第一级推进器	179
王大用：中国风险投资组织形式及法律保障的缺陷	182
张景安：中国风险投资的监管体系与法律框架	187
王广谦：中国金融结构变迁与金融体制改革	190
附录 2 活跃在中国的风险投资机构	195

第一章

中国风险投资发展研究

第一节 中国风险投资的发展状况

自 1998 年全国政协九届一次会议上提出《关于加快发展我国风险投资事业》的一号提案以来，中国的风险投资事业在近两年获得了长足的发展。截至 1999 年 9 月，全国共有风险投资企业 92 家，资金 74 亿元^①。为了进一步摸清中国风险投资发展的现状，探索中国风险投资事业发展的规律，受国务院科技部委托，中国人民大学风险投资发展研究中心课题组面向全国进行了一次国内风险投资机构的调研^②。

一、总体情况

根据课题组的调查，中国共有 160 家左右专业从事风险投资业务的公司，这其中既不包括从事项目推荐等中介业务的企业，也不包括外资独资的风险投资机构。有 77 家风险投资公司对我们的调研给予了积极的支持，以下的分析就是基于这 77 家公司的数据得出的。

从成立时间上看，接受调查的 77 家公司最早的成立于 1988 年，最晚的成立于 2000 年。从成立时间的分布上看，半数以上的风险投资机构成立于 1999 年和 2000 年（见图 1-1）。

从地区分布来看，风险投资机构最为集中的三座城市依次为北京、深圳和上海。根据课题组掌握的资料，中国 160 家风险投资机构中，有 50 家在北京，28 家在深圳，16 家在上海，从数量上看，这三个城市的投资机构占到总数的近 60%。而在接受我们调研的公司中，来自西部地区的风险投资公司只有 8 家。可见，中国风险投资机构在地区分布上呈现出比较明显的不均衡。

① 成思危、约翰·沃尔·《风险投资在中国》，民族出版社，2000 年版，第 10 页。

② 本次调研由中国人民大学风险投资发展研究中心完成，2000 年 8 月始，2001 年 1 月止。

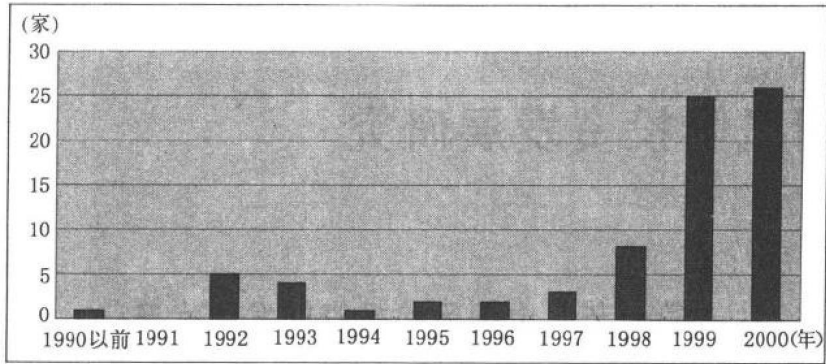


图 1-1 中国风险投资机构的成立时间分布

二、中国的风险资本及其来源结构

从资本规模上来看,被调查的 77 家风险投资企业注册资本总额为人民币 101 亿元,平均每家投资机构的资本金为 1.3 亿元。据此推断,全国 160 家风险投资机构的总资本金应该在 210 亿元左右。表 1-1 反映了资本额的分布情况。

表 1-1 中国风险投资机构的资本分布情况

单位:人民币

资 本 额	投资机构数	百分比
3000 万元以下	17	23%
3000 万 ~ 5000 万元	9	12%
5000 万 ~ 1 亿元	12	16%
1 亿 ~ 2 亿元	17	23%
2 亿 ~ 5 亿元	13	18%
5 亿元以上	5	7%
总 计	73	100%

注:由于四家投资机构未提供资本额数据,本表仅反映 73 家投资机构的资本情况。

从资本结构来看,占主导地位的资本结构是股份制和国有独资,具体资本结构状况如图 1-2 所示。

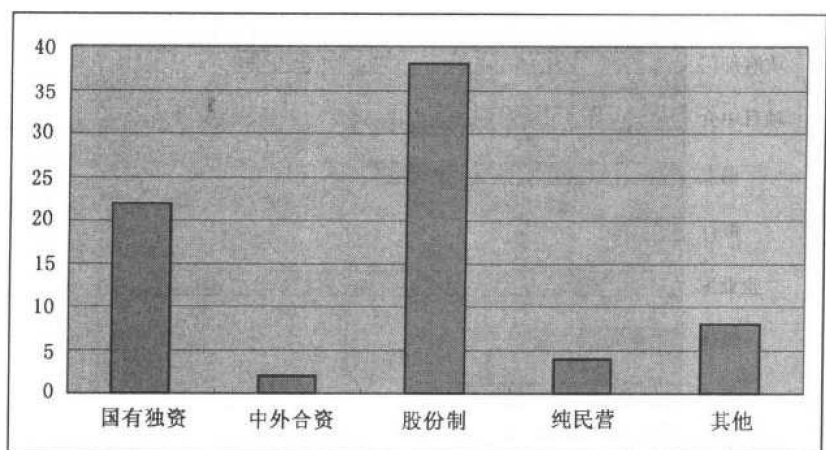


图 1-2 风险投资机构的资本结构

值得注意的是，在 38 家股份制风险投资机构中，有 16 家包含有政府的投资，其他的股份制风险投资公司中，也往往是国有企业占主要股份，纯粹民营的风险投资机构只有 4 家。由此可见，从目前来看，中国的政府机构及国有企业在发展风险投资中仍然是风险资本的主要提供者，国有经济在风险投资行业中占据着支配地位。

从资本的组织形式来看，绝大部分风险投资机构采取公司制的组织形式，在参与我们调研的 77 家风险投资机构中，只有两家采取风险投资基金的形式，两属于事业单位企业化管理，其他全部为有限责任公司或股份有限公司。可见，虽然中国公司法规定了 50% 的对外投资上限，但由于中国并未规定有限合伙制的企业组织形式，而相应的产业投资基金法尚未出台，因此，公司制仍然是中国风险投资机构采用的主要组织形式。

三、中国风险投资机构的投资情况

风险投资机构的投资情况主要指项目来源、投资方式、投资数量、投资方向、投资决策、投资阶段、投资后管理、投资退出等方面。

1. 中国风险投资机构通过多种渠道获得项目信息

风险投资是风险资本与投资项目的结合，是风险投资家与企业家的结合。风险投资机构往往通过多种渠道获得项目信息，包括政府主管部门推荐、中介机构推荐、朋友介绍、银行介绍、企业家主动联系、媒体宣传、公司股东推荐等。其中，最常见的、成功率最高的渠道依次为企业家（项目主）主动联系、政府主管部门推荐及朋友介绍，见图 1-3。

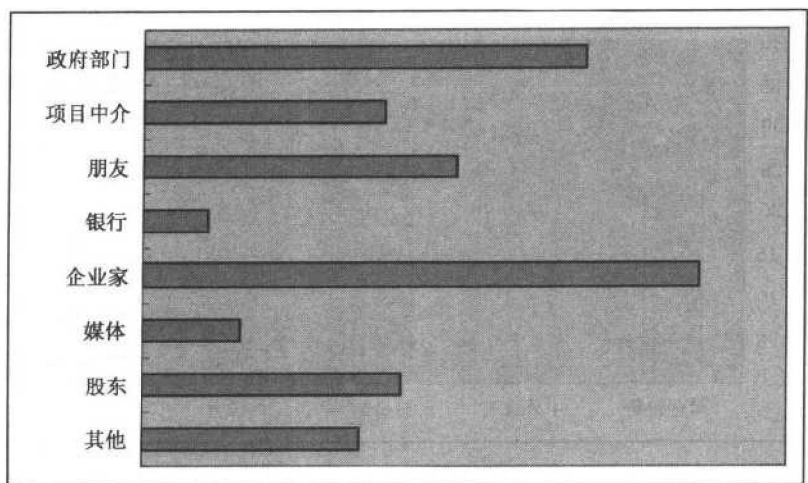


图 1-3 中国风险投资机构的项目来源

2. 中国的风险投资以直接股权投资为主要投资方式

在中国，风险投资的主要投资方式有三种：直接投资、贷款贴息和贷款担保。

直接投资，是指投资机构将资金以权益资本方式投入被投资企业，在被投资企业占有股权，并享有相应股东权益的投资方式。

贷款贴息，是指被投资企业向银行或其他金融机构申请贷款，由投资机构承担部分贷款利息，以此作为投资的方式。作为回报，投资机构在一定期限后将获得稍高于其所承担贴息部分的收入。在实践中，也有的被投资企业向投资机构转让部分股权，但总的说来，贷款贴息属于债权投资。

贷款担保，是指由于被投资企业处于发展的初期，无法提供合适的抵押或质押品，因而向银行或其他金融机构申请贷款存在困难，在这种情况下，投资机构为企业申请贷款提供担保。一般情况下，担保机构收取一定的担保费用，实践中也有折算为股权的做法，总的说来，贷款担保属于一种服务性的投资。

我们调研的 77 家风险投资机构都从事直接投资业务，其中有 3 家投资机构同时从事贷款贴息业务，9 家投资机构同时从事贷款担保业务。可见，直接股权投资是中国风险投资的主要投资方式。进一步的分析可以发现，有贷款贴息和贷款担保的风险投资机构都是国有独资风险投资机构，这一点并不难理解，因为在中国贷款贴息和贷款担保一直带有政策性业务的色彩。

3. 中国风险投资的数量正呈现增长趋势

到1999年9月,国内风险投资机构的投资额只有人民币8亿元左右^①。但到了2000年10月,平均每个投资机构的投资额已达6400万元。接受我们调查的77家风险投资机构中,有28家机构因视投资额为商业秘密而没有透露,其余49家投资机构的投资总额达31.2亿元。照此推算,全国160家风险投资机构的总投资额将达到100亿元左右。

就投资企业数量而言,56家风险投资机构提供了这方面的数据,最多的一家已向71个企业进行了风险投资,最少的还没有进行投资,56家投资机构共向587家企业进行了投资,平均每个投资机构投了10.5家企业。

从单笔投资项目的投资额上来看,中国的投资机构最倾向于100万至500万元的投资项目,详见图1-4。

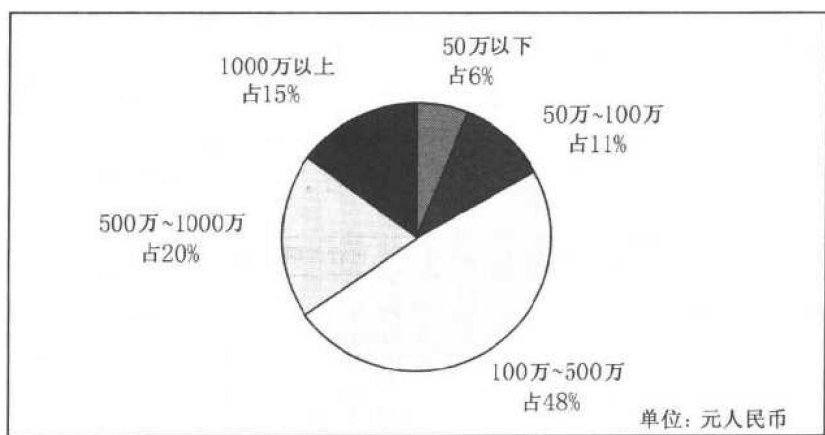


图 1-4 不同金额投资项目的分布情况

4. 中国风险投资机构的投资方向主要是在高科技产业

由于风险投资往往要承担相当的风险,因而风险投资机构大多把资本投向成长较快、利润较高的行业,风险投资的投资方向,往往在一定程度上反映了一国在一定时期内的经济增长点。中国的风险资本主要投向高科技产业,包括软件产业、生物医药、电子信息、通讯产业、网络产业、新材料等,也有部分风险资本投向了传统的中医中药产业及对传统产业的技术改造,具体见图1-5。

5. 中国的风险投资机构正向着科学的投资决策努力

投资决策不仅决定了对某个项目的投资与否,而且关系到投资的效益,因此,建立科学的投资决策程序,采用合理的投资决策方法,对于风险投资机构的业务开展起着举足轻重的作用。

^① 成思危、约翰·沃尔:《风险投资在中国》,民族出版社,2000年版,第10页。