

创业投资在中国

主 编 阚治东

副主编 陈 玮

VENTURE CAPITAL IN CHINA

Venture
Capital



中国金融出版社

CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

创业投资在中国

主 编	阚治东		
副主编	陈 玮		
编 委	李万寿	姜卫平	程厚博
	王守仁	孙东升	尹於舜
	辜少莹	陈文杨	

 中国金融出版社

责任编辑：刘小平

责任校对：刘 明

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

创业投资在中国 (CHUANGYE TOUZI ZAI ZHONGGUO) /
阚治东主编. —北京：中国金融出版社，2002.9
ISBN 7-5049-2890-9

I. 创… II. 阚… III. 风险投资—中国—文集
IV. F832.48-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 077104 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>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 汇元统一印刷有限公司

尺寸 140 毫米 × 210 毫米

印张 15.375

字数 409 千

版次 2002 年 9 月第 1 版

印次 2002 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—4089

定价 32.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序

看着摆在案前的《创业投资在中国》文稿，我不由得感慨万千，思绪回到了4年前的北京。

记得那是在1998年的5月份的一天，当时在北京工作的我，在首都宾馆与时任深圳市副市长的武捷思博士聊天，其间他兴致勃勃地谈起深圳正在酝酿一件大事，即建立创业投资体系，他还告诉我，这次就是随同李子彬市长来京汇报此事的。当时，国际创业投资已十分活跃，且成效显著，特别是美国高新技术产业和资本市场受益于此得到快速发展。《财富》杂志评选的世界500强企业中，有三分之一曾得到过创业投资的支持。创业投资在高新技术企业发展中的重要作用，引起了国内的广泛关注，越来越多的人士认识到，中国也亟需培育自己的创业投资产业。尽管深圳是我国改革开放的前沿，但这么快就将发展创业投资提上了政府的决策议程，特别是明确提出要建立创业投资体系，还是让我这个曾在深圳工作过的“金融专业人士”颇感意外和振奋。5个月后，命运又将我送回深圳成为一名“政府官员”，而分管

的事务中恰恰又包括创业投资体系的培育。就此，我算是与创业投资结下了“不解之缘”。

实际上，在高新技术产业迅速发展的直接推动下，深圳市对创业投资的探索从1994年起就开始起步，当年由市政府出资1亿元成立了深圳市高新技术产业投资服务公司，专门为中小科技企业到银行融资提供担保服务。此后又于1997年成立了注册资本2000万元的深圳市中科融投资顾问有限公司，为中小科技企业提供融资中介服务。1998年底的主要工作是实施拟议中的由市政府出资5亿元发起设立深圳市创新科技投资有限公司（以下简称“创新投”），以及出资2000万美元在香港注册成立中国（深圳）高新技术创业投资基金（以下简称“高新创”）。时任深圳市市长的李子彬同志曾明确指示我，要抓紧筹备组建有影响力的专业投资经营机构，以此作为示范，进而按照“政府引导，市场化运作，按经济规律办事，向国际惯例靠拢”的原则，全面推动比较规范的创业投资市场体系的形成。经过各方的努力，在1999年8月底之前，创新投、高新创相继成立。这标志着深圳又迈出了建立创业投资体系的重要一步，出现了业务分工和职能比较明确的按市场化原则运行的创业投资主体。

当时的深圳，虽然高新技术产业在迅猛发展中对创业投资的呼唤已不绝于耳，但民间资金的启动未见端倪，少数几家境外创投机构也刚刚进来“试探”，创业投资的供需呈明显的不对称状态。在这种情况下，政府作为主要出资人，参与创办创业投资企业，引导创业投

资产业的发育既是不得已之举，也是非常必要的明智之举。事后的实践证明，这一步确实收到了预期效果。

但是，如何有效管理新兴产业中政府控股的新型企业？如何使创新投等真正成为适应市场的创业投资企业？这些的确是亟待解决的新课题。从理论上说，答案是清楚的，即建立和完善公司法人治理结构。但在现实中，如何克服国有企业的某些“通病”，真正体现市场化运作的原则，仍是各方普遍关注甚至有所担忧的问题。市政府按照国企改革的目标与要求，借鉴实践中的经验教训，坚持实行“政企分离”。在创新投成立时召开的新闻发布会上，我代表市政府明确了“不塞项目，不塞人”这一具体承诺。一年后，创新投完成了第一次增资扩股，政府持股比例从70%降为30%，新的股权结构更有利于现代公司治理结构的形成和完善。应该说，深圳的环境和初始确立的市场化取向为创新投日后经营机制的建立和业务的发展提供了相对适宜的外部条件。

创新投、高新创设立后，为加快建立创业投资体系，市政府的工作重心立即转向行业的培育和环境的完善。为加快引导民间资金进入创业投资领域，1999年9月，深圳市政府在修订颁布《关于进一步扶持高新技术产业发展的若干规定》时，增加了鼓励国内外风险投资机构来深圳设立机构的有关政策。2000年10月，颁布了《深圳市创业资本投资高新技术产业暂行规定》。2001年6月，进一步明确了若干具体措施。这一系列行政法规的制定与实施，为创业投资在深圳的发展初步构筑了一个良好的政策环境与法规框架。

1999年后，特别是国家在深圳证券交易所设立创业板的筹备工作全面启动后，深圳创业投资业蓬勃发展，到2002年上半年，全市共有专业性创业投资及相关机构122家，其中创业投资公司43家，创业投资管理公司36家，创业投资中介机构23家，在深圳开展创业投资业务的境外机构20家，创业资本总规模超过100亿元人民币。早期以政府资金为主的创业投资迅速转变为以民间资本为主的格局，据统计，目前深圳的创业资本中，政府出资占18.6%，企业出资占65.8%，个人出资占1.9%，境外资本占13.7%。

从中国国情出发，建立多元化的项目投资机制和创业资本退出机制是深圳市建立创业投资体系的另一项重要内容。为此，近几年来，深圳市在全力支持、积极配合国家主管部门和深圳证券交易所筹办创业板市场的同时，还进行了多方面的探索。在1999年首届“中国（深圳）国际高新技术成果交易会”（以下简称“高交会”）上，创业投资企业作为重要成员，设立了专门的投资商展区。到第二届“高交会”时，已经有300多家创业投资机构参展，这也成为深圳“高交会”的重要特色。2000年10月，深圳市国际高新技术产权交易所股份公司成立，为发挥其创业投资退出的“第二通道”作用，有关方面正着手研究制定《产权交易管理暂行办法》，力求建立起完善的产权交易市场监管服务体系及产权经纪人制度。

吸取某些行业发展中曾出现过的大起大落造成重大风险的深刻教训，我们对创投的行业规范、风险控制和

秩序维护问题从早期就给予了足够的重视，随着创业投资业规模的扩大和业务的活跃，深圳市逐步推出了若干相应的措施。一是抓创业投资的发展规划。深圳从1997年开始对创业投资市场体系建设进行系统规划，随着时间的推移，逐步明确了建立以政府创业资本为引导、以民间创业资本为主体、以境外创业资本为重要补充、以担保机构和中介服务结构为配套、以同业公会为行业自律组织的创业投资体系，确定了创业投资的发展方向和阶段性目标。二是积极探索以行业自律为主的监管模式。对于行业监管事务，除了极少数，如工商年检等，必须由政府承担的以外，充分发挥同业公会这一行业自律组织的作用和法人治理结构下的企业内部制约作用。2000年，深圳市成立创业投资同业公会，2001年，制定了《深圳市创业投资行业公约》，规定了业内禁止的行为与相应的罚则。2000年，市政府在《深圳市创业资本投资高新技术产业暂行规定》中明确赋予了同业公会在行业管理方面的职能，包括从业人员专业资格认定与管理、行业调研及咨询，以及参与制定深圳市相关法律、法规、政策、规划等。在不到两年的时间里，同业公会已举办了两期创业投资从业人员专业资格培训班，培训人员超过500名，目前已有396名从业人员取得了经同业公会认可的创业投资专业资格。三是加强政府与行业间的沟通与对话，进行适当的窗口指导。市政府定期参加行业的联谊活动或不定期召开专题座谈会，一方面听取业内专家的意见与建议，及时了解行业信息，另一方面，可在对话中有针对性地提出一些具体希望与注意事

项，当然还可以共同探讨一些问题。据我了解，业内对这一方式是普遍赞同的。

在行业全体同仁的共同努力下，从这几年深圳市创业投资业发展状况和创新投等一批创投机构的成长进程看，阶段性结果总体上是令人欣慰的。更令人鼓舞的是，随着国民经济的持续发展、产业结构的不断优化和国家创新体系的日趋完善，深圳创投业在探索中所形成的初期基础将会成为后续发展的宝贵资源和强劲动力，他们完全有可能在中国创业投资业未来的成长历程中做出新的贡献。

最后想提一下的是，创新投在过去的三年中勇于探索、勤于思考，坚持在实践中学习总结和进行理论研究，这是难能可贵的。本书汇集的研究成果，倾注了探索者们对创投业的真挚情感和大量心血，体现了他们的高度社会责任感和事业心，同时也从一个侧面记录了公司的成长历程，读后久久难以释怀。

我现在虽已离开深圳，但如前所言，与创业投资的“不解之缘”仍在，因此应本书编者之约，以上述回顾与感受为序。

王心一

2002年9月29日

前 言

20 世纪的最后 10 年，美国新经济异军突起，长达 9 年的持续经济增长似乎改变了资本主义经济的发展规律，传统的经济理论被推向否定的边缘。人们在探寻“新经济”的内涵和成因时，不论东西方经济学家亦或企业家都不约而同地发现一样东西，且普遍承认它是“新经济”的重要成因之一，也是“经济增长的推动器”。这种东西就是源于美国的、名曰“Venture Capital”即创业投资的一种崭新而精妙的资本形态。

确实，创业资本的出现，对现代人类的生活和工作产生了深远的影响，20 世纪人类社会最重要的三大科技成果（可编程电子计算机、晶体管及 DNA 技术）在走向商业化的发展过程中，创业资本发挥了至关重要的作用，同时，创业投资创造了财富呈几何乘数暴涨的神话，

培育了诸如 DEC、MICROSOFT、INTEL、COMPAC 等人类历史上的超级企业。在科技成果、创业家精神与资本要素三位一体的知识经济中，创业资本是关键要素之一。

自 20 世纪 80 年代起，西方各国及东方新兴国家对美国的“Venture Capital”趋之若鹜并争相效仿。10 年之后，随着“知识经济”、“网络技术”、“基因革命”等概念铺天盖地地进入中国大地，“Venture Capital”也接踵而至，被起名为“创业投资”。自从 1998 年“创立中国科技创业投资体系”被列为全国政协一号提案后，作为创业投资重要退出机制的创业板也箭在弦上，于是，各类的“创业投资公司”、“科技创业投资公司”、“创业投资管理公司”等如雨后春笋蓬勃兴起。据不完全统计，截至 2002 年上半年，全国创业投资机构约有 300 多家，资本总额近 300 亿元人民币，并且已投资一批高新科技项目，一个新兴投融资行业正在兴起。与此同时，Venture Capital 也成为学术界及经济生活中的热门话题。

那么，Venture Capital 到底是什么涵义呢？它的运作基本规律为何？

“Venture”一词的字源涵义是“进行危险的，需要胆量的或结局不确定的事业”。延伸到经济学和管理学中，“Venture”系指创建新企业的过程，中文相应的词汇应是“创业”。由于技术及产品创新过程、市场概念创新过程及相应的经营管理成功与否都具有较大的不确定性，因此创业过程或创业活动比一般商业活动的风险性更高、要求创业者的胆识也更大。风险（Risk）只是

创业 (Venture) 所包含的一部分内容, 而高收益则潜藏在高风险之中。

至于创业资本 (Venture Capital) 则是一种涉及投资对象 (创业性质、创业家)、人力资本增值及退出策略的一种具有投融资特性的资本运作过程。同时也指个人、家庭、机构 (包含企业) 及创业资本家所提供的实物资本和人力资本。

由此可见, Venture Capital 用汉语准确地表达, 不应是“风险投资”, 而是“创业投资”, 即对具有高成长性的创新企业提供权益投资及人才资本 (增值服务) 的支持, 以期在被投资企业成长壮大后通过撤出投资而获得预期的理想收益。创业投资不是传统的实业投资和金融投资, 而是新经济形态中的新型投融资行为, 同时, 也是在对传统经济论的冲击之下逐渐形成的新的理论和思维。

二

从创业投资的运动形态看, 它是对中小创新企业提供的一种股权融资形式。其运动过程是: 由投资者 (机构、个人) 提供资金、组建创业资本基金, 然后由专业经理人 (创业资本家) 将资金投入创业企业并参与企业的经营管理; 当企业获得成功或发展到一定阶段时, 创业资本家通过上市、出售等形式收回投资, 获取利润; 投资回报按协议分配后, 再进入新一轮的“基金—投资—退出—分配”循环与周转。其运动主体有: 资本提供

者、创业资本家及企业家，其中创业资本家起着中心作用。链接这三个主体的制度安排是创业投资基金委托管理制（包括有限合伙制）、创业资本融投资（阶段性）协议、组合投资及可转换证券工具。交易要素是（企业家的）创意、（创业资本家的）资金及人力资本。因此，创业资本的运动机制是人力资本、制度安排及技术创新的组合。而创业资本区别于一般投融资活动的核心内容，乃在于其链接各主体与各交易对象的制度机制，即资本提供者与创业资本家之间的委托管理制（包括有限合伙制）及创业资本家与企业家之间的分段投资契约。

从投资对象的特殊性看，创业资本是对高成长性及高风险性的新兴中小企业进行专业化投融资的一种资本形态。众所周知，新兴中小企业在第二次世界大战后在全球获得了飞速发展，逐渐成为各重要经济体技术进步与创新的主流。到 20 世纪末期，新兴中小企业在创造就业机会与促进经济增长方面甚至超过了传统大工业对国民经济的贡献。但是，资金的短缺及管理的薄弱也同时严重阻碍了这些企业的进一步发展，而与之并存的是传统的银行融资及投资体制无力向这些企业提供金融帮助与资本支持。究其根本原因，是因为新兴中小企业本身的高技术性、高不确定性，使它们与融投资者之间存在着巨大的信息不对称性。在这种信息缺口及随之而来的代理人问题面前，商业银行融资法及非银行金融机构的投资体制则只能望而却步。然而，创业资本逆流而上，“勇敢而耐心”地投入到新兴中小企业的融投资事业中。

但是，只凭“勇敢和耐心”，创业资本决不可能创造出今天的神话，创业资本能够穿梭于新兴中小企业的融资缺口及资金困境中，必定在解决非对称信息下的逆向选择与道德风险上具有某种特别的治理机制及特殊的才能。

因此，在创业投资活动中，投资只是以股权为纽带的一种手段，而制度安排及通过提供人才资本使受资者快速成长才是其精髓。创业资本家处心积虑地投资，是投资其管理经验、监控能力及声誉资本，并通过相应的契约形式和制度安排使企业成形、壮大与增值。如果“投资”失败，创业资本家不仅颗粒无收，而且还会使其声誉大降，甚至被迫退出这一行当。

创业资本家的这种非资金贡献，使创业资本的退出具有特殊的意义。当起初只拥有某种“想法”的创业者变得羽翼丰满时，即通过创业资本家的“投资”而成长壮大，并逐渐丰富了自身的经验、技能及建立了自己的声誉后，创业资本的人力资本价值就相对降低了。因此，在创业资本投资企业成功时，不管通过什么渠道，创业资本选择了退出。这不是简单的“见好就收”，而是要转入新一轮的创业投资，从而使其非资金性质的人力资本贡献更具获利性。由此可见，创业资本的这种进入——退出的循环，对整个社会来说，是以实物资本为纽带的知识资本、声誉资本的播种、收获与流动。

为使创业资本顺利有效地运动，需要相应的宏观制度设计和契约安排，因此，政府的作用、法律的配套成为创业投资产生与发展的土壤和气候，创业资本基金

的委托管理制（包括有限合伙制）成为创业资本的主要组织形式、分段投资契约与可转换证券组合成为创业投资新型而精妙的投资技术。

三

创业投资在中国纯粹是一个“舶来品”，它萌芽于美国、成长于美国，也收获于美国，况且美国至今仍占有着世界创业投资市场 70% 以上的份额。任何国家和地区要引进这一高级的投资形态，都存在移植与本土化问题，也就是要对其运行机制与操作艺术进行学习、借鉴、消化和吸收，但我们首先要搞清楚的是：学习什么？借鉴哪些部分？怎样吸收？切入点在哪里？我们所要学习与借鉴的，显然是创业投资机制的先进性，这种先进性至少可归纳为三方面：一是高效的制度创新与机制设计，二是技术产业化与人力资本的双重组合，三是实体经济与虚拟经济的互动。

全球经济一体化的直接结果，是人类生产、生活的融合；这种“地球村”式的文明进程，使我们能够直接吸收他人在科技、经济、体制及文化等方面的创新和成就。但不同的社会文化和历史成因，意味着我们不可能直接“食用”他人的智慧成果。创业投资是从美国文化与制度土壤里生长出来的硕果，如果匆匆忙忙“拿来”，不仅难以接近他人的生长体系，而且可能使我们远离自身的根基和土壤，失去我们的特色。在这一理性思考之

下，并在深圳创业投资公司成立三周年之际，我们从《创新》杂志中优选部分文章编辑了《创业投资在中国》一书，以总结深圳创业投资公司在引进创业投资机制与中国国情相结合过程中探索实践的某些新鲜经验，并作为今后争取更大发展的一块基石。

就处于转型中的中国经济整体而言，直接模仿创业投资机制或简单推行创业投资操作方法显然是不可取的，因为中国不仅缺乏美国那种充分发达的资本市场体系，也不具备创业投资有效作用的制度条件和法律环境。直接的移植，有可能“淮橘成枳”，生长出某些不伦不类的东西，也有可能枯死于无水无氧的异乡。然而，中国的特殊性及其地区发展的不平衡性，使我们能够学习及吸收创业投资的作用机制及原理，并且在经济最发达的地区（如深圳、上海、北京等地）及最适宜创业投资的产业（如IT、新材料、生物技术等）进行局部模仿和切合。深圳创业投资公司三年来的发展和探索，从某一侧面反映了创业投资这一金融创新机制在中国现行科技基础和经济体制下的艰难而成功的融合。阅读本书后你会发现：在境外投资者来看，创业投资活动中本是ABC的问题在我们这里成了争议的焦点，如创业投资的市场化和商业化运作问题、政府出资要不要经济效益；创业投资的制度机制不得不在现行的法律框架中设法寻找其生存与作用的空间；创新、创业与创业投资家的链接面临着更高的逆向选择和道德风险；投资的出口瓶颈是中国创业投资者们长期的、被动的、痛心的期盼和焦

躁……。但是，中国加入世界贸易组织之后，已经走向世界，创业投资之路还必须走下去。在东西方理念的碰撞中、在路径迥异而目标一致的行进中，我们已经领悟了许多，探索了不少，也希望最终找到并建立具有中国特色的运作高效的创业投资体系。

四

本书是从深圳创业投资公司员工发表于《创新》的论文中精选编辑而成的。全书共分四篇，第一篇论述了创业投资的起源、基本理论和运行机制，包括治理机制、投资机制和退出机制以及与中国现实的具体结合；第二篇从中国创业投资的兴起开始，到深圳创业投资业的发展，再缩影到深圳创业投资公司的成长实录，较全面、立体地折射聚焦出创业投资在中国的探索与发展；第三篇则介绍了创业投资本土化实践的经验与体会；最后，第四篇全面展示了深圳创业投资公司在实践中探索出的“创新投资”特色之路。全书是深圳创业投资公司三年来学习、实践、探索和创新中国创业投资的经验总结和理论升华，记录了深圳创业投资公司三年来所走过的足迹，也可以说是创业投资在中国发展的一个缩影。我们期望本书能对致力于中国创业投资发展的管理者、研究者和实践者有所参考或借鉴，这也是我们编辑此书的目的之一。由于我们水平所限，不足之处，敬请指正。