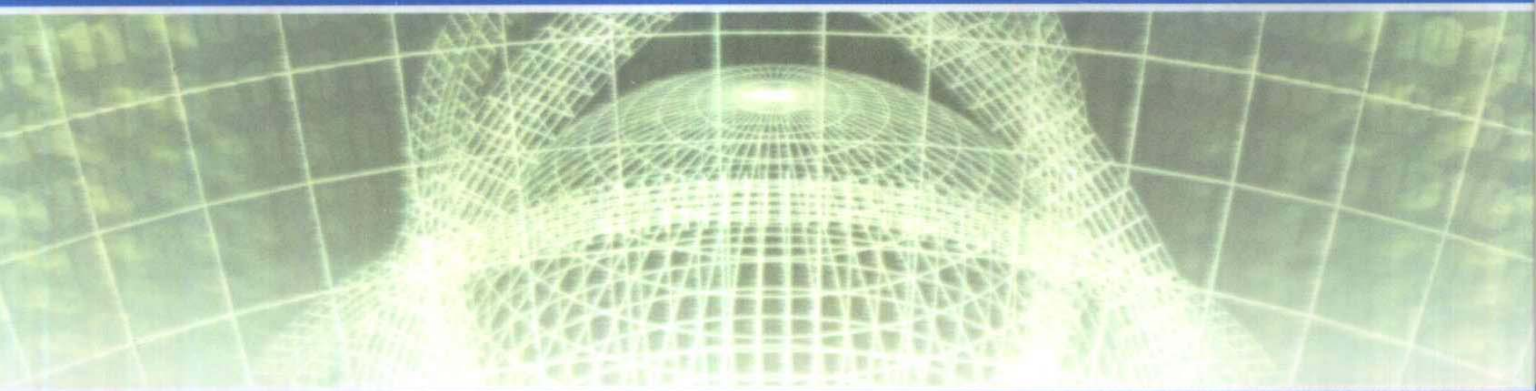


2001中国（湖南）高新技术
产业发展与风险投资国际论坛



风险投资在中国的发展

徐宪平 主编

48-53

中国社会科学出版社

1-832.4853

476

2001中国（湖南）高新技术
产业发展与风险投资国际论坛

风险投资在中国的发展

徐宪平 主编

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

风险投资在中国的发展/徐宪平主编. —北京:中国社会科学出版社, 2002.3

ISBN 7-5004-3304-2

I. 风… II. 徐… III. 风险投资—文集 IV. F830.59-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 005436 号

责任编辑 罗 莉

责任校对 林福国

封面设计 王 华

版式设计 李 建

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

电 话 010—84029453

传 真 010—64030272

网 址 <http://www.csspw.com.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京新魏印刷厂

装 订 广增装订厂

版 次 2002 年 3 月第 1 版

印 次 2002 年 3 月第 1 次印刷

开 本 880×1230 毫米 1/32

印 张 8.5

插 页 2

字 数 190 千字

印 数 1—3000 册

定 价 20.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社发行部联系调换

版权所有 侵权必究

编 委 会

主 编	徐宪平			
副主编	黄 河	陈学荣	龙秋云	李静安
编 委	(以姓氏笔画为序)			
	王 刚	毛腾飞	龙秋云	齐 慎
	刘 纲	李静安	李红卫	张世明
	张双奇	陈学荣	陈铁儒	陈 军
	胡明选	徐宪平	黄 河	湛浩洪
	熊云开	谭怀生		

序

在目前经济全球化的形势下,高新技术产业已成为世界经济发展的主要推动力,成为世界大国争夺的战略制高点,发展高新技术产业是提高国家综合实力和国际竞争力的主要途径。风险投资作为一种高风险的、组合的、长期的、权益的、专业的投资,对促进科技成果的工程化、产业化具有重要的作用,被誉为经济增长的发动机。通过风险投资的支持来实现技术创新和高新技术产业化,有利于我国的经济结构调整和第三步战略目标的实现;有利于使中国在知识经济时代中争取成为一个能“生产”知识,拥有自主知识产权的关键技术的“头脑国家”,在我国已经加入 WTO 的今天,尤显紧迫和必要;这也是我们贯彻中国共产党十五届五中全会精神,落实江总书记“三个代表”重要思想的具体实践。

自 1998 年民建中央在全国政协九届一次会议上提出的《关于加快发展我国风险投资事业》的“一号提案”以来,风险投资受到广泛关注,在全国引起了较大反响。据不完全统计,目前我国约有各类风险投资公司及风险投资管理公司数百家,拥有资金 200 多亿元。除此之外,已涉足国内风险投资市场的国际风险投资基金大约有 30 余家。但是,我们也应清醒地看到,风险投资在我国还刚刚起步,发展中

的问题还很多,尽管有一些国外经验可供借鉴,但还需要根据我国的社会制度、历史传统、文化背景等实际情况,探索符合我国国情的风险投资发展模式。

在“十五”计划的开局之年,在即将加入 WTO 之际,湖南省发展计划委员会联合湘财证券、电广传媒、湖南高创投公司于 2001 年 9 月 26—27 日在长沙召开“2001 中国(湖南)高新技术产业发展与风险投资国际论坛”,到会者有全国人大、国务院有关部门、有关地方政府的代表,以及金融界、投资界、企业界、科技界、新闻界等方面人士近 1000 人参加了会议。根据业内人士的要求,论坛组委会将各位专家在论坛上的发言及收到的部分论文编辑整理成书,供从事风险投资和关心风险投资的各界人士参考,我认为这是一件非常有意义的事情。

本书共收集论文 23 篇,内容涉及宏观政策体系、法律环境、运行机制和操作实务等方面,突出了理论与实践相结合、国际和国内相结合、前瞻性和现实性相结合、风险投资与高新技术产业相结合,有一定的参考价值和指导作用。

我深信,只要我们本着邓小平同志所说的“大胆试,允许看,不争论”的精神,积极探索、开拓进取、求实创新,就一定能够使我国的风险投资事业驶入健康发展的“快车道”。

成思危

2001 年 12 月

目 录

序	成思危(1)
风险投资及其在中国的发展	成思危(1)
利用风险资本促进我国信息产业发展	娄勤俭(43)
大力发展风险投资 推动高新技术产业化	
促进湖南经济跨越式发展	郑茂清(53)
构建创业投资体系 促进我国高技术产业	
发展	马德秀(62)
对创业投资基金立法的几点思考	沈仲祺(68)
中国资本市场对风险投资支持的有效性	徐宪平(81)
湖南发展风险投资面临的机遇和挑战	黄 河(90)
关于资本市场与风险投资的思考	陈学荣(98)
利用资本市场,发展风险投资	李静安(104)
我国风险投资发展的现状、存在的问题与	
前景	刘曼红(112)
对中国创业投资现状的思考	阚治东(122)
IDG 与中国的风险投资	熊晓鸽(128)
时刻为创业板准备着	黄铁军(137)
关于加速创业板市场建设的几个问题	王松奇(149)
大力发展风险投资 改善公司治理结构	成 卓(168)

推动风险投资,发展资本市场

.....	陈 收	雷 辉	(171)
湖南省风险投资机制的模式思考	陈晓红		(178)
台湾省高新技术产业如何利用上市上柜			
融资	王家和		(190)
风险投资公司的业务经营特色	金永忠		(210)
风险投资退出机制实证分析			
.....	张世明	谭文清	叶进勇 (222)
风险投资发展的文化基础	毛腾飞		(234)
现阶段我国风险投资产业发展的瓶颈及			
对策	陈铁儒		(244)
新经济时代的传媒产业与风险投资	朱 晖		(252)

风险投资及其在中国的发展

成思危

风险投资是一种高风险的、组合的、长期的、权益的、专业的投资，它在促进研究成果的工程化和商业化、促进高新技术产业的发展，提供一种有效的投资工具分析等方面对中国经济的发展都具有重要的作用。通过风险投资的支持来实现技术创新及高技术的产业化，有利于使中国在知识经济时代中争取成为一个能“生产”知识，拥有自主知识产权的关键技术的“头脑国家”，而不至于沦为仅能应用知识、引进技术的“躯干国家”。

美国是风险投资发展得最早，也是当前世界上风险投资规模最大的国家。其主要经验可归结为：（1）有限合伙制是风险投资公司的基本组织形式；（2）对人才的激励是风险投资成功的关键；（3）风险投资主要应支持科技型风险企业的开拓与成长；（4）上市和出售是风险投资蜕资的主要手段；（5）政府应创造有利于风险投资发展的政策法规环境。

经过 10 多年的探索及准备之后，中国的风险投资事业终于从 1998 年开始大步前进，并正在逐渐显示其对中国科技成果转化及高新技术产业化的重要作用。目前国内

外在我国国内的风险投资实际投入金额累计约为 6 亿美元，但其规模还需要进一步扩大，有关的法律有待制定或修改，对风险投资的特点、重点和难点的认识有待深化，运作尚欠规范，还缺乏比较突出的成功案例，民间的参与还相当不足。

笔者在三个层次上研究了中国风险投资发展的问题。一是宏观制度（体制和机制）上的问题；二是微观制度上的问题，包括风险投资公司的组织形式和运作机制等问题；三是实务操作上的问题。

我国风险投资事业的发展目标应当是力图在 10 年左右建立起一个比较完善的风险投资体系，并达到每年实际投入约 100 亿元的规模。为此笔者建议采取如下的三步发展战略：（1）建立风险投资咨询与管理公司，为国内外投资者评估并推荐风险投资项目，受投资者的委托对项目进行管理，有条件时也可按公司法建立风险投资公司；（2）建立风险投资基金，制定相应的法规及管理办法，从国内外吸收资金；（3）建立较完善的风险投资体系，为风险投资提供鼓励及出路。政府要通过立法来确立对风险投资的鼓励措施，包括出资、补贴、担保、贴息、减税等等，以及对风险企业兼并收购及上市的有关规定。还要制定规范各类风险投资中介机构的法律及法规，构建二板市场。

为了实现上述战略目标及任务，需要不断努力创造以下几项必备的基本条件：（1）要有一群有创新成果的创业者；（2）要有一批优秀的风险投资家；（3）要有充裕的后续资金支持；（4）要建立蜕资的出路；（5）创造有利的政策法规环境。

我国风险投资机制创新应当有利于培养风险投资人才、鼓励创新者创业、吸引投资人出资。我国风险投资企业

业的组织形式目前可以有限责任公司为主，逐渐向有限合伙制过渡，但要加大对项目经理的授权，还要努力创立扁平的、半自治式的学习型组织。对风险企业的投资应当采用软承诺的筹资方式，出资权按股权分配，但可在股东之间转让，资金直接由股东投入企业。在公司内部应当建立包括工资、福利、奖金、股权、期权等五个方面的激励机制。

选好项目是风险投资家的基本职责，其标准为：（1）商业模式要与众不同；（2）技术基础应当比较成熟；（3）市场前景要相当广阔；（4）经济效益要估计切实；（5）资金需求有可能满足；（6）技术定价要合理适中。

发展我国的风险投资，必须要认真学习和研究国外的经验，但一定要探索符合中国国情的道路。笔者深信，只要我们本着邓小平所说的“大胆试，允许看，不争论”的精神，积极开拓，埋头苦干，就一定能够使风险投资成为将创新之车驶向繁荣富强的目的地的动力。

一、风险投资的特点及其在中国经济发展中的作用

所谓风险投资，是指把资金投向蕴藏着较大失败危险的技术创新领域，以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为。其实质是通过投资于一个高风险、高回报的项目群，将其中成功的项目进行出售或上市，实现所有者权益的变现（脱资），这时不仅能弥补失败项目的损失，还可以使投资者获得较高的回报。

风险投资具有以下 5 个主要的特点：

1. 它是一种高风险的投资（Risky Investment）。

由于风险投资主要是支持创新的技术与产品，技术、经济及市场等方面的风险都相当高，其成功率平均只有30%左右。据美国一些有丰富经验的风险资本家的介绍，在他们所投资的项目中一般只有三分之一相当成功，三分之一持平，还有三分之一血本无归。但由于成功的项目回报率甚高，故仍能吸引一些投资人进行投机。

2. 它是一种组合投资 (Portfolio Investment)。

为了分散风险，风险投资通常是投资于一个包含多个项目的项目群，利用成功项目通过上市或出售实现脱资 (Divestment) 后所取得的高回报来抵偿失败项目的损失并取得收益。

3. 它是一种长期投资 (Long-term Investment)。

风险投资一般要经过3—7年才能通过脱资取得收益，而且在此期间通常还要不断地对有成功希望的项目进行增资。

4. 它是一种权益投资 (Equity Investment)。

风险资本是一种权益资本，而不是一种借贷资金，因此其着眼点并不在于其投资对象当前的盈亏，而在于他们的发展前景和资产的增值，以便脱资后取得高额回报。风险投资所支持的企业（简称风险企业）在其成长阶段因为有一个扩大规模和开拓市场的过程，其现金流通常是负的，从其经营业绩来看往往是亏损的，故一般投资者不愿投资。但风险投资者从所有者权益考虑，只要风险企业的价值能够增长就值得投资。

5. 它是一种专业投资 (Professional Investment)。

风险投资不仅向创业者提供资金，其管理者还提供所积累的学识、经验，以及广泛的社会联系，并积极参与与创业者共同创办的风险企业的管理，在改造组织结构、制

定业务方向、加强财务管理、配备领导成员等方面出谋划策，尽力帮助创业者取得成功。

风险投资在中国经济发展中具有以下三方面的作用：

一是促进研究成果的工程化和商业化。科研成果从最初的构想开始到形成产业，一般要经过四个阶段：即研究、开发、试点（Demonstration）和推广（Diffusion）。风险投资支持的重点是开发（工程化）和试点（商业化）这两个阶段。通常研究与开发所需资金量的比例是 1:10，开发与试点所需资金量的比例也是 1:10。由于这两个阶段的风险较大，收效较慢，资金需求量又较多，政府无力提供充足的资金，银行通常不愿提供贷款，一般投资者也不愿出资支持。据粗略估计，中国每年大约有 3 万项科研成果，其中真正转化为产品的只有约 20%，而实现商业化的不到 5%。科研成果转化率低的一个主要原因就是对开发及试点的投入严重不足，据调查，在中国已转化的科技成果中，转化资金靠自筹的占 56%，国家科技计划拨款的占 26.8%，风险投资仅占 2.3%。由此可见，只有大力发展中国的风险投资事业，才能有效地促进科技成果的转化。

二是促进高技术产业的发展。在经济全球化的形势下，发展高技术产业是提高国家竞争力的主要途径。谁掌握了高技术，谁就掌握了技术的制高点，就掌握了竞争中的主动权。但由于一项高技术的创新由开始实施到取得成功一般需要 3—7 年时间，而且失败的风险还很大，何况创业者通常只有技术而缺乏资金，又没有多少资产可以抵押，故银行通常不愿对创业者提供长期贷款。特别是在创建将科研成果投入生产的企业时往往缺乏资金，而风险投资正好是支持这类新企业（Start-ups）的有效手段。风险投资则不但可以向创业者提供资金支持，而且还可以协助

其开拓市场，并通过选人和理财来加强对企业的管理和监控，有助于企业的成功。

三是提供一种有效的投资工具。风险投资是一种专业性强且精巧细致的投资工具，它通过认真筛选，分散风险，加强管理，及时蛻资等手段，既支持创新者创业，又帮助投资人投机，使双方都能获得较大的利益。据报道，1965年至1985年间美国风险投资的平均回报率为19%，是股票投资的2倍，是长期债券投资的5倍。目前中国由于资本市场还不够发达，银行储蓄存款已超过10万亿元人民币，其中个人存款占三分之二，机构存款占三分之一。由于银行是负债经营的，在当前消费市场疲软的情况下付息压力很重，而风险投资作为一项长期投资的工具，能够有效地分流一部分储蓄存款，从而减轻银行的压力。

进入21世纪以后，中国面临着知识经济的严峻挑战。知识经济的主要特点是以知识为基础的产业在经济结构中居主体地位，与知识有关的综合要素在经济增长中起主导作用，知识因素对生产力的发展有关键影响，知识成本在产品成本中占重要成分。谁拥有必要的知识，谁就能占领技术的制高点，就能在越来越激烈的竞争中立于不败之地。通过风险投资的支持实现技术创新及高技术的产业化，有利于使我国在知识经济时代中成为一个能“生产”知识、拥有自主知识产权的关键技术的“头脑国家”，而不至于沦为仅能应用知识、引进技术的“躯干国家”。

二、美国发展风险投资的主要经验和教训

美国是风险投资发展得最早，也是当前世界上风险投资规模最大的国家。认真分析并研究其经验和教训，对我

国风险投资事业的发展具有重要的参考价值。

风险投资作为一种特殊的投资形式，虽然可以追溯到 20 世纪 20—30 年代美国一些富有的家族及个别投资者为东方航空（Eastern Airlines）、施乐（Xerox）等一些后来成功的公司提供启动资金，但一般认为是以 1946 年世界上第一家风险投资公司——美国研究与开发公司（American Research and Development Corporation）的成立为其起始标志。美国的风险投资在 20 世纪经过 50 年代的成型、60 年代的成长、70 年代的衰退、80 年代的复苏和 90 年代初的暂时挫折这样大起大落的发展过程后，终于在 90 年代中期开始显示出其强大的威力，成为推进美国高技术产业发展的发动机。例如美国 80 年代通过调整经济结构，精简机构和放松规制，虽然提高了经济效率和效益，但却丧失了 4400 万个工作岗位。在此情况下，美国通过风险投资来支持科技产业的发展，创造新的市场和新的企业，不仅创造了 7300 万个工作岗位，还使得其经济在 90 年代中取得持续增长。

据经合组织（OECD）调查，从 1984 年到 1991 年，美国创建的新公司数是法国的 4 倍，是丹麦的 8 倍。从 1992 年到 1996 年，美国 85% 的新工作岗位都是由小企业创造的。发达的风险资本市场不仅给美国人提供了更多的工作岗位，也使成千上万的年轻人有了施展自己才能的创业机会。在美国，风险投资使许多创新者创业的梦想成真，在为社会创造巨大的利益，推动美国经济持续发展，并为投资者取得丰厚回报的同时，也为他们自己带来了巨大的财富。

近年来，最引人注目的便是从硅谷走向世界的一批高技术企业。这些由风险投资孕育的“婴儿”迅速地成长为

增强美国经济竞争力的中坚力量。据了解，仅硅谷一地每年就有近 1000 家风险企业创立，数年后成功、一般和失败的企业大约各占三分之一。据报道，在 2000 年初风险投资最旺盛的时期，在硅谷约有 7000 家风险企业，每天有 30 人成为百万富翁，约有 500 家新的风险企业开张，但也有同样数量的风险企业倒闭。

从 1992 年开始，美国的风险投资迅速增长，回报率也大大增加。在 1975 年至 1994 年这 20 年间，风险投资的平均回报率只有 13.1%，但 1995、1996 及 1997 年的回报率却分别高达 48%、40% 和 36%。

有关美国风险投资规模的统计数据有两个口径，一个是风险投资基金的筹资数额（Commitments to VC funds），另一个是风险投资的实际投入数额（Amount raised by venture backed companies），就是风险投资基金对其所支持的企业实际投入。1996 年至 2000 年美国风险投资的简略统计数据如表 1 所示。

表 1 1996 年至 2000 年美国风险投资的简略统计数据

	1996	1997	1998	1999	2000
筹资的风险投资基金数目	/	/	/	202	249
筹资总额（亿美元）	/	/	/	345.38	690.82
实际投入总额（亿美元）	90.46	114.16	150.39	381.86	687.56
支持项目数	1676	1841	2046	3317	4107
平均投入强度（万美元/项）	350	400	500	700	1100

资料来源：本表中原始数据来自 The Pricewaterhouse Coopers Money Tree Survey in Partnership with VentureOne，经笔者分析整理。

从表 1 中可以看到，美国风险投资在 1996—2000 年期

间迅速增长，2000 年的实际投入总额、支持项目数及平均投入强度分别为 1996 年的 7.6 倍、2.5 倍及 3.1 倍。特别是在 1998 年到 2000 年这三年中，美国风险投资的实际投入总额几乎每年翻一番。但如果从季度来看，就可以看到美国的风险投资已呈下降的趋势。1999 年一季度是 50.81 亿美元，二季度是 83.23 亿美元，三季度是 89.69 亿美元，四季度是 158.13 亿美元；2000 年一季度是 193.54 亿美元，二季度是 189.27 亿美元，三季度是 167.64 亿美元，四季度是 137.10 亿美元；2001 年一季度是 101.10 亿美元，二季度是 82.10 亿美元。所以从年度来看，应该说 2000 年是高峰。但是从季度来看，2000 年一季度是高峰，此后逐渐减少，大体上与美国的经济发展趋势相同。尽管最近有些人仍在发表乐观的论调，认为美国的风险投资正在从信息和网络技术转向生物技术，所以还能够保持它的发展势头，但笔者估计 2001 年很可能会低于 2000 年。事实已经并将证明，“波浪式前进，螺旋式上升”是包括风险投资在内的虚拟经济的一般发展规律。

美国风险投资的地域分布也在扩展，在 2000 年的总投资额中加州（主要在硅谷）占 45.6%，新英格兰地区（主要在 128 公路两侧）占 10%，纽约占 8.8%，东南部（主要在北卡来罗纳州）占 6.7%，华盛顿附近地区占 5.0%。

美国发展风险投资的主要经验可归结为以下 5 点：

1. 有限合伙制是风险投资公司的基本组织形式。

美国的风险投资机构大体上可以分为 4 种类型，即有银行附属的投资公司、大企业附属的投资公司、政府支持的中小企业投资公司和独立的风险投资公司。由于独立的风险投资公司经营绩效较好，故银行和大企业附属的投资