

FENGXIANTOUZITIXI
YU
YUNXINGJIZHI

风险投资体系 与运行机制

张琳 著

◆ 湖南师范大学出版社

图书(CIP)数据

张琳著
ISBN 7-5663-1001-1
湖南师范大学出版社

FENGXIANTOUZITIXI
YU
YUNXINGJIZHI

风险投资体系 与运行机制

张琳 著

◆ 湖南师范大学出版社

RAS23/66

图书在版编目(CIP)数据

风险投资体系与运行机制 / 张琳著. —长沙: 湖南师范大学出版社, 2004. 4

ISBN 7-81081-404-4

I. 风... II. 张... III. 风险投资—研究—中国
IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(20034 第 023859 号

风险投资体系与运行机制

张琳 著

◇责任编辑: 黄道见

◇责任校对: 刘琼琳

◇出版发行: 湖南师范大学出版社

地址/长沙市岳麓山 邮编/410081

电话/0731.8853867 8872751 传真/0731 8872636

网址/www.hunnu.edu.cn/press

◇经销: 湖南省新华书店

◇印刷: 长沙市银北盛印务有限公司

◇开本: 850×1168 1/32

◇印张: 8.5

◇字数: 213千字

◇版次: 2004年4月第1版 2004年4月第1次印刷

◇印数: 1—700册

◇书号: ISBN 7-81081-404-4/F·012

◇定价: 20.00元

前 言

我国的经济一直保持较快的增长，2002年国内生产总值达到10.2万亿元人民币，按可比价格计算，平均每年增长7.7%。城乡居民收入持续增加。城镇居民家庭人均可支配收入，2002年达到了7703元，平均每年实际增长8.6%。农村居民家庭人均纯收入增加到2476元，平均每年实际增长3.8%。城乡居民人民币储蓄存款余额增加到8.7万亿元。居民拥有的股票、债券等其他金融资产也有较多增加。产业结构得到了明显调整。粮食等主要农产品供给实现了由长期短缺到总量平衡、丰年有余的历史性转变。以信息产业为代表的高新技术产业迅速崛起。传统工业改造步伐加快。现代服务业快速发展。经济增长质量和效益不断提高。

2002年，在国家宏观政策的指导下，我国高新技术产业规模不断扩大，产出效益继续提高，技术进步步伐加快。2002年，我国高新技术产业实现增加值3768.6亿元，比上年增长21.8%，增幅比制造业平均水平高3.9个百分点。高新技术产业对制造业增长的贡献达到16.8%，比上年增加了3.9个百分点。

然而，经济的增长令人忧喜参半，我国高新技术产业的增加值率相对较低，与世界领先国家相比有明显的差距。美国高新技术产业总体规模居世界第一，高新技术产业的增加值率也是世界上最高的，2000年为42.6%，比制造业平均水平高出7个百分点。德国和日本高新技术产业增加值率接近40%，与全部制造

业增加值率相比高出 2~4 个百分点。加拿大、意大利和英国的高新技术产业增加值率也都在 36% 以上，除英国的高新技术产业略低于本国全部制造业的增加值率，加拿大和意大利也均高于其制造业的水平。法国和韩国 2000 年的高新技术增加值率分别为 25.8% 和 25.2%，与我国的水平相当。

我国的高新技术产业中，自有技术创新和拥有自主知识产权的产品或企业仍然较少，这对今后的经济增长会产生制约。摆脱困境只有一条路，技术创新。随着市场经济的发展，企业竞争将更加激烈，企业的竞争实质上是技术的竞争，因而技术创新是企业的灵魂，企业对技术创新日益重视，并加大研究与开发的投入，企业作为技术创新和技术转让双方主体的趋势日渐明显。但是科技创新发展缓慢的原因是科技成果向实际生产力的转化率较低，而其瓶颈又在于资金的短缺。2002 年，高新技术产业共开发新产品 12196 项，投入新产品开发经费 169 亿元，新产品平均项目经费为 138.6 万元。这样的经费开支，对支持我国高新技术的发展来说，是杯水车薪。

高新技术产业的发展，需要巨额资金支持，政府对高新技术企业的财力投入毕竟有限。为了使高新技术企业从根本上摆脱融资难的困境，必须走市场化运作之路，完善高新技术产业的风险投资机制。俗话说“人往高处走，水往低处流”，高科技产业作为风险投资的投资对象，由于技术含量高，难模仿，容易形成垄断，总是有风险投资高手能在各种风险中找到机会。风险投资选择高科技产业的主要原因，就是其高额利润带来的巨大的吸引力。

高新技术产业发展的特点要求一种投资周期较长、规模较大的外源性股权资本提供支持，并需要有完善的金融运行机制来防范高新技术产业固有的高风险特性。风险投资的股权投资方式是通过参股创业企业而进行的一种投资方式。它主要以购买和持有

创业企业的普通股、优先股、可转换优先股的方式进行，从而获得创业企业的部分股权，同时享有创业企业发展、决策、管理方面的相应权利。

本书的第一章，系统分析了我国构建风险投资体系的背景，提出其必要性在于现代市场经济是一个由高新技术支撑的经济体系。高新技术的发展必须有一个完善的风险投资体系，而风险投资的核心是必须有一个机制完善的、与风险资本相适应的资本市场。

1999年国务院转发七个部委联合颁布的《关于建立风险投资机制的若干意见》，称“风险投资”为 Venture Capital，而在2002年中国财政经济出版社出版的科技部、中国社会科学院编著的《中国创业股资发展报告2002》称VC为“创业”投资。

事关重大，本书中第一章第五节，不得不附录了“风投”（风险投资）与“创投”（创业投资）之争，限于水平太低，录录而已。但笔者认为就目前而言，首先要全面领会与掌握1999年国务院转发的七个部委联合颁布的《关于建立风险投资机制的若干意见》这个非常权威的政府文件，使之成为我国构建风险投资体系的一个行动指南。换言之，本书的目的在于为全面贯彻该文件提出建议。

《若干意见》至少包含了以下几个方面的内容：

第一，政府将全面推动风险投资机制的建立；

第二，欢迎各种投资机构参与风险投资，包括国际创业资本；

第三，从事风险投资的机构主要是风险投资公司和风险投资基金；

第四，风险投资的机构享受高新技术企业所享有的政策；

第五，风险投资公司的资本可以全额投资，不受《公司法》对外投资不得超过50%的限制；

第六，风险投资机构的组建和经营要与国际惯例接轨；

第七，欢迎外国风险投资机构参与中国的风险投资；

第八，设立适合高新技术企业上市的第二板市场；

第九，支持高新技术企业到境外上市。

在这个文件指导下，中国的风险投资事业有了很大的变化。许多创业投资公司已经没有了政府的资本投入，有的即使有一部分，也仅是象征性或者表态似的。甚至有的创业投资公司还承诺，政府出资部分将在两年内退出。风险投资不再完全是由国家财政、由政府承担风险的投资行为，风险投资走进了资本市场。

风险投资的外部环境是风险投资运作的宏观背景，有效的外部环境能促进风险投资的运作。首先，外部环境为风险投资运作提供了有利的场所。其次，外部环境为风险投资运作限定了制约条件。

发展高新技术企业，近几年来各级领导一直作为重要任务来抓，有的专门成立了高新技术发展领导小组，加强对高新技术产业的指导和协调。电子信息、新材料、生物制药和先进制造业，被我国作为扶植的四大高新技术产业。从中央到地方，在项目审批、科技贷款、土地征用、融资上市等方面对高新技术企业都是倍加呵护。为加快高新技术产业基地建设，实施新技术产业示范工程，能源、交通、通讯、水利、电网改造、城市设施等基础建设工程一批又一批完工，为高新技术企业的融资提供了良好的硬环境。

改善投资环境，是构建风险投资体系准备阶段的主要任务。投资环境指包括政治、经济、社会、自然资源、市场和政策等因素在内的综合条件，它们直接决定和影响风险投资的效益，是人们进行投资决策的首要依据。从大的方面可将它们划分为硬环境和软环境两大类，无论是硬环境还是软环境，对于风险投资来说，它们均与资本市场的发展息息相关。本书给出了风险投资体

系的准确界定，把习惯上纳入体系内部的外在条件剔除出来，并自始至终以资本市场为依托。

在本书的第二章指出，风险投资是金融和技术相结合的创新投资体系，资本市场的发育程度制约了风险投资的发展，而高新技术的开发转化对风险投资的发展也有较大的影响。首先，技术市场为风险投资提供技术、项目来源。一套完善的技术服务系统具有相应的激励和约束机制，同时也相应形成了完善的技术评估机制，保证风险投资的技术来源有相对的客观基础。其次，技术创新的新发展决定了风险投资业的产业布局结构。所以提供多功能服务的技术市场是构建风险投资体系的条件准备之一。

没有政府的支持，风险投资在我国的发展是不现实的。风险投资是一种综合复杂的金融运动，需要风险投资法、风险投资基金管理法、资本市场相关法规等等，营造这样的市场制度环境，是构建风险体系的准备条件之二。知识产权保护是维护风险投资中科技成果的垄断性的重要基础。风险投资的高额回报主要在于科技开发成果的独占性，从而能有效保护风险投资者的积极性，否则在大量模仿制品的充斥下，新产品得不到相应的回报，影响风险投资的运作。其次要有一套保护风险投资主体的公司法规体系。如在资本出资额、出资方式、人员构成等方面采取不同新要求的设立机制。此外对风险投资主体参与资本运营等各方面建立适合风险投资独特运作的机制，减少大量的限制，促进资本流动和产权交易。

准备条件还包括人力资源和人才结构。风险投资首先是资金加技术，把资金投入技术型、创新型企业，但远远不止技术和资金结合这么简单，它与传统的科研经费、科研财政拨款、科技贷款不同的是风险投资机制成功地组合了人力资源。

在风险企业中有着传统企业不可比拟的人才资本和知识资本。大量具有先进知识、丰富经验的企业人士在价值规律的运作

中不断地实现其社会的、个人的价值，逐步汇集到这个有高风险同时又有高收益的企业中，形成企业中新的人才结构。因此，风险投资体系构建的准备条件之三是：有利于发挥人力资本作用的经济体制、社会文化环境。

风险资本及其投资对创新企业的“孵化器”作用，需要与资本市场的发展协调配合。高新技术产业之所以蓬勃发展，是如下三大要素共同作用的结果：产品的研究与开发、创业投资基金和资本市场，这三大要素相互促进、相互推动，并形成一种良性的循环。

我国的风险投资体系的构建，涉及环境、准备条件，要解决上挂下靠左右逢源的问题；风险投资体系是新事物，所以还涉及一个理论探讨的问题。

关于风险投资体系的构成没有完全一致的说法，这让笔者在本书的写作过程中多了一些思考。成思危提及“比较健全的风险投资体制和机制”时提出：

1. 建立风险投资咨询与管理公司；
2. 建立风险投资基金，并制定相应的法规及管理办法；
3. 建立二板市场，为风险投资提供出路。（《风险投资在中国》P77）

吴敬琏提及“为了完善高新技术产业的融资体系”时指出要发展多种多样的融资形式：

1. 鼓励投资商和专业基金提供“天使资本”；
2. 引入以有限合伙制为主要形式的风险资本（VC）；
3. 积极创设条件建立“二板市场”；
4. 完善关于收购兼并的法规；
5. 从以资产担保转向以订单为基础的债务融资。（《制度重于技术》P89~90）

葛建新提出“建立我国创业投资体系的构想”时认为，一个

完善的创业投资体系应该包括资本形成机制、资本投入及管理机制、资本退出获益机制。各个机制自成系统，又存在一种互动的关系。（《中国高新技术产业融资》P187）

本书关于我国风险投资体系构成的研究，总结了我国高新技术开发园（区）的实践经验，结合了我国经济发展的当前形势。在这样的基础上，本书第三章提出了我国的风险投资体系。

风险投资不同于一般投资，风险投资牵涉技术市场、风险投资体系、资本市场，三方面因素相互作用，相互促进，缺少任何一个环节都不能成功地运作风险投资。其中有两次交换，一次是投资者与技术创新者关于知识产权的交换，一次是投资者与创新企业的股权的交换。任何一项交换行为实质上就是不同产权之间的交易，即对两种产权各自权利的承认，原则是自愿交易。

本书始终把握风险投资体系运行的前提是存在有效的产权保护制度，不仅包括对产权的界定和承认，而且包括对产权自愿交易的保护和规范，即市场的不完全竞争性。在这样的前提下，风险投资体系的作用在于保证风险投资的资本引起的资本经营在资本市场上获得实现，这也就是第三章中所要体现的基本观点。

风险资本（风险投资）主要是对新兴创业企业尤其是高科技企业提供资金支持，并通过经营服务，对所投资企业进行培育和辅导，在企业发育相对成熟后退出投资以实现资本增值的一种特定形态的金融资本。风险资本市场是金融体系中一个非常特殊的组成部分，它的运作体现了金融直接投资的特点，并在金融资本与产业资本的结合中形成了一套独特的行业选择、投资管理、金融运作的机制。它的诞生是技术创新和金融创新相互促进的结果。

基于贯彻中央文件精神，基于解析风险投资的实质获得的上述理念，在第三章的第二节和第三节分别从有形构成和无形构成给出了我国风险投资体系的组织机构系统和运行机制系统。这无

疑是对风险投资体系构建的理论与实践的完善做有益的尝试。在本书的写作过程中自始至终都没有忘记：建立我国的风险投资体系是为了发展我国的高新技术产业，全面推动我国的工业化进程，提高我国经济增长率；建立风险投资体系也是为了使得长期以来依赖政府财政和银行信贷的高新技术产业转向依赖资本市场，使得政府背上的沉重的财务负担和银行难以处理的呆账坏账得到解脱。

从经济理论来说，经济增长与资本市场的关系是相互依赖和互为因果的，这主要表现在：一方面，资本市场的形成和发展需要一定的经济增长为条件，经济增长决定资本市场的形成和发展。由于“固定的进入费”或“固定的交易成本”的存在，资本市场建立和发展以人均收入和人均财富的增加为前提条件，只有当二者达到一定的“临界值”，才可能产生资本市场。另一方面，资本市场的发展对经济增长又有着巨大的反（能动）作用。由于二者间的相互作用，经济增长与资本市场间形成了一种相互促进的互为因果关系，并且这种因果关系常常表现为一种螺旋式的上升循环。

从地区分布看，高新技术产业差距日趋加大。2002年，我国东部地区高新技术产业实现增加值3029.6亿元，比上年增长24.1%，占全国的份额超过80%。其中，广东一省完成增加值998.7亿元，占全国的份额超过1/4，广东、江苏、上海、天津和北京五省市增加值所占的比重达60%。与东部地区相比，中西部的地区发展相对滞后。中部地区实现增加值407.1亿元，增长12.2%；西部地区实现增加值331.9亿元，增长14%。中、西部地区所占比重分别为10.8%和8.8%，均比上年有所下降。本书在第四章考虑到我国风险投资体系构建障碍时，因为我国资本市场发展得不充分带来了许多问题，地域二元经济结构的“扩张效应”、“金融深化”等经济理论，从第一章到第四章的研究中，总

是作为本书的理论指导，进而笔者提出了有关完善我国的风险投资体系主要从完善我国的资本市场入手的建议。

事实上，充分发挥资本市场作用，通过股市融资，对培育优势企业具有较大作用。深圳和上海两个交易所成立以后，1992年推出B股；1993年和1994年开始推介国内企业在香港及海外市场上市；1995年开始试办中外合资投资银行。随后又有很多新进展，比如2001年推出的开放式基金要求有国际知名的基金管理公司做合作伙伴等。20世纪90年代后半期，逐渐有一些中外合资企业在国内上市，目前已达到六七十家。现在还没有外商独资企业改制后在国内上市，但在政策上，1999年就有一个明确的规定，允许外商投资企业申请A股或B股上市融资。中国为时十多年的股份制和股票市场的试验使股票、股份公司在中国经受了意识形态的冲击而取得了合法性，从一个随时有可能被停止的试验演变成一个得到《公司法》、《证券法》支撑的合法制度；开辟了个人投资的渠道，尽管这个渠道还有许多由政府控制的闸口，尽管这个渠道还有水流不畅的毛病，但是只要进一步开闸疏导，现有的渠道一定能够扩展成为一个有效配置资源的网络；在过去的七八年里面，中国企业有史以来第一次到海外大规模地融资，国际资本市场和中国产生了一定程度的沟通，企业的国外融资经历反馈到国内，对原有的企业财务规则和相应的法律制度和政府管制都形成了一定的推进；股票市场为国有资本提供了一个全身引退的机会，尽管国有股、法人股在上市公司仍然占有多数股权，多数股权处于冻结状态，但是只要打开闸门，国有资本完全有可能全身引退。我国的资本市场还处在发展的初级阶段；还很年轻，但在这样的市场的培育下，也产生了一批有竞争力的企业，不少上市企业从资本市场募集到了大量的发展资金。随着中国资本市场不断成长壮大，越来越多的行业优势企业以及国民经济支柱企业已开始加快上市步伐，如宝钢股份、华能国

际、招商银行、上海汽车等等，这些上市公司在一定程度上代表了中国经济的未来。对于这些中国经济中最有活力、最有效率的企业群体而言，强烈的危机感和竞争压力，使它们迫切需要在发行上市后，能够借助资本市场的平台，实现更高、更快的跨越式发展，以提高公司的核心竞争力，保持可持续发展能力，从而迎接来自全球的激烈竞争和挑战。

目 录

第一章 构建我国风险投资体系的背景研究.....	(1)
第一节 我国的工业化进程与高新技术产业.....	(4)
一、对我国发展新兴工业的思考.....	(5)
二、面对发展高新技术企业我国出现的两种 不同的意见.....	(7)
第二节 技术进步与经济增长之间的良性互动.....	(9)
一、科学、技术与市场体制.....	(9)
二、大力发展高新技术产业是由市场需要决定的	(10)
第三节 资本市场对我国的经济增长有着积极作用 ...	(13)
一、二元经济理论与金融深化	(13)
二、资本市场有着不可替代的作用	(14)
三、没有资本市场, 风险投资没有保证	(16)
第四节 地域二元经济与工业化进程的目标	(16)
一、我国的工业化进程目标	(16)
二、地域二元经济与扩张效应	(19)
第五节 为 VC 正名以顺言	(20)
一、Venture Capital 出现两种译法	(20)
二、本项目研究无法回避的几点争论内容	(22)

第二章 我国风险投资体系的条件准备与资本市场	(26)
第一节 条件准备之一：存在提供多功能服务的技术市场	(29)
一、技术转移的特有规律	(29)
二、技术市场的经营范围	(31)
三、多功能技术服务系统	(32)
第二节 条件准备之二：营造不完全竞争市场制度环境	(43)
一、创新产业都具有不完全竞争性	(43)
二、政府介入风险投资领域的几种形式	(44)
三、知识产权保护范围将随高新技术发展而不断扩大	(46)
第三节 条件准备之三：有利于发挥人力资本作用的经济体制和社会文化环境	(49)
一、制度建设比优惠政策更重要	(49)
二、人才环境是经济、政治、科技相统一的配套机制	(51)
第四节 风险投资需要资本市场的发展协调配合	(58)
一、资本市场是技术市场发展的必要条件	(58)
二、通过资本市场创业企业家获得金融支持	(59)
三、风险投资对创业企业的发展的贡献离不开资本市场	(62)
第三章 我国风险投资体系的构建	(65)
第一节 风险投资的资本市场系统	(67)
一、信贷市场	(67)
二、证券市场	(68)
三、产权交易市场	(72)
第二节 风险投资的组织机构系统	(76)

一、风险投资的组织模式	(76)
二、风险投资的运作机构模式	(79)
三、风险投资的运作支持机构模式	(82)
第三节 风险投资的运行机制系统	(90)
一、有效管理咨询机制	(92)
二、股票期权激励机制	(96)
三、产权流动的机制	(101)
第四章 金融深化与我国风险投资体系的完善	(109)
第一节 完善我国风险投资体系的措施应从金融深化 入手	(109)
一、资本市场发展的差距造成我国经济增长的相对 滞后	(109)
二、深度金融或浅度金融对经济起促进或抑制 作用	(111)
三、风险投资自身对金融深化的依赖	(112)
四、大力发挥资本市场直接融资功能是当务之急	(114)
第二节 金融深化建议之一：风险投资的私募基金合 法化、利率市场化	(117)
第三节 金融深化建议之二：建立非公开权益资本 市场	(120)
第四节 金融深化建议之三：投资银行是风险投资 资本营运的保障	(124)
案例 1 施乐集团的风险投资项目	(129)
案例 2 健护投资如何创造医药保健业的风险企业	(131)
案例 3 科研机构与风险基金合作投资种子期企业	(132)

案例 4 顶峰投资公司为何看好通达技术公司	(134)
案例 5 生物技术风险企业的公开上市	(136)
附录一 典型国家和地区风险投资简介	(139)
附录二 政策与法规	(194)
附录三 分段投资和分段融资	(248)
参考文献	(252)