



创业投资

CHUANGYE TOUZI LILUN YU SHIJIAN

理论与实践

钟建勤 主编



湖北科学技术出版社
HUBEI SCIENCE & TECHNOLOGY PRESS



创业投资

CHUANGYE TOUZI LIYUN SUOJIAN

江苏工业学院图书馆藏

藏书章

钟建勤 主编

湖北科学技术出版社

HUBEI SCIENCE & TECHNOLOGY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

创业投资理论与实践/钟建勤主编. —武汉:湖北科学技术出版社,
2003.12

ISBN2306-0

I.创… II.钟… III.风险投资-研究-中国 IV.F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 125461 号

创业投资理论与实践

©钟建勤 主编

责任编辑:高诚毅 刘 玲

封面设计:张 浩

出版发行:湖北科学技术出版社 电话:87679468

地 址:武汉市雄楚大街 268 号湖北出版文化城 B 座 12-14 层

邮政编码:430070

印 刷:武汉武铁印刷厂

邮政编码:430071

开 本:880 毫米×1230 毫米 32 开

印 张:8.375

字 数:167 千字

印 数:0 001-1 000 册

版 次:2003 年 12 月第 1 版 2003 年 12 月第 1 次印刷

编 号:ISBN7-5352-2306-0/F·370

定 价:28.00 元

本书如有印装质量问题,可找承印厂更换

实践中探索 探索中前行

武汉东湖创新科技投资有限公司是一家非常普通的公司，它的规模、资产、业绩并不特别骄人，但它使我给予了特别多的关注，而且我还乐意做了公司的独立董事。安徽凤阳的几户农民不普通吗？是他们的家庭承包揭开了中国农村改革的新篇章。山东诸城的几家中小企业也很普通，但他们却开启了中国中小企业改革的新途径。武汉东湖创新科技投资有限公司是具有制度创新意义的创新企业，因而它的实践与成长也应该受到特别关注。

武汉东湖创新科技投资有限公司员工以工作实践为基础写作的《创业投资理论与实践》一书即将出版，这是一件可喜可贺之事。该书虽然只是一家普通创业投资公司对创业投资认识以及运作与管理的总结之作，但肯定对我国创业投资理论研究及实践具有启示意义。

1985年《中共中央、国务院关于科学技术体制改革的决定》指出，“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给以支持”，在我国第一次提出了“创业投资”概念。1999年召开的全国技术创新大会，国务院做出了《关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定》，提出“培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立风险投资机制”，同年底国务院办公厅又转发了科技部等七部门提出的《关于建立中国风险投资机制的若干意见》（即七部委文件），至此中国的创业投资事业迅速发展。但从国内总体情况看，创业投资与创业投资

管理都还属于新兴领域，我国尚没有完善的创业投资体系，特别是没有创业资本市场的出口，造成国内创业投资业在短暂的繁荣之后迅速转入低迷。如何运作创业资本，如何管理创业企业，创业投资需要什么样的法律环境与支持政策，资本市场如何支持创业投资，中国创业投资究竟路在何方，成为摆在各级政府及创业投资从业人员面前的难题。本书就创业投资理论、创业投资战略及商业模式、创业投资运作及管理机制、创业投资体系建设、创业投资立法等方面进行了专门论述，对政府进行创业投资制度创新具有重要的参考意义，对业内同行开展实务操作具有借鉴和启示作用。全书主要包括：

一、多方位阐述创业投资理论

本书从创业投资内涵和特征入手，指出创业投资是一种包括金融制度、产业制度、企业制度的制度创新。阐述了创业投资概念，从历史背景、经济规律、社会功能、运作过程、金融特性等多个方位帮助读者去认识创业投资，理解创业投资。通过论述创业投资、高新技术产业、资本市场三者之间的关系，结合创业投资自身特点，提出特别要呵护创业投资。

二、努力探索创业投资战略及商业模式

创业投资发展战略及创业投资商业模式问题，在国内创业投资界一直没有得到很好的解决。在缺少创业板情况下，现行部分创业投资机构从事的无论是委托理财业务、证券投资业务还是实业投资业务等，都只能解决创业投资机构的策略性生存问题，创业投资的策略性生存成为摆在业内人士面前的一道难题。本书作

序

者在对国内创业投资形势进行分析基础上,积极思考创业投资的战略调整问题,通过分析创业投资集团化模式、委托管理模式、单一投资公司模式、产业集团模式,提出要重新理解与认识创业投资企业与创业投资行为、创业板与创业投资的商业模式、创业投资与高新技术、创业投资与创新、风险与收益、分散投资与控制权等问题,强调创业投资回归理性至关重要。

三、多视角分析创业投资运作及管理机制

创业投资从资本的进入到实现资本退出,是一个漫长的过程,其间包括许多具体而复杂的增值服务过程。本书就创业投资项目评估、创业投资的财务分析及财务管理、创业投资项目管理中的监控与增值服务、创业投资的制度建设、企业文化及其在创业投资中的培育做了论述,对我国企业经营者长期激励机制方案进行了研究,并就创业企业管理提出了中小科技企业发展战略,借助 5P 模型谈了科技创业型企业的人力资源管理,多视角地分析了创业投资运作及管理机制。针对不同环节的分析详尽细致,可操作性强,对业内同行具有借鉴和启示作用。

四、基于湖北现状探讨创业投资体系建设

创业投资是一项系统工程,它不仅受制于创业投资自身运作与管理机制,更受制于创业投资宏观环境和创业投资体系。完善创业投资体系,重点要做好几方面的工作,如构建产权交易市场、出台行业支持政策、落实行业监管部门等等。创业投资的核心机制是退出机制,我国的创业资本缺乏合理的投资回收渠道,造成投入的创业资本难以有效退出,合理的高收益难以实现,创

业资本难以循环。面对国内资本市场不完善、产权交易不活跃、二板又未建立这样一个局面；作者提出了在湖北现有多家产权交易机构的基础上构建武汉技术产权交易市场的思想，论述了构建该市场的必要性，并在分析武汉市建立技术产权交易市场的优劣势基础上，设计了武汉市技术产权交易市场的模式。在支持政策上，要实现创业资本从政府主导型向市场主导型的转变，引导创业资本投向，政府有必要建立包括税收优惠政策在内的创业投资扶持机制，指出国内各地对创业投资机构普遍的支持是享受高新技术企业待遇，通行“两免三减”税收优惠政策并不符合创业投资特点，且政府扶持机制总体上又是财政支持多于税收支持，不符合 WTO 的原则，也不利于创造公平的创业投资竞争环境，必须予以改善。这些建议针对性极强，且非常务实。

五、呼吁创业投资立法

在我国，创业投资对于创新活动的支持起到了重要作用，但也存在一定的问题，出现问题的一个不可忽视的原因是由于现行政策法律环境不佳。如：现行注册公司的实收资本制问题、全额对外投资问题、创业投资组织形式问题、委托投资问题、支持政策的法律地位问题等等。作者就湖北地方立法的必要性和可行性、立法应遵循的基本原则、立法的调整对象等问题进行了论述，并在分析创业投资现行政策存在问题的基础上，提出湖北地方立法所应包含的具体内容。

本书是武汉东湖创新科技投资有限公司员工及部分合作伙伴、研究人员在工作实践中的总结之作，书中自始至终体现了他们对

序

于创业投资业不懈的探索精神和公司建立学习型组织的企业文化理念。

全书体现了如下三方面的特点：

1. 难能可贵的探索精神

中国的创业投资还不是一个成熟的行业，没有成功经验和模式可借鉴，加上我国市场经济还不够发达，市场环境远未成熟，支撑行业发展的特别法律法规缺失，服务于创业投资的相关产业信息和中介服务贫乏，以及作为创业资本最重要出口的创业板迟迟未开等等，所有这些注定我国创业投资事业的发展必然要经历一个长期而艰苦的发展过程，从事创业投资的投资人必须苦苦思索、艰难实践，在实践中摸索前行。本书便是创业投资领域的专家学者和一线实践人员经过多年实践探索形成的研究成果，这种探索无疑是难能可贵、值得颂扬的，同时因为是探索，就意味着可能不成熟和失败，从这个意义上来说，本书难免会有不妥之处。我们相信随着创业投资实践的不断发展，创业投资理论研究将进一步深化，创业投资体系也将进一步完善。

2. 倡导学习的企业文化

创业投资行业与一般行业最大的不同之处，在于其是一个合作大于竞争的行业，同行之间相互学习，共同合作，不仅有利于创业投资事业的发展壮大，更有利于员工个人素质的提高及团队协作精神的发扬光大。构建学习型组织，创建学习型企业文化，是武汉东湖创新科技投资有限公司自成立以来的一贯追求，本书的出版与发行正是对公司及员工“注重学习、勇于探索、勤于思考、善于总结”这一追求的写实。

3. 较为完善的研究体系

本书展示的研究成果，汇集了公司及文章作者们的大量智慧和心血，体现了他们高度的社会责任感和事业心。书中收录的文章既有创业投资实务运作方面的心得体会，也有呼唤创业投资制度创新、推动创业投资政策扶持机制建立、构建完善创业投资体系的呼声，更有对于创业投资未来之路如何走的思考，该书研究体系较为完善。

本书集结了创业投资理论研究人员及一线实践人员多年的智慧，文章的作者们以文字方式表达了各自在创业投资具体运作过程中的种种感受，也许这种感受因作者写作时间的不同而存在一定的局限，但这至少是一种有益的尝试。因为有了这些尝试，中国的创业投资便有了希望；有了投资人的种种探索，中国的创业投资才逐渐变得理性与成熟。虽然我认为创业投资在中国仍有很长的路要走，但我相信，有政府在宏观政策面的积极改进，有理论研究人员的不断创新，有一线实践人员的艰辛探索，中国的创业投资之路将越走越宽广。

祝贺《创业投资理论与实践》的出版发行，真诚祝愿中国的创业投资一路走好！



2003年11月28日于珞珈山

目 录

目 录

创业投资的制度创新	李永周	(1)
理解“风险投资”	李年生	(9)
高新技术产业与创业投资	李年生	(20)
京、沪、深、汉地区风险投资环境的比较研究	赵凯荣	(31)
创业投资形势及战略调整的若干思考	李 勇 钟建勤	(46)
有限合伙制与我国创业投资制度创新	许志津 张明霞	(60)
我国风险投资的公司治理	李 勇	(73)
科技园的风险资本营运模式研究	郭 岭	(85)
风险投资项目评估研究	杨 青	(96)
创业投资项目管理中的监控与增值服务	刘胜祥	(112)
风险投资的财务分析及财务管理	赵 亮	(126)
中小科技型企业发展战略思考	许志津	(136)
从 5P 模型看科技创业型企业的人力资源管理	廖建桥	(152)
我国企业经营者长期激励机制方案研究	魏永新	(169)
MBO 及其在我国的实践	吴军林	(184)
企业文化及其在创业投资中的培育	吴淑凯 黄 彦	(199)

2 创业投资理论与实践

目 录

湖北省创业投资体系构建	郭 岭 (209)
创业投资的政策扶持与优惠	钟建勤 (221)
加强地方立法促进湖北创业投资持续健康发展	钟建勤 (229)
构建武汉技术产权交易市场	魏永新 (241)
充分发挥创业投资协会的职能作用	吴淑凯 张明霞 (248)

创业投资的制度创新

李永周

一、创业投资的内涵与特征

广义地看,创业投资(Venture Capital),或者如有人所翻译的风险投资,是指对一切开拓性、创造性经济活动的资金投入。如19世纪末20世纪初对美国铁路、钢铁等新兴产业的投资以及当代对高新技术产业的投资等都可以称为创业投资。而狭义的创业投资则一般专指对高科技产业创业活动的投资。根据美国创业投资协会(National Venture Capital Association, NVCA)的定义,创业投资是指由专业人员或专门机构向那些刚刚成立、增长迅速、潜力很大、风险也很大的中小型企业(主要是高科技企业)提供股权融资并积极参与其管理,以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为。1996年,世界经济合作组织(OECD)科技政策委员会在《创业投资与创新》研究报告中明确提出,创业投资是一种向极具发展潜力的新建企业或中小企业提供股权资本的投资行为。

与传统的投资方式相比,创业投资这种新的投资方式具有以下几个显著特点:

第一,创业投资是对创新和创业者进行创业活动的投资。与传统的银行、证券等投资方式不同,银行和证券投资等主要用于成熟企业扩展传统技术产品的开发和市场开拓,以大中型企业为主要对象;而创业投资主要集中于创业者创建企业,特别是高技术企业创建和新产品的研究开发阶段,以中小型创新企业为主要对象。有的创业者甚至仅仅凭一个“概念”就可以获得创业资本和创业投资家的支持。在美国,创业

2 创业投资理论与实践

创业投资的制度创新

资本长期以来是正处于起步阶段（Star-up）的创业企业最为重要的资金来源渠道。

第二，创业投资是高风险与高收益并存的投资。由于创业投资主要是支持创新企业的技术与产品，技术风险、市场风险、财务风险都相当大，故有“成三败七”甚至“九死一生”之说。但高风险同时也带来高收益，创业投资项目只要有一个成功，其获得的巨大收益足以弥补其他失败项目的损失。据统计，1981~1986年间，美国创业资本的平均净增值率约23.8%，最高一年达37.2%，是股票平均收益率的2~3倍。

第三，创业投资是有别于普通股权投资的权益资本投资。与一般的股权投资不同，普通股权投资要求长期持有股份并尽可能获得企业的控制权，从而参与企业利润分配。而创业投资的投资目标却在于企业资产的增值。也就是说，创业投资要求在投资一定时间后变现获得高收益。有的创业企业在其成长阶段现金流甚至是负值，经营业绩也亏损（如YAHOO），但创业投资家看好的的是企业的市场价值和发展前景。

第四，创业投资是流动性很小的中长期投资。创业企业从产品研发开发到试生产、批量生产，一直到产生效益，周期很长，短的需要2~3年，长的需要7~8年甚至更长时间。创业投资一般也要经过3~7年才能通过脱资获得收益。而且在此期间，创业投资家通常还要不断对有成功希望的项目进行增资。因此，从这个意义上说，创业投资家需要的是耐心和勇气。

第五，创业投资是主动参与管理并提供增值服务的专业投资。创业投资家不仅提供资金，而且还运用自己的知识、经验和能力，积极参与风险企业经营管理，帮助创新者创业。创业投资不仅是理财专家，而且也是管理行家。

二、创业投资的制度创新

从1946年“美国研究与发展公司”（American Research and De-

创业投资的制度创新

velopment Corporation, 简称 ARD) 成立并开始进行现代组织化和制度化创业投资活动以来, 创业投资大大加速了高技术的产业化和商业化进程, 促成了新兴产业的成长和发达, 并因此而改变了人类的生产、生活、娱乐和社会交往方式。20 世纪高科技领域的许多重大研究成果, 从 50 年代的半导体硅材料, 70 年代的微型计算机, 80 年代的生物工程技术, 一直到 90 年代的互联网, 无一例外的都是在创业投资的推动下实现产业化并产生巨大经济效益的。创业投资所涉及的制度创新至少包括金融制度创新、产业制度创新和企业制度创新。

1. 创业投资的金融制度创新

高技术产业应用的高技术, 往往涉及多个学科领域, 对设备、原材料的要求比传统产业更高, 更新速度更快, 从而使企业设备更新和折旧的速度也相应加快, 因而需要的资金大大高于传统产业。但高科技产品在研制和开发过程中, 由于技术含量较高, 往往处于技术创新的前沿, 失败的可能性较大; 技术创新带来的新产品能否为市场接受, 能否取得足够的市场份额, 往往要经历长时间才能确定; 如果产品不能适应市场需求, 或者有了更新的替代产品, 则前期研究开发投资就成为无效益投资。高投入和高风险的行业发展特点, 使高技术产业很难通过传统融资渠道获得足够资金, 特别是在高技术创业企业的种子期和初创期更是如此。这是因为: 从银行间接融资角度看, 商业银行在资源配置上存在着一个“逆向选择”(Adverse Selection)问题, 即最需要资金、资金生产率最高的项目往往因为风险较高而得不到贷款, 而发展成熟、收入趋于稳定的企业因风险较小而成为银行追求的对象; 专为企业直接融资开辟的资本市场(主板市场)由于其上市条件的严格限制和投资者风险承受能力有限, 也使得高技术产业难以获得有效的资金支持; 而从政府财政资金的投入来看, 一方面, 政府的财政资

4 创业投资理论与实践

创业投资的制度创新

金是有限的，它只能满足很少一部分基础性、战略性、前瞻性都很强的高技术项目的需要，另一方面，政府财政资金过多投入又会使得风险全部由国家承担，从而加大了整个国民经济的运行风险。创业投资正好承担起弥补传统融资的巨大缺口、孵化高技术产业的重任。创业投资是工业化国家在经济结构多次升级后竞争日趋激烈、平均利润率下降、消费动力不足、闲置资金累积增多等特定条件下，企业和政府共同为剩余价值资本化排除障碍所推动的一种金融制度创新。为了发现未被满足的需求和创造新的需求，他们努力将技术创新和高技术产业化的“生产过程”前移，即“逼近实验室”，将“孵化高技术创业体的过程”独立出来运行。正是这样一种金融制度创新，适应了二战以来科学技术和高技术产业发展需要，推动了产业结构调整 and 升级，促进了经济持续稳定地增长。

2. 创业投资的产业制度创新

尽管广义的创业投资是对一切开拓性、创造性经济活动的资金投入，甚至包括对商业零售、餐饮服务等创业活动的支持。然而，历史地看，从组织化、制度化创业投资活动产生开始，它几乎就与科技成果转化和应用、高技术产业化和商业化有着天然的联系。如 Apple、Federal Express、Compaq、Sun Microsystems、Intel、Microsoft 和 Genentech 等高技术产业跨国公司都是在创业投资的扶持下发展起来的。创业投资的产业制度创新主要表现在：

第一，创业投资为科技成果转化和高技术产业化提供了急需的资金，具有资金放大器的作用。创业投资通过建立基金或采取合伙的形式，把银行、保险、养老机构、大公司、富有的个人和外国投资者的资金集中起来，通过专业的运作给急需资金的高技术创业企业提供资金支持并获得回报，这客观上起到了将大学和实验室的新思想、新发

创业投资的制度创新

明快速推广应用，进而实现产业化的作用。

第二，创业投资提供管理咨询等增值服务，具有企业孵化器的功能。创业投资在创业企业创业初期，有的甚至还只是一种头脑中的“概念”（Idea）的时候就介入，为创业企业提供资金，运用自己的经验、知识、信息和人际关系网络帮助开拓市场，提高管理水平，并贯穿从开发到成熟各阶段，使得创业企业的成长性远高于其他企业。

第三，创业投资的风险调节机制培育了高技术产业群体。创业投资的风险调节机制，一方面表现在资金来源主体的多元化实现投资风险的社会化；另一方面表现在创业投资的组合投资、联合投资和分段投资等具体投资方式分散了投资风险。创业投资的风险调节机制客观上调动了民间资本参与高技术产业投资的积极性，使高技术产业在强烈的竞争氛围中形成“一马当先，万马奔腾”的态势。

第四，创业投资转变了人们的投资理念。创业投资的成功能吸引更多资本参与，激励更多的科技人员去创新创业；而创业投资的失败也能对人们有正面的影响：形成创业的借鉴，去办别人办不到的事情。

3. 创业投资的企业制度创新

传统的企业制度主要分为业主制、合伙制和公司制等几种基本形式。但在美国，创业投资企业除了个体投资者、公开上市的创业投资公司、大公司附属机构、准政府的投资机构以及产业战略基金等传统的企业组织形式之外，最重要也最一般的却是由创业投资机构创造性地建立起来的有限合伙制创业投资公司（Limited Partnership）。有限合伙的创业投资公司通常由创业投资家作为主要合伙人发起设立，并提供 1% 的资金，承担无限责任；富有的个人、家族、私营和公司退休基金、捐赠基金等外部投资者提供 99% 的资金，承担有限责任，是有限合伙人。主要合伙人一般由有经验的企业家、财务、销售、工程、软

件开发、产品设计等领域的专家组成。而有限合伙人的数量则根据预定基金额而定，大部分在 10~30 人之间。每个基金或合伙关系都有规定的年限，通常是 10 年。

有限合伙的企业组织形式，是适应创业投资特殊要求的企业制度的制度创新，这是因为创业投资是一种风险很大、专业性很强的投资活动，需要投资者具备丰富的金融知识和专业技术知识以及管理能力，而普通投资者很难具备这些要求。而且与公司制和信托基金制相比，有限合伙关系具有如下几点优势：一是资本增值的征收。公司制不能避免双重征税，即盈利时先缴纳公司所得税，分红时股东再缴纳个人所得税。而信托公司和有限合伙公司只管理，不拥有基金，故不缴纳公司所得税，基金股东取得收益后缴纳个人所得税。二是日常经营费用。有限合伙制采取固定比例的办法向管理者支付管理费，从而有效地控制了日常开销；信托基金制也采取类似的费用包干制。但公司制不能做到这一点。三是对管理人员的约束和激励。在公司制下，可能出现内部人控制，损害股东权利；而有限合伙制可以有效激励和约束主要合伙人，因为作为管理者的主要合伙人要投入占总额 1% 的资金，且承担无限责任；合伙期限较短，主要合伙人要想不断筹集基金，就要保持自己的声誉；有限合伙人有权以违约受罚的方式撤出已缴纳的资金（即“无过离婚”）；在投资基金的收益中，20% 分配给主要合伙人，这使创业投资家的投资收益远高于其管理报酬。四是决策机制。在有限合伙制和信托制中，基金管理者享有充分支配权和决策权，管理者主要凭个人的素质、能力，临机决策。公司制则有一套正规决策程序，效率相对要大打折扣。

三、发展创业投资需要政府参与

制度创新是现存制度安排的积极变动，是能够使制度创新者获得追加利益的现存制度的变革。由于制度创新与制度安排是具有非排他