



重庆工商大学财经文库
CHONGQING GONGSHANG DAXUE CAIJING WENKU

风险投资 引导基金运作机制研究

FENGXIAN TOUZI
YINDAO JIJIN YUNZUO JIZHI YANJIU

靳景玉 曾胜 张理平 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press



重庆工商大学财经文库

CHONGQING GONGSHANG DAXUE CAIJING WENKU

西南财经大学出版社重庆工商大学分社 策划

风险投资 引导基金运作机制研究

FENGXIAN TOUZI

YINDAO JIJIN YUNZUO JIZHI YANJIU

靳景玉 曾胜 张理平 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

风险投资引导基金运作机制研究/靳景玉,曾胜,张理平著. —成都:西南财经大学出版社,2012.5
ISBN 978-7-5504-0641-4

I. ①风… II. ①靳…②曾…③张… III. ①风险投资—研究
②基金—投资—研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第093468号

风险投资引导基金运作机制研究

靳景玉 曾 胜 张理平 著

责任编辑:张明星
助理编辑:李 才
装帧设计:杨红鹰
责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028-87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	148mm×210mm
印 张	13
字 数	290千字
版 次	2012年5月第1版
印 次	2012年5月第1次印刷
书 号	ISBN 978-7-5504-0641-4
定 价	36.00元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

目录

Contents

- 1 风险投资概述 /1
 - 1.1 风险投资的涵义 /1
 - 1.1.1 辞典意义 /2
 - 1.1.2 历史性意义 /2
 - 1.1.3 风险投资的政策性和管理性定义 /4
 - 1.2 风险投资是一种新的投融资机制 /5
 - 1.2.1 风险投资的特征 /5
 - 1.2.2 风险投资是一种新的投融资机制 /7
 - 1.3 风险投资的系统结构 /9
 - 1.3.1 风险投资要素子系统 /9
 - 1.3.2 风险投资主体子系统 /12
 - 1.3.3 风险企业——风险投资要素的结合点 /22
 - 1.4 风险投资的作用 /23
 - 1.4.1 风险投资是建立科技创新体系的基石 /24
 - 1.4.2 风险投资是科技企业成长及科技成果转化的“催化剂” /25
 - 1.4.3 风险投资使资本配置更趋于合理 /28
 - 1.4.4 风险投资为知识经济提供金融支持 /28
 - 1.4.5 风险投资促进了产业结构和经济结构的调整 /30
 - 1.4.6 风险投资推动了国民经济的增长 /30
 - 1.4.7 风险投资创造了大量的就业机会 /31

- 2 风险投资资本的筹措与形成 /33
 - 2.1 美国风险资本的资金主要来源 /33
 - 2.1.1 政府资金 /35
 - 2.1.2 各类基金 /37
 - 2.1.3 公司战略投资 /39
 - 2.1.4 富有家庭和个人 /40
 - 2.1.5 保险公司、投资银行和银行控股机构 /41
 - 2.2 我国风险资本的资金主要来源 /42
 - 2.2.1 政府财政资金 /43
 - 2.2.2 国有独资投资机构 /45
 - 2.2.3 大中型企业（集团） /45
 - 2.2.4 金融机构 /46
 - 2.2.5 富有个人 /46
 - 2.2.6 海外投资基金 /46
 - 2.3 我国风险资本的资金来源不足的原因分析 /47
 - 2.3.1 政策环境有待进一步改善 /48
 - 2.3.2 多层次的资本市场不完善 /51
 - 2.3.3 缺乏好的创业投资项目 /52
 - 2.3.4 专业人才匮乏 /53
 - 2.4 风险资本的聚集机制 /55
 - 2.4.1 社会资本与风险资本 /55

- 2.4.2 风险投资的特殊性决定了风险资本聚集机制的特殊性 /56
- 2.4.3 社会资本的风险嬗变机制 /60

3 风险投资的运行机制 /67

- 3.1 风险投资项目的抉择机制 /67
 - 3.1.1 风险投资项目的评价指标体系 /69
 - 3.1.2 风险投资项目评估 /72
 - 3.1.3 项目决策分析 /73
 - 3.1.4 项目决策 /76
- 3.2 风险资本的增值机制 /76
 - 3.2.1 分散投资与风险控制 /77
 - 3.2.2 风险资本家与创业企业家的管理分工 /80
 - 3.2.3 合约保护 /82
 - 3.2.4 内部激励机制的构建 /84
 - 3.2.5 创新精神塑造与管理创新机制 /85
- 3.3 风险资本的退出机制 /86
 - 3.3.1 风险投资退出机制概述 /86
 - 3.3.2 风险投资的退出（通道）模式 /89
 - 3.3.3 公开上市退出机制 /91
 - 3.3.4 风险投资的并购方式退出 /97
 - 3.3.5 清算或破产 /102

- 4 政府与风险投资 /103
 - 4.1 政府在风险投资资金筹措中的作用 /104
 - 4.1.1 直接投资 /104
 - 4.1.2 税收优惠 /105
 - 4.1.3 政府担保 /106
 - 4.1.4 政府采购 /107
 - 4.2 政府与风险投资的退出机制 /108
 - 4.2.1 证券市场退出 /108
 - 4.2.2 产权市场退出 /110
 - 4.3 政府对风险投资的监管 /112
 - 4.3.1 政府对风险投资监管的目的 /112
 - 4.3.2 政府对风险投资监管的内容 /113
 - 4.3.3 政府对风险投资监管的体制 /114
 - 4.4 政府对风险投资的引导机制 /115
 - 4.4.1 风险投资引导基金 /115
 - 4.4.2 引导科技创新及产业化 /116
 - 4.4.3 鼓励和引导科技型中小企业发展 /118
 - 4.4.4 建立创业公益基金 /119
- 5 风险投资引导基金 /120
 - 5.1 投资基金概述 /120
 - 5.1.1 投资基金的概念 /120

- 5.1.2 投资基金的分类 /122
- 5.1.3 投资基金的运作 /124
- 5.1.4 产业投资基金 /127
- 5.2 风险投资引导基金的概念及特征 /131
- 5.3 引导基金的运作应考虑的因素 /133
- 5.4 风险引导基金的作用 /134
 - 5.4.1 推动整个风险投资业的发展 /135
 - 5.4.2 促进风险投资的发展,吸引优秀的风险投资人才 /135
 - 5.4.3 积聚民间资本,为中小企业提供更多融资渠道 /136
- 5.5 我国政府风险引导基金的起源及发展 /136

- 6 国内外风险投资引导基金发展状况 /139
 - 6.1 国外创业风险引导基金发展模式 /139
 - 6.1.1 美国 SBIC 计划 /139
 - 6.1.2 以色列 YOZMA 计划 /144
 - 6.1.3 英国的参股支持模式 /147
 - 6.1.4 澳大利亚 IIF 计划 /151
 - 6.1.5 新加坡 TIF 计划 /158
 - 6.2 国内风险投资引导基金模式 /161

- 6.2.1 地方政府通过财政出资设立风险投资引导基金 /161
- 6.2.2 地方政府与国家开发银行联合设立风险投资引导基金 /162
- 6.2.3 地方政府以地方政府债的形式募集资金设立引导基金 /164
- 6.2.4 中国台湾地区种子基金计划 /164
- 6.3 引导基金操作运行的国外借鉴与国内经验 /175
 - 6.3.1 国外借鉴 /175
 - 6.3.2 国内经验 /177

7 风险投资引导基金运作模式研究 /179

- 7.1 风险投资引导基金运作的理论基础 /179
 - 7.1.1 经济增长与制度安排关系理论 /180
 - 7.1.2 信息不对称理论 /186
 - 7.1.3 委托代理理论 /193
 - 7.1.4 正外部效应理论 /198
- 7.2 风险投资引导基金的制度创新 /199
 - 7.2.1 风险投资引导基金的制度设计 /201
 - 7.2.2 风险投资引导基金的政策性效应 /207
- 7.3 风险投资引导基金的组织架构与管理模式 /210
 - 7.3.1 风险投资引导基金的组织形式 /210

7.3.2	风险投资引导基金的组织架构	/214
7.3.3	风险投资引导基金的管理模式	/216
7.4	风险投资引导基金的运行模式与激励	/220
7.4.1	风险投资引导基金运行模式	/220
7.4.2	风险投资引导基金的激励	/229
8	重庆风险投资引导基金的运作机制研究	/236
8.1	重庆组建引导基金的环境分析	/236
8.1.1	投资环境	/237
8.1.2	投资环境的不同研究角度	/240
8.1.3	重庆引导基金的环境	/242
8.2	重庆风险投资引导基金的运作模式分析	/253
8.2.1	重庆市政府设立引导基金的流程	/253
8.2.2	重庆风险投资引导基金的运行模式	/258
9	风险投资引导基金的发展策略	/262
9.1	我国风险投资引导基金发展现状	/262
9.2	我国实践中存在的问题	/266
9.3	引导基金发展策略	/270
附录 1	国务院办公厅转发发展改革委等部门关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见的通知	/281

- 附录2 国家中长期科学和技术发展规划纲要
(2006—2020) /286
- 附录3 财政部、科技部关于印发《科技型中小企业创业投资
引导基金管理暂行办法》的通知 /341
- 附录4 关于实施新兴产业创投计划、开展产业技术研究与开
发资金参股设立创业投资基金试点工作的通知 /349
- 附录5 国家税务总局关于实施创业投资企业所得税优惠问题
的通知 /354
- 附录6 关于印发《科技型中小企业创业投资引导基金股权投
资收入收缴暂行办法》的通知 /356
- 附录7 关于豁免国有创业投资机构和国有创业投资引导基金
国有股转持义务有关问题的通知 /360
- 附录8 关于豁免国有创业投资机构和国有创业投资引导基金
国有股转持义务有关审核问题的通知 /363
- 附录9 重庆市人民政府办公厅关于印发《重庆市科技创业风
险投资引导基金管理暂行办法》的通知 /368

参考文献 /371

后记 /397

1

风险投资概述

风险投资是一种包含主动性和冒险性的投资活动，是与科技革命和产业结构、企业组织变化相适应的新投融资机制，是新兴产业和资本市场相结合的边缘领域。风险投资是风险资本以直接或间接方式投向创业项目或创业企业，通过专家管理实现资本增值并退出的全过程。这一过程构成了由风险投资的要素、主体和外部支持三个子系统构成的风险投资系统。风险投资从资本的循环过程考察，实质上是从风险资本聚集、风险资本的购置（投资）、风险资本的劳动增值到风险资本增值实现的全过程所构成的系统。风险资本的运行有着自身的规律，研究风险资本市场及其均衡有着重要的理论和实践意义。本章着重研究风险投资的基本涵义、风险投资系统构成以及风险资本的供求。

1.1 风险投资的涵义

投资是将资财（资产、财富）投入价值增值过程的经济活动。投资既是与商品经济的产生和发展相联系的历史范畴，也是与社会生产力发展密切相关的范畴。投资活动与其他经济

活动的本质区别在于投资者投入资财的目的是为了实现资本增值。投资活动中投入的资财形态也随着社会经济的发展而不断变化。目前，投资资财形态包括：货币资产、实物资产和无形资产三种。其中，货币资产和实物资产又统称为有形资产。

风险投资是英文 Venture Capital 的中文翻译。对风险投资概念的理解，我们可以从词典意义和历史性解释两个方面进行讨论。

1.1.1 词典意义

从风险投资的词典意义来看，它是英文“Venture Capital”的中文翻译。其中，“Venture”一词的词典意义为：①风险的计划；②投资的事业；③风险的事业。因此“Venture”通常用来描述“商业冒险”，或投机活动，具有不确定的损益结局。与“Venture”相对应的一个英文词为“Risk”，其词典意义为风险，与损失密切相联系。而“Capital”意义为资本、投资。因此，“Venture Capital”，既可以指一种资本类别，即投向不确定性较大领域的资本；也可指在不确定性领域投入资本的价值追求活动，而这种投资是投资者商业冒险的结果，包含对不确定收益的主动追求精神。

1.1.2 历史性意义

从历史角度来看，任何主动冒险的利益追求行为，都必须有一定的历史背景下进行理解。

风险投资起源于美国，美国研究开发公司（American Research and Development, ARD）是全球最早创办的风险投资公司。ARD 是哈佛商学院教授乔治·F·多里奥（George F. Doriot）与麻省理工学院校长卡尔·坎普敦（Karl Compton）联合当地商人于 1946 年在美国波士顿成立的，主要投资高风险、技术型新兴国防工业公司。卡尔·坎普敦在确定公司的投资决

策条件时，阐述了早期风险投资的理念，认为满足以下条件的投资才会被考虑：①涉及新技术、新营销概念、新产品应用领域；②在被投资企业占有较大股权；③企业领导具有超常的才干和凝聚力；④企业产品和流程至少应经过早期萌芽阶段，并受到专利、著作权、贸易秘密协定的保护；⑤风险投资机构除了资金投入外，还必须在企业管理中发挥作用；⑥被投资企业能在几年之后上市或被整体收购。在多里奥教授的陈述里，早期的风险投资特指对成长型科技企业的投资。

从1946年风险投资诞生以来，经过长期发展，风险投资的理念已经有所改变，这从一些风险投资专家的论述可见一斑，如哈佛商学院的乔亚舒·莱尔教授，将风险投资界定为：专门面向私人、有高增长潜力的企业的股权或者半股权的投资（如认股权证、可转股证券等）。由此可见，风险投资是股权或与股权有关的投资，是面向私人企业的投资，也是面向具有增长潜力、能带来高额回报的企业的投资。因此，与早期的风险投资理念相比，现代风险投资不仅包括传统的对成长型科技企业的投资，还包括对发展型企业和企业收购的投资。据此，风险投资的理论和实业界经常将以多里奥教授为代表的早期投资理念称为“传统风险投资”；而乔亚舒·莱尔教授等观念代表了“现代风险投资理念”。从发达国家风险投资的统计资料可以看出风险投资的这种发展趋势。美国一项研究表明，1984—1996年间，美国风险资本进入高科技领域的约为80%，投向其他发展型企业、企业并购的约占20%。可见，风险投资主要的投资对象是那些具有高成长性科技创新型中小企业，同时向其他类型且具有成长性的中小企业投资，而且参与企业并购也是其重要的投资领域。

随着主导技术的变化，创新技术的范围不断扩大，因此风险投资的行业也不断扩大。发达国家的风险资本进入行业，从早期的以信息产业为主，逐步向医疗保健、生物技术领域发

展；同时，传统产业中的技术创新也成为重要的投资领域。在同一产业中，投资领域也随着技术发展而不断延伸。以 IT 业为例，风险资本早期主要投资于硬件设备，随着软件产业的发展，大量的风险资本投资于软件企业；而随着网络业的发展，众多网络企业又成为风险资本的主要选择对象。

1.1.3 风险投资的政策性和管理性定义

为便于政策指导和有效管理，一些风险投资的行业协会以及政府、国际组织也对风险投资的内涵进行界定。如全美风险投资协会（National Venture Capital Association, NVCA）的定义为：风险投资是指职业金融家投入到新型的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业（尤其是中小企业）中的一种股权资本。经济合作与发展组织（Organization for Economic Co-operation and Development, OECD）的定义为：凡是以高科技与知识为基础，生产与经营技术密集型创新产品或服务的投资，都可视为风险投资。

基于从乔治·F·多里奥对风险投资的初期阐述到历史性发展，以及从理论和管理等角度所阐述的定义，本书对风险投资的含义作出如下归纳：①以股权形式的投资，期限较长；②投资于成长型企业，或创新技术、产品，以科技领域为主体；③风险较大，对回报要求较高；④被投企业的产品或者服务具有潜在的市场竞争优势，使得企业具备较强的成长性；⑤回报主要以资本利得方式；⑥不仅以资本投入被投资企业，常常伴随管理介入，这是风险企业的特点之一。因此，风险投资，既是一种特殊的资本类别，经常被表述为各投资主体提供的资本类型；与其他形式的资本，如银行贷款、证券融资、贸易融资等形式提供的资本相比，具有很大区别；又是一种投资活动，涉及从风险资本的筹集、投资、管理以及回收这一复杂的循环过程。这一特殊的资本类别和资本运作过程，充分体现

了前面对风险投资内涵的界定。

1.2 风险投资是一种新的投融资机制

投资既是一个与社会经济发展相适应的历史范畴，也是与技术进步和产业结构、企业结构变革相适应的特殊金融活动。20世纪初的物理革命拉开了新技术革命的序幕，在风起云涌的技术革命浪潮中，主导技术的快速增长与扩散，加速了全球产业结构调整的步伐，促进了产业结构的优化。与技术革命和产业结构变化相适应，出现了大批更具有技术创新活力的中小企业组织。这些中小高新技术企业与高新技术一样，其发展存在很大的不确定性，面临巨大风险；而且，与传统产业不同的是，这些中小高新技术企业的资产主要为无形资产，如新产品设想、新设计、新工艺等，具有潜在的市场需求信息，没有足够的实物资产以从传统的金融业获取资金支持；但是，这些企业及其拥有的无形资产，对一国的经济发展和社会进步具有重大意义，而且一旦产业化成功，将产生巨大的经济效益。与此相适应，新的投融资机制也发生了变化，一种新的投资机制产生了，这就是风险投资。

1.2.1 风险投资的特征

风险投资是以中小高新技术企业为主要投资对象，因而是与中小高新技术企业发展规律以及高新技术产业化发展相适应的，与传统投资机制有着重要区别的新的投资机制，具有自身独有的特征。

风险投资与一般投资的区别在于风险投资是与高新技术产业化相适应的新的投资机制。与一般投资相比，其区别主要表现在以下方面：①在投资对象的选择上，一般投资的投向主要

是收益稳定、回收安全、技术成熟的企业或产业；而风险投资的资金则投向成败未卜、风险很大、技术复杂或不成熟的高新技术企业或产业。②在投资审查的重点上，一般投资将项目评估重点放在被投资方财务分析与实物资产保障方面；而风险投资考虑的首要条件是项目技术的先进性（智力因素）、技术产业化的技术力量配备以及管理等方面。③在对风险的态度上，一般投资尽量回避风险，而风险投资则敢于主动承担风险。④在投资方式上，一般投资讲求一次性投资、分期付款；而风险投资则根据项目的具体情况，分阶段增加投资，满足项目创新的需要。⑤在投资回收上，一般投资讲求一次投入，分阶段回收；而风险投资讲求分阶段投入，一次性回收。

为把握风险投资的特征，还必须从以下方面进行深入分析：①风险投资是高收益与高风险并存、智力和资金紧密结合的经济活动。由于无法准确把握高新技术产业化产品的可能性，也无法把握市场对高新技术产业化产品的接受程度，因此，风险投资是一项收益具有不确定性、风险极大的投资，投资失败率较高，从国外的经验来看，一般为60%~80%。而与之相对应，高新技术产业化一旦成功，可以获得超过投资几倍、十几倍甚至几十上百倍的收益，这成为吸引资金投向高新技术产业的动力之源。②投融资更具有灵活性。在投入机制上，风险投资正视风险的客观存在和不可避免性，不因风险而放弃对高科技项目的投资；在收益机制上，强调高风险与高收益对等，而高科技成果产业化成功可能带来的高收益为此提供了保障；在风险约束机制上，风险投资采用最大限度化解风险投资的有效途径，在对项目充分评估基础上，采用分散投资多个项目或不同发展阶段，以及多个风险投资者联合投资的策略，以分散项目非系统风险，提高项目的成功率；在风险投资运作机制上，采取风险投资与一般投资相结合，资金投入与管