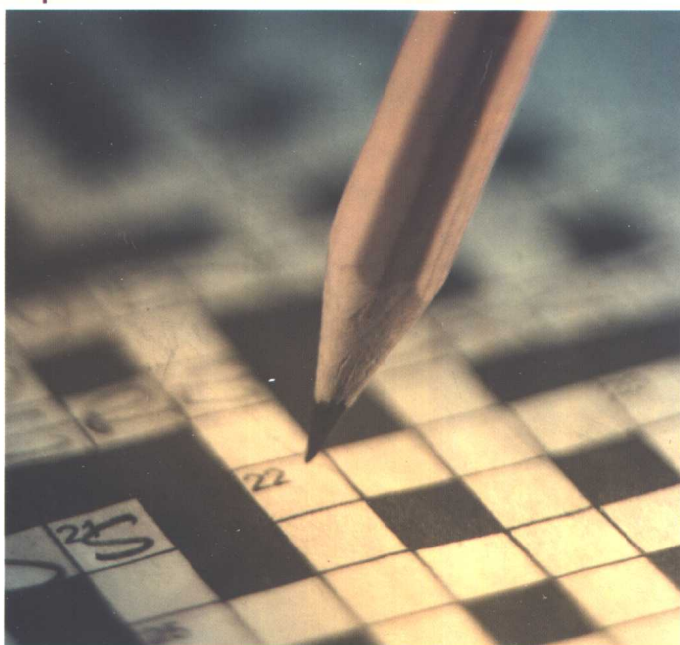


政府在风险投资中 作用的研究

● 高正平 / 著



 中国金融出版社

政府在风险投资中 作用的研究

高正平 著



中国金融出版社

责任编辑：赵天朗

责任校对：李俊英

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

政府在风险投资中作用的研究/高正平著. —北京：
中国金融出版社，2003.1

ISBN 7-5049-2983-2

I. 政… II. 高… III. 国家机构—作用—风险投资—研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 007538 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 三河印务有限公司 (瑞丰)

尺寸 140 毫米 × 203 毫米

印张 11.125

字数 287 千

版次 2003 年 2 月第 1 版

印次 2003 年 2 月第 1 次印刷

定价 18.00 元

如出现印装错误本社负责调换

目 录

第一章 综述	1
第二章 风险投资与风险资本市场模式	10
第一节 风险投资的含义、类型及特征分析	11
第二节 知识经济的孵化器——“风险投资效应”	19
第三节 风险资本市场的模式及效率性分析	26
第四节 国家风险资本模式分析	41
第三章 风险投资中政府作用的经济学研究	57
第一节 风险投资的经济学解释	57
第二节 风险投资中政府作用的经济学分析	65
第四章 风险投资中政府作用的国际比较	86
第一节 美国政府在风险投资发展中的作用	86
第二节 日本政府在风险投资发展中的作用	93
第三节 以色列政府在风险投资发展中的作用	104
第四节 其他政府在风险投资中作用分析	112
第五章 政府与风险资本的筹集	129
第一节 风险资本的筹集	130
第二节 有限合伙制	137
第三节 政府与风险资本筹集	148

第六章 政府和风险资本的投资运营与管理	161
第一节 风险经营计划书的内容分析	162
第二节 风险资本投资阶段的“博弈”论分析	169
第三节 风险资本的投资模式及项目的评估、分析	178
第四节 政府在风险资本投资阶段的作用分析	191
第七章 政府与风险资本的退出	200
第一节 风险资本的退出	201
第二节 二板市场	215
第三节 我国风险资本的退出路径及政府作用分析	234
第八章 我国政府在风险投资发展中作用的系统性研究	277
第一节 我国风险投资业的发展	277
第二节 我国风险投资的外部环境	289
第三节 我国政府在促进风险投资发展中作用分析	299
第九章 不是结语的结语	318
附录 1: 中国风险投资大事记	322
附录 2: 深圳金蝶软件公司成功引入风险投资案例分析	328
附录 3: A 风险投资股份有限公司运作方案（中国特色的 风险投资公司）	333
参考文献	342
后记	349

第一章 综 述

跨入新世纪，中国改革与发展进入关键时期。中国加入世界贸易组织后，经济体制改革从实质上来看已经全方位铺开。随着经济的不断发展，那种靠外延型、粗放型的经济增长已经逐步走到了尽头，资源配置过程中有效需求不足、缺乏新的高质量的经济增长点的问题将会越来越突出。面对这样一种新的经济格局，必须寻找新的能够推动经济结构优化、促进产业结构升级的强有力的杠杆刺激经济的发展。从成熟市场经济国家的发展经验来看，积极有效的措施之一就是大力培育出新的经济高速增长点——高新技术产业，以“高科技创新体系的助推器——风险投资”促进高新技术产业化的发展。

目前，我国政府已经将经济发展的重点转移到以推动高新技术产业发展的“科教兴国”战略上来，大力发展风险投资业将是一个极为重要和关键的现实选择。我国的风险投资同发达国家相比尚处在起步阶段，在发达国家培育和发展风险投资的实践中，政府起到了极其重要的作用。如何发挥政府的作用，政府采取什么样的制度创新来促进风险投资的发展是一个需要深入探讨的问题。为使我国风险投资业发展少走弯路，更好地为高新技术产业服务，为发展经济做出贡献，现阶段在风险投资领域政府作用的研究是一个非常迫切的问题。

我们要研究政府在风险投资中的作用，首先要明确政府在经济活动中的作用。在当代经济理论中，政府经济作用的概念是与市场经济的形成联系在一起。经济学界关于政府经济作用的理

解存在着一些差异，在一般论述中同时出现“政府经济职能”、“国家干预经济”、“经济政策措施”和“政府经济作用”等多种概念。实际上，在研究过程中，我们认为这些概念的内涵与外延并没有本质的区别，它们实质上都是与市场相对立统一的概念，表示一种与市场自发调节作用相对应的力量和手段。因此，政府为规范市场经济正常运行，构筑和维系市场运行规则，为维护经济秩序而制定的法律法规、政策措施等都是政府为干预、影响和引导经济发展而发挥的作用。

风险投资是一种将高科技与金融相结合，把资金投入到风险极大的各种创新技术开发与生产中，使科技成果迅速转化为商品的新型投资机制，是高新技术产业化过程中的资金有效的支持系统，是与传统的投资理念截然不同的一种新型投资方式。如何规范和促进风险投资业的发展，使之为高新技术服务，是摆在各国政府面前的一项紧迫任务。风险投资作为一种新型的投资活动，是整个经济运行的一部分，政府规范、引导和监督风险投资活动，是政府经济职能的新内容。因此，政府对风险投资的作用就是采取法律的和行政的等手段，对风险投资进行合理的干预，引导其健康有序地发展。

一、研究现状

风险投资起源于美国，由于电子技术的发展和越来越多的企业涉足高科技产品的创新与开发，金融企业开始为这些公司提供资金，形成了最初的风险投资，但风险投资真正的发展却得益于政府的积极扶持与参与。迄今为止，就政府在风险投资中的作用问题，理论和实务界一直存在不同的看法。

观点一：在风险投资发展早期政府仅间接为其提供支持

在风险投资发展的初期，政府只是起到了为其发展提供宏观环境和法律支持的作用。以美国为例，1958年政府出台了《中

小企业投资法案》，并成立了小企业管理局和小企业投资公司。它们通过发行债券或提供担保，为小企业提供资金支持，并在一定程度上提供税收优惠政策，间接促进风险投资业的发展。这时的政府是以与私人资本相结合的方式参与风险投资活动。进入 80 年代，政府出台一系列的鼓励和促进民间资本进入风险投资的扶持政策，政府和民间携手，共同促进了这一新兴事业的蓬勃发展。在这一阶段，政府的作用已经有所加强，但此时政府的作用却依然限定在制定法律法规、提供政策或税收上的优惠、鼓励民间资本运作、扶持风险投资公司的建立等间接参与层面。

但随着时间的推移，风险投资业的发展迅速，很快在资金、技术、人才等众多方面出现了困难，此时，政府仍采取原有的间接参与扶持的政策显然已经不能满足其发展需要，同时风险投资业对经济的极大促进作用此时已经充分显示，现实的情况要求政府采取更为直接的方式参与到风险投资中去。

观点二：政府应该对风险投资业提供全面支持

从 20 世纪 80 年代中后期开始，以美国为首的西方发达国家相继出台了一系列培育风险资本市场的政策措施，鼓励和支持风险投资业的发展。这些政策措施主要可以分为以下几类：

1. 直接提供风险投资资本。政府通常采用两种方法直接为风险投资公司提供资本，一是政府直接对风险资本管理公司或中小新兴企业进行股份投资，如比利时的佛兰得投资公司；二是政府向风险资本管理公司或中小新兴高科技企业提供长期低息贷款，如丹麦的商业发展贷款项目。

2. 采用经济手段鼓励其发展。最常用的方法有三类：一是税收激励，对用于中小高新技术企业或风险基金的投资收入减免税收，如英国的企业投资计划和风险资本信托基金；二是贷款担保，如法国的中小企业融资担保公司；三是股份担保，即担保一定比例的风险资本的投资损失，如芬兰的担保委员会。

3. 调整有关法规。主要包括放松养老基金、保险金等的投资限制以扩大风险资本的供给；创新公司制度；放松对证券市场的限制，鼓励发展小企业股票市场等。

4. 提供信息咨询服务。例如建立官办风险投资网络，设立高新技术企业风险投资评估机构，制定为企业进行技术评级的标准和办法等。

我们可以看出，这一阶段政府的作用被大大加强了，其触角延伸到风险投资发展的方方面面。事实上，政府全面的支持举措在一定期间内极大地促进了风险投资业的发展，也促进了经济的繁荣，美国就是一个极好的例证。

观点三：政府对风险投资的支持应该有进有退

进入 90 年代末期，世界经济格局发生了巨大变化，特别是区域性经济金融危机的爆发和蔓延，导致了世界风险投资业的衰退与危机。风险投资的风光不再，同时政府早期为其提供的诸多支持此时也成为一些国家经济复苏的严重阻碍。人们开始反思，政府全面的扶持和直接参与风险投资是否合适？在这样的背景下，新的观点应运而生：政府的行为模式和重点应该放在对制度、法律和政策环境的建设以及对风险投资业进行有效监管上。

政府在市场经济中的作用一直是人们争论的焦点，但其基本功能：一是制定适当的政策并对其进行完善和调整，二是提供良好的经济环境。就风险投资业而言，短期内，国家的直接支持甚至投资都是必要而且急需的，但从长远看，政府将主要精力放在具体的项目上则是不明智的。因为政府不可能长期承担巨大的投资风险，同时政府的财政力量也不能重点投向风险投资业。政府长期的大量资金投入和最终承担风险只能导致风险投资业的盲目发展和潜在的风险增加。因此，政府的首要责任应该是制定适当的方针政策，培育出一种机制，使得风险投资的收益与其直接运作者的利益挂钩，其风险由运作者独立承担，以不断培育风险资

本的理性投资观念，促进风险投资业的健康有序发展。

二、本书的研究思路与方法

在西方发达国家风险投资发展已经相当成熟的情况下，我国风险投资业的发展一方面必须借鉴国外成功的、适合中国国情的经验；同时也要结合自身的实际情况，走出一条符合风险投资业内在规律，有中国特色的风险投资业的发展道路。中国是一个正处于制度转轨过程中的发展中的社会主义经济大国，由于经济发展的阶段及经济体制不同，我们在学习国外先进经验时，怎样与我国的实际情况相结合，积极发挥政府作为全社会利益“总代表”能够且应该发挥的作用，使政府在引导风险投资的发展中少走弯路。

本书的研究思路

在本书中，我们希望通过风险投资理论、国外风险投资发展现状、市场经济条件下政府作用等一系列问题的分析研究以后，对促进风险投资业发展中政府的作用问题加以多角度的讨论与剖析，并总结出我国政府在风险投资发展中应该发挥的作用以及应该采取的各种制度创新，为我国风险投资的发展在理论上进行探索，结合我国的特殊国情，对我国风险投资业发展的各个阶段，做出相应的制度安排。

本书的研究方法

本书力图从讨论市场经济下政府的作用问题延伸到对风险投资中政府作用的研究，阐述在不同经济模式下，政府在风险投资中的作用，然后重点分析在市场经济条件下，我国政府为促进风险投资业的发展应该采取的各种措施。

1. 运用风险投资运作的基本原理，分析研究阻碍风险投资正常发展的因素，为政府引导、促进风险投资的发展找到着力点。

2. 运用国际比较和经济学原理, 根据各国在管理本国经济方面的共性和个性, 分析各国促进风险投资的政策措施, 找出成功的经验和规律。

3. 运用经济学原理分析政府在市场经济中的作用。政府干预风险投资发展的力度大小与各国所处的不同经济发展阶段、政府作用的不同模式有关。

4. 从实证研究角度出发, 着重分析我国的风险投资发展状况。根据我国经济的发展阶段, 界定政府在促进我国风险投资业中的作用, 提出切实可行的具体制度安排。

三、本书的基本框架和创新点

1. 本书的基本框架

本书共包括九章以及附录, 第一章是综述, 介绍了本书的研究意义和当前的在此领域的研究状况, 阐述了研究分析的基本方法和思路以及本书的创新之处; 第二章是风险投资与风险资本市场模式, 首先论述了风险投资的内涵和特点, 指出与一般投资的区别; 其次是通过风险资本市场模式及有效性分析来阐述国家风险资本模式; 第三章是风险投资中政府作用的经济学研究, 从经济学的角度系统论述和解释了风险投资业兴起的原因和必然性, 分析了风险投资业的各种要素, 从市场与政府的关系的角度对政府的作用问题进行分析, 并创新地把风险投资中政府作用的几个方面综合考虑, 提出了从“政府支持体系(自变量)对风险投资业(因变量)的影响方式来看, 绝大多数自变量对因变量既有直接又有间接的影响”的观点, 以及包括投资政策、贸易政策、税收优惠政策、知识产权保护法规、人才培养和开发机制在内的政府作用的“五角红星”系统; 第四章是风险投资中政府作用的国际比较, 系统论述了美国、日本、以色列、韩国、新加坡和印度风险投资的发展状况和政府作用情况, 通过对比研究找出

政府作用模式的成功之处，为我国政府提供可供借鉴的经验。本书的核心部分是第五章政府与风险资本的筹集，第六章政府和风险资本的投资运营与管理，第七章政府与风险资本的退出，以及第八章我国政府现阶段在风险投资业发展中作用的系统性研究。其中五、六、七三章分别从风险投资业的融资、投资和退出三个阶段的内在规律谈起，在分析了三个阶段政府作用的普遍性原理之后，立足于我国风险投资业的现状，剖析了我国政府在此阶段能够同时也应该发挥的作用，运用系统论的法则，逐层推进，突出中心，得出我们的结论。第八章是本书的重中之重，该章在回顾了我国风险投资业的发展历程，特别是在 2000 年美国网络泡沫破灭、代表高新技术创业体系的纳斯达克市场的崩溃之后的近两年来我国风险投资业的发展情况，分析了我国风险投资体系中存在的各种问题，剖析了这些问题背后更深层次的原因，提出了初步的解决办法。我们认为，在中国这样一个有着自己独特文化和社会体制的发展中国家里，任何一项改革和制度的创新在离开了政府的积极参与之下是不能想像的。因此，该章在分析了我国风险投资业的外部环境建设和内部机制完善之后，从建立市场、监督市场、引导市场和直接参与市场四个方面，对我国政府在促进我国的风险投资发展过程中如何发挥应有的作用，提出了我们的看法；通过对最近两年来我国风险投资业的现状及运行环境分析，设计出我国政府发挥积极作用的最优制度安排，并充分论述我国政府在促进风险投资发展中的作用。第九章为结束语，提出了仍需深入研究的三个问题。在附录中，我们主要将近几年来中央政府和各相关的地方政府（包括香港特别行政区在内）出台的一些有关风险投资业的法律法规提供给读者，以供大家对政府在风险投资业中的作用有进一步的认识。

2. 本书的创新之处

随着现代高科技产业的发展，知识经济将成为 21 世纪世界

经济发展的主旋律。而为知识经济提供这种创造性知识的资本形态就是风险投资。风险投资的创立就是为了促进具有潜在市场能力的创新企业的发展，为了在高风险中追求高收益。本书从金融操作、资本运营和风险投资模式的角度论述风险投资发展中政府作用，对建立和完善我国风险资本市场具有重要理论和实践意义。

第一，由于风险投资是经济活动的一部分，本书在研究风险投资中政府作用问题时，将其与政府在经济中的作用模式的分析联系起来，并运用经济学中市场与政府的关系理论，研究风险投资与政府的关系。使对风险投资的研究纳入到经济学理论的范畴内进行。制定并运用风险投资中政府作用的最优模型，更系统地制定出政府促进风险投资业发展采取的措施，具有较强的操作性。

第二，全书系统全面总结吸纳了国内外风险投资的运行现状，分析了国外风险投资的特点，并进行了风险投资的国家间比较研究；并从资源整合、资源配置、管理机制、激励机制、退出机制等方面对风险投资的相关理论问题进行分析；在政府作用的最优模型的基础上，构建政府促进风险投资发展的支持体系的基本框架和政府在风险投资发展中的角色定位，有了更强的理论性。

第三，通过对风险投资的理论研究和对国内外风险投资运行状况的分析，本书提出了“政府应该组织推动高校教育教学改革，增设高新技术应用专业，增设风险投资相关课程”、“政府投资不与民争利”、“必须加强我国风险投资信息网络建设”等观点，有新意和独到之处。

第四，关于“尽早退出我国的二板市场”的问题，我们认为，二板市场其实质是一种制度创新，它赖以存在和良性循环的基础是“有达到一定数量规模的、足以分散该市场高风险的、有

长期高速发展潜力的、有其创新特色的核心技术的中小创新型企业”。

关于“二板市场是风险投资业成功退出的最主要渠道”的看法。我们认为，可供风险投资业成功退出的机制并不惟一，美国纳斯达克市场近几年的发展恰好给我们提供了正反两方面的经验。最近德国证券交易所宣布将在 2003 年关闭以吸纳科技股及新经济股为主的德国股票交易二板市场——新市场值得我们深思。

我们认为，我国政府在现阶段应该着重调整有关资本市场法规，主要包括放松养老基金、保险金等的投资限制和引导大量的民间资本进入以扩大风险资本的供给；创新公司制度，修改《公司法》，逐步建立起适合风险投资发展的各种法律体系，包括专门针对风险投资业的《风险投资促进法》等制度创新；放松对股权交易市场的限制，规范各种产权交易规则；加快建立多层次的资本市场体系的市场环境建设，以便在条件成熟时适时退出有中国特色的二板市场，真正发挥资本市场有效配置全社会资源的作用，从制度上保证包括创新型高科技小企业在内的各类中小企业的融资需求等，全面推进我国风险投资业的有序、良性和高速发展，全面提升我国的产业结构，使风险投资真正成为促进我国新经济的“强大助推器”。

第二章 风险投资与风险 资本市场模式

风险投资的英文名为“venture capital”，也被译作创业投资。广义的风险投资是指对一切开拓性、创造性经济活动的资金注入。例如，19 世纪末 20 世纪初对美国铁路、钢铁等新兴工业的投资以及现代对高新技术产业的投资都可以被称为风险投资。而狭义的风险投资一般是指对高新技术产业的投资。风险投资以承担风险为前提，以获得最大的资本增值为目的，它的目标不是对被投资企业股份的占有和控制，而是在投入的资本获得理想的增值后转让其产权并撤出该企业，进行其他项目的投资。

从全球范围来看，2000 年可谓是风险投资快速增长的一年。欧洲风险投资集团等发布的有关研究全球私人股本和风险投资业的报告——《2000 年全球私人投资股本报告》指出，2000 年，全球私人股本和风险资本的投资将达到或超过它在 1999 年的增长步伐，数字达到 1360 亿美元，比上一年增长 65%。在私人股本投资方面，排名第一的美国在 2000 年上半年的风险投资达到 367 亿美元，而 1999 年全年只有 356 亿美元。2000 年第二季度，美国平均每家公司得到的资金达到 1377 万美元，而 1999 年为 960 万美元。全球风险投资的强劲发展，也势必将使风险投资这把火在中国大地上燃起燎原之势。所以，现在让我们揭开风险投资的“神秘面纱”。本章从研究风险投资的含义和特点出发，创造性的提出知识经济中的“风险投资效应”；然后分析风险资本市场的模式，进行各国特征比较及有效性区分；最后重点探讨国

家风险资本模式，以论证国家在风险投资中的重要作用。

第一节 风险投资的含义、类型 及特征分析

风险投资是科学技术成果尤其是高新技术成果的商业化开发和产业化实现的一种新型投资机制。高新技术研究开发及其商品化、产业化是一项高投入、高风险、高效益的事业，失败概率虽很高，但一旦投资开发成功，就可能获益几倍、几十倍甚至几百倍的“高回报”。传统的投资开发方式不能适应高科技成果商品化、产业化的特点，风险投资便以其“特殊性”成为科技与金融相结合的一种新的有效形式。

一、风险投资的含义和类型

根据全美风险投资协会的定义，风险投资是职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、蕴藏着巨大的竞争潜力的企业的一种权益性资本。比较而言，经济合作与发展组织（OECD）的定义则更为宽泛，即凡是以高科技与知识为基础，生产与经营各类技术创新型产品或服务的投资，都可视为风险投资。也可以说，风险投资是由专业投资机构在自担风险的前提下，通过科学评估和严格筛选，向着潜在发展前景的新创或市值被低估的公司、项目、产品注入资本、并运用科学管理方式增加风险资本的附加值。由风险资本支持而发展起来的公司成长速度远高于普通同类公司，由于风险投资的对象主要是那些力图开辟新的技术领域以获取高额利润但又缺乏大量资金的高科技创新型中小企业，所以又被称为创业投资。

风险投资实质上是利用现代知识和信息改造传统投资理念的

行为；是把投资行为和科技转化有机融合为一体的知识产业；是有关信息知识和理念的成功载体；是知识经济的主要“推动器”和“孵化器”。严格意义上的风险投资是一种企业发展早期阶段的投资，投资对象只限于创新项目或创新企业，尤其是高新技术企业。本书如无特别说明，也主要指这类风险投资。除了专业化管理的风险投资基金外，它还包括天使投资（angles investment）和布罗波投资（bootstrap investment）。

“天使”是指既富有雄厚的资金实力，又富有管理经验的人。他们看准了投资机会后，就用自己的资金，加上自身丰富的管理经营经验，参与企业整个从小到大的成长过程。他们是最早的和最典型的风险投资家。“天使投资”对创新企业的审查不太严格，也不参与管理，投资金额一般较小，且往往只投入一次。它更多的是基于投资人的主观判断甚至是喜好而决定。风险投资是大手笔，往往是几家机构的资金；而“天使投资”往往是一人掏“腰包”，见好就“跑”。风险投资是一种正规化、专业化、系统化的大商业行为；而“天使投资”则是一种个体或者小型商业行为。

“布罗波投资”是指那些在企业最初发展阶段，主要来自企业家本人和亲戚朋友的个人投资。这时企业可能只有一个发展构想，一个方向概念。没有设备、没有资金、没有丰富的管理经验。这种投资或以私有直接投资的形式，或以摒弃工资的形式实现，后者也称“血汗资本”。相对而言，“布罗波投资”更直接，困难更多，风险更大，一旦成功，所获利润也最高。

早期风险投资的高回报率，酿造了风险投资业的空前繁荣，吸引了一大批风险投资者涌入和大量资金的注入。资金供给的增加，必然导致日趋激烈的竞争，而竞争的结果是纯经济利润的下降，所以风险投资不得不走出传统的活动范围。“转化思路”而投向企业的中期和晚期投资，如风险租赁、麦则恩投资、风险杠