



VENTURE CAPITAL IN CHINA

中国创业投资 发展道路的抉择

张建平 著



中国金融出版社

中国创业投资发展 道路的抉择

张建平 著



中国金融出版社

责任编辑：孔德蕴

责任校对：刘 明

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

中国创业投资发展道路的抉择/张建平著. —北京：中国金融出版社，2003.2

ISBN 7-5049-2991-3

I. 中… 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 (2003) 第 013369 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 宏文印刷厂

尺寸 140 毫米 × 203 毫米

印张 9.625

字数 250 千

版次 2003 年 3 月第 1 版

印次 2003 年 3 月第 1 次印刷

定价 20.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序

21 世纪是知识经济的时代。创新作为一个国家发展的灵魂，在构筑国家竞争力的过程中发挥着至关重要的作用。随着信息技术、生物工程和新材料行业等高新技术的迅猛发展，当前全社会面临着前所未有的变革。发达国家的实践表明，没有创业投资的支持，创新活动就很难进行，也很难实现产业化。微软、苹果、英特尔、雅虎等无一不是借助创业投资起家的。在这个领域，创业投资发挥着独特的、不可替代的重要作用。

在世界经济全球化和国际资本市场一体化日渐形成的今天，大力发展创业投资已经成为我国迎接知识经济挑战的必然选择。我国改革开放 20 多年取得了巨大的经济成就，但我国经济总体素质还不高，这与许多领域缺乏创新、缺乏创业投资有密切关系。由于社会制度、经济基础和文化氛围的差异，中国的创业投资必然不同于发达国家已经走过的道路。10 多年来，我国发展创业投资的经验教训也深刻证明了这一点。研究和探索具有中国特色的创业投资发展道路意义重大。

张建平博士能够把创业投资的理论和实践两方面有机地结合起来，提出关于我国发展创业投资的指导思想和理论体系，是比较难能可贵的。他用国内与国际相结合、宏观与微观相结合的方法，系统地、有重点地研究了我国的创业投资的发展问题。他对创业投资和风险投资的概念在内涵和外延上进行了区分，对创业投资的定义进行了归类研究；通过理论研究和案例分析，阐述了创业投资的实质；在掌握大量相关资料的基础上，对我国创业投

资的发展历史和现状进行了分析和总结，并对创业投资基金的设立、创业投资退出机制和创业板问题提出了自己的看法。

作者从我国实际出发，系统分析了我国目前的创业环境，以及创业投资的功能定位和作用。他对创业投资的理论研究比较系统，目前国内的相关工作还比较少。他在研究分析美国、欧洲和日本创业投资模式的基础上，结合我国实际情况，提出了我国发展创业投资的“官助民办”总体模式，以及“入口模式”、“运作模式”、“出口模式”等子模式，并提出了实施该模式需要采取的基本途径和重点措施。这些内容富有创意，做到了借鉴与探索相结合、总体模式与子模式研究相结合，具有一定的超前性和可操作性。总的来说，理论上的概括和提升是比较到位的，对于准确认识和理解创业投资，制定有关决策具有理论指导意义。

近几年，创业投资在我国成为了一个热点问题。这种现象的出现一方面有其深刻的国内外经济背景形势，另一方面也体现出经济发展规律的作用。创业投资的热闹现象是暂时的，而创业投资事业是长远的。发展创业投资是一项复杂的、费时的系统工程，涉及到国家的法律制度、经济体制、经济政策、市场环境、信用体系等方方面面，决不是一蹴而就的事情。

实际上，我国在 20 世纪 80 年代就开始了创业投资的研究和探索。应当说，这个步伐在当时并不算慢，新加坡、香港和台湾地区的创业投资也都是在那个时候起步的。但是，由于经济基础、经济制度、市场环境和文化氛围等多重因素的影响，当时创业投资并没有适合的生存土壤和生存空间。一些具有探索性质的创业投资公司在当时的环境下，逐渐演变成为一般化的投资公司，失去了创业投资的特点，当然也就不能推动创业投资在中国的发展。如何构建一个适合创业投资发展的良好环境，怎样才能有效借鉴国际经验，同时适应中国国情，使创业投资公司和创业企业健康发展，都是需要不断探索的难题。对创业投资的发展模

式和发展途径进行探索，既有很高的理论价值，也有很强的实用性。

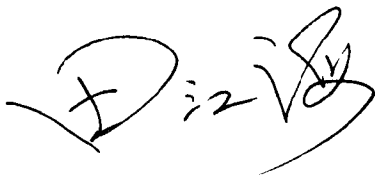
张建平博士原来在北大期间学的是理科，后来学了经济学，知识面比较宽。由于长期在宏观经济管理和研究部门工作，他比较善于在较高层次上观察和分析经济问题，对创业投资有比较深的理解。本书中，他对国内外创业投资的发展历史、现状和需要解决的问题进行了比较深入的考察，分析了我国发展创业投资所面临的机遇和挑战。通过分析表象问题，概括总结出中国创业投资发展面临的五大问题，这些问题确是创业投资领域最重要的问题。他对于国内外创业投资发展历程的回顾，立足国情提出的我国发展创业投资的基本原则等，这些观点和看法都是他在深入研究之后的理论升华和提高，概括得比较到位，是动过脑筋的。全书密切联系我国实际，注意解决我国的现实问题。特别是所提出的创业投资发展原则和我国发展创业投资的政策建议和对策措施，对于探索有中国特色的创业投资发展道路有理论指导意义，对于制定有关政策具有参考价值。

从书中可以看出，作者比较敏锐地意识到了政府资金在运作上的劣势和民间资本的长处，强调了在创业投资实践中要重视民间资本的力量和民营创业企业的发展；强调要营造良好的外部环境，制定和修改鼓励创业投资发展的有关法律政策；呼吁要解决入口问题，发展创业基金和创业投资公司；他非常重视“出口”问题，没有完善的退出机制，创业投资的正常循环运作就会受阻，创业投资就不可能有大的发展。对于创业板，他认为应积极创造条件在适当时机设立。这些观点和见解，对于理论界、政界和企业界所有关心中国创业投资发展的读者，都是颇有启发性和参考借鉴作用的。同时，这些观点具有的较强的实践意义，具有的可操作性，都反映出作者有较强的经济学理论功底。

本书是作者在他的投资学博士论文基础上形成的。他的论文

曾得到评委和评阅专家的充分肯定和相当高的评价，被认为在专门研究中国创业投资方面是一项有较高理论水平的优秀成果。本书作者的研究态度也是踏实认真的。完成了本书初稿后，他在繁忙的工作之余，用了一年多的时间不断润色和修改书稿。经过进一步加工和精练升华，这次作为专著出版，更加提高了研究成果的质量。在写作安排上，与一些专著大篇幅介绍国外情况，然后简单讲述国内情况不同，在逻辑上形成一个完整体系来论述中国发展创业投资的问题，在需要时把国际经验和成果作为论据融入论述中。

通观全书，经过比较研究和融会贯通，作者提出了前后呼应、富有新意、相对完整的创业投资理论体系。这样有针对性地、比较系统地专门论述中国创业投资的专著，在当前的同类研究中尚不多见。我相信，这本著作会给广大读者带来新的启示和思考。

A stylized handwritten signature in black ink, appearing to read '江海' (Jiang Hai).

2003年2月22日于北京木樨地

目 录

第一章 创业投资的内涵及国际发展历程	1
第一节 概念和定义	1
第二节 创业投资的主要特征和性质	15
第三节 产生与发展历程	22
第四节 国内外创业投资理论研究综述	30
第二章 知识经济与创业投资	37
第一节 知识经济及其特征	37
第二节 创业投资：知识经济的发动机	43
第三节 发展我国创业投资的必要性和紧迫性	56
第三章 我国发展创业投资的实践与探索	72
第一节 我国创业投资发展的历史和现状	72
第二节 我国创业投资发展面临的五大问题	93
第三节 我国创业投资发展探索的几点启示	111
第四节 我国发展创业投资的机遇和挑战	115
第四章 我国创业投资的基本发展模式	121
第一节 我国发展创业投资的基本原则	121
第二节 我国发展创业投资的总体模式选择	128
第三节 我国创业投资的“入口”模式	137
第四节 创业投资三位一体的运作模式	145

第五节	创业投资的监督与管理模式	156
第六节	我国创业投资的国际合作模式	162
第七节	我国发展创业投资的主要途径概述	172
第五章	完善创业投资的外部环境	184
第一节	政策环境	184
第二节	法制建设环境	195
第三节	市场环境	199
第四节	多样化的中介服务机构	205
第六章	入口：创业投资基金的建立与发展	212
第一节	创业投资基金的基本理论	212
第二节	我国创业投资基金的设立	219
第三节	我国创业投资基金的组织形式	227
第四节	我国创业投资基金的监督管理	235
第七章	出口：我国创业投资的退出机制	239
第一节	创业投资退出的重要性	239
第二节	创业投资的一般退出途径	242
第三节	创业企业的公开上市	248
第四节	股权转让：企业并购与股权回购	262
第五节	创业公司的解散、破产和清算	268
第六节	我国建立创业板市场的可行性和时机问题	272
参考文献		289
后 记		298

第一章 创业投资的内涵及 国际发展历程

创业投资起源于美国，是一种向极具发展潜力的创新企业或中小企业提供股权资本的投资行为。除资金投入外，投资者还与投资对象共同管理企业，通过投资结束时的股权转让获取高额回报。过去几十年里，创业投资推动了全球技术创新和高新技术产业迅猛发展。闻名世界的微软公司、苹果电脑公司等，无一不是借助创业投资起家。目前，创业投资已成为我国经济理论和实践中的一个热点问题，要求发展创业投资的呼声日高，并出现了许多对创业投资的新探索。全国各地中资和外资创业投资公司纷纷成立且投资业务日渐活跃；许多企业集团和大公司纷纷介入创业投资；个人创业投资也在发展。为了科学地研究创业投资，为我国创业投资实践提供理论依据，首先需要正确认识创业投资的深刻内涵和发展历史。

第一节 概念和定义

一、创业投资的概念

创业投资 (Venture Capital)，又称为风险投资。国内有的还译为创业资本、风险资本。在许多文献中，创业投资的概念被分为广义和狭义两种。广义的创业投资概念，包括对一切具有开拓

性和创业性特征的经济活动进行的投资。按照这样的理解,美国的创业投资可追溯到 20 世纪初,当时一些富有家庭和个人投资者为一些新办公司提供创业资本,如东航、施乐、国际商用机器(IBM)等,这些公司后来都成为著名的大公司。还有一些学者认为 19 世纪末 20 世纪初对美国铁路、钢铁等新兴工业的投资等都属于创业投资。这种广义的创业投资概念外延广,难定义,没有形成特有的投资运作模式。

狭义的创业投资概念,专指以股权方式投资于新兴的、有巨大成长潜力的中小企业的投资活动。这些投资活动多与现代高技术产业有关。如果以 1946 年美国人 J.H.Whitey 成立第一家私人创业公司,并将其新型投资称为创业投资(Venture Capital)算起,这一概念的出现在全世界已经有 50 多年的历史。

目前理论界对这一概念的名称有两种观点。一种观点认为,我国从一开始引进这个概念,就称为风险投资,直接体现了其高风险的主要特征,许多专家学者都认同风险投资,创业投资的概念不足以反映出风险投资的高风险特征。另一种观点认为,“创业”能表达出“Venture”一词所蕴涵的“冒险从事事业”的真正含义,Venture Capital 称为创业投资含义更准确,符合国际惯例。还有一些学者认为,两种观点都有一定道理,概念的名称并不重要,重要的是从内涵上去把握,采用何种称谓都可以。

创业投资的概念是从国外引进的,因此,考察其真实含义应当从原词入手。实际上 Venture、Adventure 与 Risk 这三个词在英文中表达风险的概念时有很大区别。Venture 与 Adventure 这两个词在通常用语中都表示“冒险”,但通常意义的创业投资大多数对处于起步期和扩张期的创业企业进行投资。在企业未真正成立的种子期,由于风险过高,创业资本介入比较少,所介入的资本称为“冒险资本(Adventure Capital)”更恰当。Venture 一词源于 15 世纪的欧洲,它与企业制度的形成以及企业创业活动联系在

一起。当时欧洲的经济处于从手工作坊向手工工场转型的时期。英国等一些西欧国家为了通过发展远洋贸易促进经济发展,以入股合营方式建立企业组织获得了所需巨额资本。当时投资远洋贸易需要冒很大风险,因此用 Venture 特指企业创业这种冒险行为。Venture 不仅有冒险的含义,同时具有了企业的含义,如合资企业称为 Joint Venture,新创企业为 a New Venture。“Adventure Capital”单纯表示“冒险资本”,又称天使资本(Angel Capital),提供者通常是极其富有的个人,他们从事种子期投资主要是为了体验冒险激情,又被称为“娱乐型投资者”(Recreational Investor)。

“Risk”表示客观存在的风险,如风险分析(Risk Analysis)。从投资风险的角度可以将所有投资分为风险投资(Risk Investment)与安全投资(Security Investment)两大类。前者指未作置留与抵押担保的投资,收益具有不确定性,如企业普通股;后者指已作置留与抵押担保的投资,收益具有确定性,如担保债券。因为创业投资通常很难得到抵押担保,所投资的创业企业具有极大的不确定性,所以是一种风险极高的投资(High Risk Investment)。但这种投资的高风险与股票、期货等投资的高风险显然具有本质上的区别。

因此,从概念体系上讲,风险投资应当与安全投资(非风险投资)相对应,而创业投资应当与非创业投资相对应。应当说,创业投资不同于房地产、股票等系统风险投资,而属于非系统风险投资。它的“风险(Venture)”有特定含义。创业投资的技术应该是创新的,投资经营人才是专业化的,投资过程具有高风险,而一旦成功具有高回报。因而创业投资的“风险”不是投机性风险,而是一个非系统风险。风险不是创业投资的立足点,是不得不面对的现实。

在使用风险投资(实际指创业投资)的称法时,由于这一概念是从国外引进的,在引用时常常产生望文生义的现象。不少人

简单地理解“风险投资就是高风险的投资，股票投资、期货投资和外汇投资自然都是风险投资”。1994年出版的我国台湾许烺光先生的畅销书专著《风险投资分析》，实际上全是股票操作技巧分析。有人把风险投资与投资风险混淆在一起，把所有的风险研究都归于创业投资的研究领域，如从运筹学、控制论和概率论等方面开展的风险定量研究，工程项目可行性研究，国际汇率风险、利率风险、环境风险等，这是对创业投资概念的误解。还有人将创业投资界定为“将资金投向蕴涵着失败危险的风险领域的一种投资行为，高风险、高收益”，将风险当做投资目的，得出“不立足于风险就不是风险投资”的结论。

由此可见，将创业资本（Venture Capital）与风险资本（Risk Capital）加以严格区分有助于准确把握不同概念的真实含义。创业资本则特指投资于创业企业的资本形态，与非创业资本（Non-venture capital）即投资于成熟企业的资本形态相对应。未作置留或抵押担保的风险资本，与已作置留或抵押担保的安全资本（Security Capital）相对应。否则很难将投资学中的创业管理（Venture Management）与货币银行学中的风险管理（Risk Management）概念区分开。

基于上述分析和考虑，作者认为创业投资的名称更符合 Venture Capital 的本意，风险投资没有表达出 Venture Capital 的真正内涵。从实践中看，新加坡和我国台湾、香港地区在 20 世纪 80 年代掀起风险投资高潮时期，均使用创业投资的概念。我国在 20 世纪 80 年代开始进行有关理论研究和实践活动的过程中，也使用创业投资一词，避免了许多误解和争执。从投资学理论和实践两方面来看，Venture Capital 称为创业投资更准确。

创业投资与商业银行贷款有很大不同。由于创业资本的投资对象主要集中于进行新技术开发和处于拓展市场阶段的高成长企业，投资方式与众不同，创业投资与传统的银行融资有很大区

别，主要表现在：

（一）投资对象审核

一般来说，银行在风险和收益的平衡中，更注重风险大小，其传统现金流量评估方法以企业是否具有还本付息能力作为项目选择标准，投资审查重点放在财务分析与物质保证方面，考核指标主要是实物资产，可以货币计量，强调对方信誉和自身资产安全；讲求贷款的安全性、流动性。而创业投资偏爱高风险项目，追逐高风险后隐藏的高收益，志在管理风险，考核的主要是被投资企业的管理队伍是否具有管理水平和企业精神；创业投资企业无形资产，即智力和科技成果的先进性和适应性，管理水平和技术先进性无法用货币计量。在对待风险上，银行力求回避风险，而创业资本甘冒风险。

（二）投资及支付方式

银行主要采用贷款形式，投入的是借贷资金，无论属流动资金贷款还是固定资产贷款，都有一定的偿还期，并以利息收入为主。而创业投资主要以购买股份的形式，属于股权投资，且投资没有固定偿还期，尤其在投资的前期，只有现金流出，没有现金流入，在创业企业取得完全成功之后，创业投资公司才能按股份取得利润收入。在支付上，银行通常一次性确定融资额，在额度较大的情况下，分期支付。而创业资本则根据创业投资企业的发展，分段追加投资和支付款项，这主要是由创业投资企业的生命周期所决定的。

（三）与投资企业的关系

银行贷款看到的是企业现状，是现有的有利状况和偿债能力。而创业投资着眼于未来，看中的是企业未来的收益和高速增长潜力。银行在要求抵押和担保的情况下，一般不直接过问公司经营，只关心投资的收回和所得利息。创业投资公司在投资后，要参与公司的一切活动，如提供咨询、建议，进行财务和人事管

理等。在创业投资过程中，创业家和投资家必须密切合作和充分信任，以保证投资计划顺利进行，二者是共担风险、患难与共的关系。创业投资通过投资家评估技术的眼光和对金融及市场行情的精通，帮助企业制定发展规划、提供咨询服务，并直接参与管理，将有发展潜力的创业计划和充裕的资本有机结合，促成创业投资企业的成长，实现资源优化配置和优势互补，最终形成经济上的高效益。

（四）投资和撤资时机

银行是在有关公司的技术、产品市场、管理等方面较为成熟时提供融资，根据约定的期限收回投资，也可在对象企业经营状况不好时撤回投资。而创业投资公司可能是在创业投资企业最困难的时候开始投资（比如对新创企业、处于破产边缘的企业及资金周转不灵的企业的投资），此时创业投资企业的技术虽有潜力，但还不太成熟，有待进一步开发。市场只是潜在的，有待开拓。创业投资的收回是在创业企业获得成功之后，撤资的形式主要是股权转让。

值得注意的是，我国许多人在高科技与创业投资之间产生误区。创业投资常被誉为高科技的发动机。在经济发展过程中，创业投资在促进高科技产业方面起了举足轻重的作用，这种密切关系导致一些人认为只有高科技企业才与创业投资相关。事实上，创业投资不完全投向高科技企业。创业投资对高科技的兴趣不是高科技本身，而是高科技所能带来的巨大利润。任何一个企业无论其高科技含量高低，只要能赚到高额利润，都是创业投资的潜在投资对象。如服务业、咨询业等都可以通过创新创造超额利润，而这种创新不一定都具有高科技含量，但都可以作为创业投资的对象。据美国商业部统计，第二次世界大战以来 95% 的发明创造来自中小企业，其中不少是高科技企业，也有与高科技相关的、为高科技服务的企业。创业投资之所以

往往与高科技相结合,是因为高科技往往能够形成自然障碍,使其他竞争对手不易进入市场,而这种障碍使创业投资家在短期内可获取超额利润。

由于对高科技与创业投资关系的误解,我国一些高科技企业在自己的商务计划中,在与创业投资公司的谈判过程中出现一种错误倾向,即过多地强调自己项目的科技含量、科技发明的重要性,忽视了市场潜力。事实上,市场潜力才是创业投资家更关注的,他们关注的是科技含量如何能带来巨大的有发展潜力的市场。发展高科技固然是我国经济发展的长久大计,有可能带来高额利润,但在我国第三产业发展滞后的情况下,开发多种服务行业,往往也可以在创造大批就业机会、刺激经济发展的同时,使企业获得高速成长。这些领域完全可能成为创业投资优先选择的领域之一。

二、创业投资的定义

从世界范围来看,创业投资实践已有半个世纪的历史,但国内外对这一概念并无一个统一的定义。不同学者对创业投资概念在理解上的差别决定了他们对创业投资所作出的定义有明显不同的概述,对创业投资所下的定义差别很大。国际上一些权威机构也先后给出过创业投资的定义。根据这些定义的严格程度,我认为大致可以归结为三类:

(一) 宽泛型定义

美国学者林德(Rind, 1981)的定义几乎涵盖了各种投资活动。他认为,投资者进行下列投资活动时,即已构成创业投资行为:创立新事业或挽救、扩充现有的事业;投资于高风险、高利润的地方;进行投资之前,需要详细分析调查工作;使用各种不同投资工具于不同的投资活动上;进行长期投资;直接参与投资事业的经营,为所加入的投资计划提供更多的附加价值;力图使

资本最大化，创业投资者的报酬来自于投资事业成功经营后的资本利得。这是一个最为宽泛的定义，涵盖了多种类型的投资。英国学者高勒（Gonenc）的解释也较为广泛，他对创业投资的解释，是指投资者寻找具有高利润、发展潜力大，同时风险性亦高的投资机会。

（二）一般型定义

美国经济学家道格拉斯·格林沃德（Douglas Greenwood, 1982）主编的《经济学百科全书》对创业投资的定义认为，创业投资就是准备冒风险的资金，它是准备为一个有迅速发展潜力的新公司或新发展的产品经受最初风险的资金，而不是用来购置与这一公司或产品有关的各种资产的。这个定义接近冒险投资（adventure capital）的定义，即种子期或初创期的创业投资，只是创业投资的一种。由于冒险资本与创业资本运作理念完全不同，英美等国对它们有严格区分。Greenwood认为风险性资金是股东将盈余转投资，或增资募集所得的资本，投资于新发展的事业，风险性资金所拟投资的对象是一般投资者或银行等传统金融机构所不愿提供资金的一些高度风险之企业。美国学者凯利（Kelly, 1975）将创业资本视为资本投资者将资金投入高风险企业所进行的理论决策行为。创业资本与一般投资行为的差异，在于所使用的分析技术与面临的风险程度有所不同。这种定义没有考虑到创业投资对创业企业实施管理的含义。

美国《企业管理百科全书》从创业投资的资金来源渠道方面给出的定义是：“投向不能从传统来源，诸如股票市场、银行或与银行相似的单位（如租赁公司或商业经纪人）获得资本的工商企业的投资。”50年前哈佛商学院把创业投资定义为向年轻公司或新公司的投资，后来美国、加拿大以外的一些国家和地区将所有投向私人公司的股权投资均定义为创业投资。考虑到这些私人公司并非全部是科技含量较高的公司，因此这一概念也不够严