

中国风险投资市场
体系研究

焦方义 刘春燕 主编

黑龙江人民出版社

序

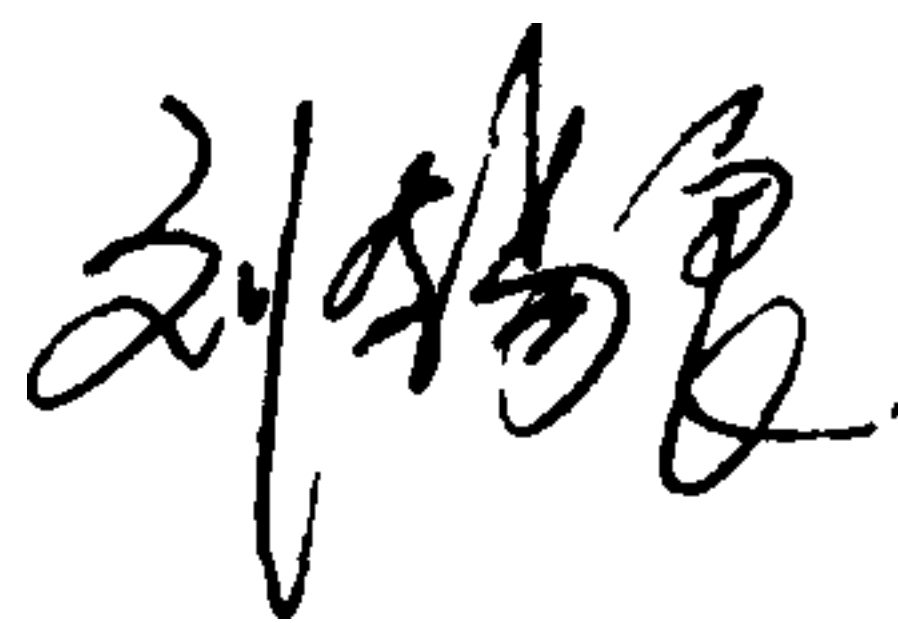
风险投资体系是资本市场的重要组成部分，是成熟金融市场不可缺少的内容。风险投资市场在市场功能、服务定位、运作程序等方面均有别于金融市场体系的其他构成部分，具有不可替代性。

当前正在以结构调整为主线，解决制约经济发展的深层次问题，把大力发展民营经济，促进中小企业的发展提到议程上来，完善风险投资市场对于解决中小企业融资难的问题具有重要作用，能够弥补其他融资手段的不足。

由焦方义教授、刘春燕主编的《中国风险投资市场体系研究》一书与读者见面了，通读这部书感觉有以下几个特点：第一，把风险投资市场作为一个完整体系，进行系统研究。这一研究视角有创新性，便于从总体上把握风险投资各环节的相互关系，有利于深入揭示风险投资活动的内在规律。第二，深入阐述了高新技术产业化是一个充满风险的过程，银行间接融资受到安全性、流动性、盈利性限制，不宜满足高新技术产业发展的资金需求。由于风险投资具有高风险、高收益特点，正好能够满足高新技术产业发展的需求，对促进中小型科技企业的发展有独到作用。第三，理论与案例分析相结合。焦方义教授的这部新作对中国风险投资市场体系进行了系统的、全面的理论阐述，又精选了国内外风险投资领域的经典案例，读者通过案例的学习能够体会到风险投资的实际价值及在金融体系中的独特魅力。通过总结风险投资成功与失败的经验教训能够对发展我国的风险投资事业起指导和借鉴作用。

第四，宏观与微观相结合，既从全国的视角阐述建立和完善风险投资市场体系问题，又具体解剖一个省区风险投资发展的具体情况，从局部和全局相统一的角度探讨风险投资问题。

风险投资在我国仍属于新生事物，风险投资理论研究刚刚起步，风险投资实践也刚刚开始。我国风险投资公司多数成立于20世纪末，多数风险投资项目投入时间不长，评论成败为时尚早，因此也限制了这部著作对中国风险投资项目的案例分析。希望有更多的理论工作者和实际工作者投身于中国的风险投资事业中，为建立和完善中国的风险投资市场做贡献。

A handwritten signature in black ink, appearing to read '刘勇' (Liu Yong), written in a cursive style.

2003年12月

前 言

美国经济20世纪80年代开始的突飞猛进的增长，是与风险资本分不开的，风险资本使一大批新兴技术企业取得了可贵的发展机遇并最终走向了资本市场，这是不争的事实。美国麻省理工学院的安德森教授曾经说过：“风险资本就是新经济，没有风险资本就没有新经济。”知识经济时代，高新技术产业成为国民经济的支柱和龙头，一个国家高新技术产业的发展水平，是衡量其经济实力强弱的重要标志。风险投资正是发展高新技术产业的孵化器和助推器。没有风险投资，就没有高新技术产业化，也就没有知识经济时代的到来。所以加速发展我国的风险投资刻不容缓。我国正处于从农业经济向工业经济过渡的进程之中，知识经济尚处于萌芽阶段，我们必须抓住机遇，通过大力发展风险投资业，促进广大高科技中小企业的发展和壮大，从而顺利实现产业的升级和国民经济的快速有效发展。

自从1998年中国民建中央向全国政协提交“尽快发展中国风险投资事业”的“一号提案”之后，中国风险投资业发展迅速，但由于中国国情特殊，风险投资尚处于起步阶段，存在着诸多的障碍和缺陷，导致了风险投资的成功率偏低（平均不到5%，美国平均20%~30%）。为了促进风险投资业快速、健康、持续发展，理论的研究必须走在实践的前头并为实践做出引导，这是作为一个经济学者的责任和努力的方向，也是作者写这本书的意图所在。

在这本书中我们将建立中国的风险投资市场体系作为终极的

目标，并为实现这一目标提出了众多的政策建议。全书由理论到实践、由面到点、由反到正、由特殊到一般，力争做到全面而有重点，在普遍联系的同时主线清晰。全书分为四大部分，即理论综述、宏观研究、地区发展、典型案例精选。理论综述主要对风险投资、高科技产业二者之间的关系等有关理论问题作了详细的分析；宏观研究则从整体上介绍了我国风险投资发展的历程和现状，在此基础上发现问题并力争解决问题；地区发展运用比较研究的方法，首先介绍了我国发达地区如上海、北京、深圳等地的风险投资发展现状，然后对比研究了这些地区与较落后地区——黑龙江的差距，希望借此为后来者指出一条快速发展的道路；典型案例精选，是在分析成功与失败的过程中，进一步总结经验，最终实现由具体到抽象再到具体的辩证思维。

本书在写作过程中参阅了大量同类著作和有关资料，在此对有关作者一并表示感谢。由于投资活动与国家的宏观经济政策、税收政策、价格政策、外贸政策有密切的联系，随着我国改革事业的不断发展，风险投资的理论、方法和指标体系还有待进一步的完善，因作者学识有限，本书内容存在的各种不足欢迎读者批评指正。

作 者

2003年8月于黑龙江大学

目 录

序 / 1
前言 / 1

第一篇 理论综述

第一章	风险投资及风险投资市场体系 / 3
第一节	风险投资概述 / 3
第二节	风险投资的产生及历史背景 / 12
第三节	风险投资市场体系的构成 / 18
第四节	风险投资的过程及运作程序 / 21
第五节	风险投资的风险分析 / 27
第六节	风险投资选择项目的关键因素分析 / 34
第二章	高新技术产业 / 40
第一节	高新技术的概念及发展状况 / 40
第二节	高新技术产业化的过程 / 47
第三节	高新技术产业中风险企业与风险投资家的关系 / 51
第四节	高新技术产业中知识产权与风险投资的关系 / 54
第五节	高新技术产业的融资运作分析 / 56
第六节	高新技术产业的风险分析 / 59
第三章	高新技术与风险投资的互动 / 66
第一节	风险投资对科技成果转化的作用分析 / 66
第二节	高新技术产业发展风险投资的必要性 / 72

第三节 风险投资是高新技术产业
发展的催化剂和推进器 / 76

第二篇 宏观研究

第四章 我国风险投资市场发展现状及定位 / 81

第一节 我国风险投资市场的现状及问题 / 81

第二节 我国风险投资参与者角色与定位 / 94

第三节 我国风险投资市场体系功能的合理定位 / 104

第五章 我国风险投资市场体系的可行性与必要性研究 / 107

第一节 我国建立风险投资市场体系的必要性 / 107

第二节 我国建立风险投资市场体系的可行性 / 110

第六章 我国风险投资市场体系的构建与完善 / 119

第一节 设立风险投资基金 / 120

第二节 借鉴国外经验改进风险投资公司的组织形式 / 124

第三节 与国际接轨建立风险投资的运行机制 / 128

第四节 交易设计 / 136

第五节 风险投资运行的外部环境及宏观体制改革 / 144

第六节 建立风险投资项目的风险定量分析指标体系 / 154

第七节 完善风险投资项目的风险防范和化解机制 / 158

第三篇 地区发展

第七章 深圳、上海、北京风险投资发展现状 / 163

第一节 深圳风险投资发展现状 / 163

第二节 上海风险投资发展现状 / 166

第三节 北京风险投资发展现状 / 169

第八章 黑龙江省与北京、深圳、上海三个城市
风险投资发展状况的比较研究 / 172

第一节	规模和发展水平比较 / 173
第二节	风险资本构成比较 / 175
第三节	组织形式和管理方式比较 / 176
第四节	政策措施比较 / 177
第五节	可供借鉴之处 / 180
第九章	黑龙江省高科技产业与科技风险投资业 发展现状与存在的问题 / 185
第一节	黑龙江省高新技术产业的发展 / 185
第二节	黑龙江省风险投资市场发展现状 / 187
第三节	高新技术产业发展风险投资业存在的主要问题 / 196
第四节	黑龙江省风险投资市场存在的主要问题 / 200
第五节	加快发展黑龙江省高技术产业风险投资的 主要措施和建议 / 207

第四篇 典型案例精选

第十章	国内成功案例精选 / 215
第一节	金蝶公司 / 215
第二节	亚信公司 / 219
第三节	四通利方 / 228
第四节	爱特信公司 / 231
第十一章	国外案例精选 / 237
第一节	数字设备公司 / 237
第二节	苹果电脑 / 239
第三节	Yahoo! / 248
第四节	普特科技公司 / 252
第五节	Flomerics公司 / 260
第十二章	失败案例精选 / 265

- 第一节 中创公司 / 265
- 第二节 前导软件公司 / 272
- 第三节 大鹏证券 / 279
- 第四节 瀛海威 / 286

附 录

- 附录1 中华人民共和国促进科技成果转化法 / 301
- 附录2 中共中央国务院关于加强技术创新，发展高科技，
实现产业化的决定 / 309
- 附录3 外商投资创业投资企业管理规定 / 322
- 附录4 国家级创业服务中心 / 337
- 附录5 中国创业投资大事记 / 338
- 参考文献 / 344
- 后 记 / 348

第一篇 理论综述

进入知识经济时代的今天，风险投资在推动高新技术产业化方面具有十分重要的作用。为了支持科技发展和知识创新，加快科技成果的市场化、产业化步伐，大力发展我国高新技术产业，我国政府正在致力于发展我国的风险投资，以谋求新的经济增长点。但是，由于我国风险投资起步较晚，金融市场不发达，资本市场发展滞后、法律法规不健全等客观原因，加之在对风险投资市场体系功能定位等方面存在一定问题，使我国的风险资本运营带有明显的政府主导的色彩，从而严重阻碍了风险投资业的发展。因此，在这种大环境下，结合我国的国情去正确地认识和理解风险投资的内涵，结合地域、资源、产业的优势为我国的风险投资市场体系定好位，以及结合我国经济的发展特点制定风险投资市场体系的构建方案，具有重要的理论价值和现实意义。在这一过程中，政府既不能成为风险资本的主要供给渠道，更不能成为风险资本的经营管理者，应采取“支持而不控股，引导而不干涉”的态度，扮演启动者、引路人、裁判员的角色，从而建立起机制健全、管理规范、运作有序的风险投资市场体系，大力发展我国的风险投资事业。

第一章 风险投资及风险投资市场体系

第一节 风险投资概述

一、风险投资的相关概念

在研究风险投资市场体系之前，首先要明确几个相关的概念，尤其是风险投资的实践尽管已有半个世纪的历史，但迄今为止国内外并无对风险投资的统一定义，现将比较有代表性的概念解释总结归纳如下：

1. 风险 (Venture or Risk) 是指损益结局具有不确定性的活动。在英文中通常用Venture来描述“商业冒险”或“投机活动”，这些风险活动若成功则会获得高收益，若失败则会遭到重大损失，但是收益还是损失具有较强的不确定性。人们对风险估计通常包括：(1) 风险发生的机率即风险活动失败的概率；(2) 失败后所造成的损失；(3) 成功后会获得的利益；(4) 失败或成功的环境与条件。由风险一词，引出了“风险投资”、“风险决策”、“风险资本”、“风险资本市场”、“风险技术”、“风险企业”及“风险投资支持系统”等许多相关的概念。略加解释如下。

2. 风险投资的英语原文是“Venture Capital”，也译作“创业投资”，但为突出其高风险的特性，学术界多用“风险投资”或“风险资本”这一译法。广义的风险投资概念，应包括对一切开拓性、创新性经济活动的资金投放。狭义的风险投资几乎已成为专指与高新

技术产业有关的投资活动。目前比较有影响力的定义有以下几种：

(1) 美国风险投资协会 (NVCA)：风险投资是由职业金融家 (专业投资者) 投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。其本质内涵是“投资于创业风险企业，并通过资本经营、服务培育和辅导风险企业创业，以期分享其高成长带来的长期资本增值”。

(2) 欧洲投资银行：风险投资是为形成和建立专门从事某种新思想或新技术生产的中小型公司而进行的股份形式承诺的投资。

(3) 经济合作与发展组织 (OECD)：曾经对风险投资有过三种不同的表述：

风险投资是投资于以高科技和知识为基础，生产与经营技术密集型的创新产品或服务的投资；

风险投资是专门购买在新思想和新技术方面独具特色的中小企业的股份，并促进这些中小企业的形成和创立的投资；

风险投资是一种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。

(4) 成思危“一号提案”的定义：

所谓风险投资，是指把资金投向蕴藏着较大失败危险的高新技术开发领域，以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为。其实质是通过投资于一个高风险、高回报的项目群，将其中成功的项目进行出售或上市，实现所有者权益的变现 (蜕资)，从而不仅弥补失败项目的损失，还可以使投资者获得高额回报。这一定义全面地阐述了风险投资的操作程序和运作方式，目前被广泛接受。

3. 风险决策 (Venture Decision) 是在多种不确定因素作用下，对两个以上的行动方案进行选择，由于有不确定因素存在，故行动方案的实施结果其损益值是不能预先确定的。“多种不确定因素”在

学术名词上常称为“自然状态”（State of Nature）。风险决策可分为两类：若自然状态的统计特性（主要指概率分布）是可知的，则称为概率型决策；若自然状态的统计特性不知道，则称为不确定型决策。对不成熟的高新技术产业所进行的风险投资决策，有些属于不确定型决策，而有些则属于概率型决策。

4. 风险资本（Venture Capital）是指准备用于进行风险投资的资金；是在企业的初创或者早期扩张阶段投入，而又在企业成长起来之后（一般以上市为标志）退出的长期资本；是一种由职业金融家向新的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业或产业（一般属于高科技性质）投入权益资本的行为。它的基本特征是：创业特征、长期特征、冒险特征。在不同国家或不同地区或在同一地区的不同发展阶段，风险资本的来源不同，有的来自政府、有的来自银行、有的来自大公司、有的来自民间的私人资本等等。

5. 风险技术（Venture Technique）多指研发中尚未成熟的高新技术。但在许多发展中国家，由于技术相对落后，许多在发达国家已成熟的技术在它那里还是空白，而发达国家又对之高度保密，在此情况下，发展中国家常把“别人已掌握但自己尚未掌握的技术”也看成尚未成熟的高新技术。因此，“风险技术”的含义在发展程度不同的国家里稍有不同。例如，生产手机的技术，在美国已是成熟的技术，而在中国却还属于不成熟的高新技术。

6. 风险企业（Venture Enterprise）是指风险投资的投资对象，通常称为“高新技术企业”，但确切地说“高新技术企业”不能等同于“风险企业”。风险企业是指正在研究开发不成熟的高新技术产品的企业，其成功与否尚未明确，其前途还在风雨飘摇之中。

7. 风险资本市场（Venture Capital Market）是一个与一般资本市场相对应的概念，是资本市场中一个具有较大风险的子市场。一般资本市场是政府和较为成熟的大中型企业筹集长期资本的市

场，它包括了通常意义上的证券市场、私人股份融资市场和项目融资市场等。而风险资本市场则是处于发育成长早期的对新生高新技术企业进行股份融资的市场。从市场的开放程度和所参与企业的发展阶段来划分，风险资本市场包含了三个子市场，它们是：非正式的私人风险投资市场（Informal Business Angel）、风险资本（Venture Capital）和专门为中小高成长性企业设立的证券市场（Small Stock Market）

8. 风险投资支持系统（Support System of Venture Investment）是支持风险投资活动使之能发挥良好作用的若干主要因素（要素）及它们之间的协同作用所构成的有机整体。这些要素及它们的协同作用如下：风险投资公司（或基金会、担保公司、银行风险融资部等），它以某种方式集资并将之投向风险企业。风险企业（包括正在研究开发高新技术产品的研究机构等）在获得资金支持之后，必须在技术、生产工艺、市场开拓方面做出成果。风险资本市场，这是风险资本集聚、流通和产权交易的场所，它能使风险资本不断循环增值，既能使投资者获得回报，又能使新的风险企业获得资金支持。若不能形成流通市场，则风险资本只能进入而不能退出，就发挥不了 $1+1 > 2$ 的作用。

二、风险投资的要素

1. 风险资本

风险资本是指由专业投资人提供的投向快速成长并且具有很大升值潜力的新兴公司的一种资本。风险资本通过购买股权、提供贷款或既购买股权又提供贷款的方式进入这些企业。风险资本的来源因时因国而异。在美国，1978年全部风险资本中个人和家庭资金占32%；其次是国外资金，占18%；再次是保险公司资金、年金和大产业公司资金，分别占16%、15%和10%。到了1988年，

年金比重迅速上升，占了全部风险资本的46%；其次是国外资金、捐赠和公共基金以及大公司产业资金，分别占14%、12%和11%，个人和家庭资金占的比重大幅下降，只占到了8%。与美国不同，欧洲国家的风险资本主要来源于银行、保险公司和年金，分别占全部风险资本的31%、14%和13%，其中，银行是欧洲风险资本最主要的来源，而个人和家庭资金只占到2%。而在日本，风险资本主要来源于金融机构和大公司资金，分别占36%和37%。其次是国外资金和证券公司资金，各占10%，而个人与家庭资金也只占到7%。按投资方式分，风险资本分为直接投资资金和担保资金两类。前者以购买股权的方式进入被投资企业，多为私人资本；而后者以提供融资担保的方式对被投资企业进行扶助，并且多为政府资金。

2. 风险投资人

风险投资人是风险资本的运作者，它是风险投资流程的中心环节，其工作职能是：辨认、发现机会；筛选投资项目；决定投资；促进风险企业迅速成长、退出。资金经由风险投资公司的筛选，流向风险企业，取得收益后，再经风险投资公司回流至投资者。风险投资人大体可分为以下四类：

第一类是风险资本家 (Adventure Capitalists)。他们是向其它企业家投资的企业家，与其它风险投资人一样，他们通过投资来获得利润。但不同的是风险资本家所投出的资本全部归其自身所有，而不是受托管理的资本。

第二类是风险投资公司 (Venture Capital Firm)。风险投资公司的种类有很多种，但是大部分公司通过风险投资基金来进行投资（风险投资公司除通过设立风险投资基金筹集风险资本外，同时也直接向投资人募集资本，公司本身也采用有限合伙制形式，投资人成为公司的有限合伙人，公司经理人员成为公司的一般合伙人），

这些基金一般以有限合伙制为组织形式（虽然有限合伙制 [LP] 是主要组织形式，近年来美国税法也允许选用有限责任合伙制 [LLPs] 和有限责任公司 [LLCs] 形式作为风险投资公司另一种可选组织形式）。

第三类是产业附属投资公司（Corporate Venture Investors/Direct Investors）。这类投资公司往往是一些非金融性实业公司下属的独立的风险投资机构，他们代表母公司的利益进行投资。和专业基金一样，这类投资人通常主要将资金投向一些特定的行业。和传统风险投资一样，产业附属投资公司也同样要对被投资企业递交的投资建议书进行评估，深入企业作尽职调查并期待得到较高的回报。

第四类是天使投资人（Angels）。这类投资人通常投资于非常年轻的公司以帮助这些公司迅速启动。在风险投资领域，“天使”这个词指的是企业家的第一批投资人，这些投资人在公司产品 and 业务成型之前就把资金投入进来。天使投资人通常是创业企业家的朋友、亲戚或商业伙伴，由于他们对该企业家的能力和创意深信不疑，因而愿意在业务还没开展起来之前就向该企业家投入大笔资金。

3. 投资目的

风险投资虽然是一种股权投资，但投资的目的并不是为了获得企业的所有权，不是为了控股，更不是为了经营企业，而是通过投资和提供增值服务把投资企业作大，然后通过公开上市（IPO）、兼并收购或其它方式退出，在产权流动中实现投资回报。

4. 投资期限

风险投资人帮助企业成长，但他们最终寻求渠道将投资撤出，以实现增殖。风险资本从投入被投资企业起到撤出投资为止所间隔的时间长短就称为风险投资的投资期限。作为股权投资的一