

学校编码: 10384
学 号: K0121037

分类号 _____ 密级 _____
UDC _____

学 位 论 文

完善我国风险投资的运行环境
--- 兼论国家开发银行进入风险投资领域的可行性

刘 慧 英

指导教师姓名: 邱华炳 教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2002 年 8 月

论文答辩日期: 2002 年 9 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2002 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2002 年 8 月

内容摘要

随着高科技产业尤其是 IT 产业的兴起，风险投资已成为一个被人们谈论越来越多的话题。风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。从国外的经验看，二十世纪九十年代中期，风险投资成为一些国家高科技产业化的驱动器。在欧美发达国家，风险投资是高科技公司发展过程中最有力的融资渠道之一，对经济产生了巨大的影响，尤其推动了高科技成果的转化。在我国发展风险投资事业不仅有长远的战略意义，也有重大的现实意义。我国目前每年有科技成果约 3 万项，但形成产品的只有 20%左右，而实现产业化的只有约 5%。科技对经济的贡献率维持在 32%左右，而发达国家达到 60%-80%，除了技术上的原因外，缺乏资金的支持也是一个重要的原因。发展我国的风险投资事业有利于集中社会上大量的闲散资金，有效运用巨额的居民储蓄，有利于缓解民营高科技企业的融资困境，有利于改善我国高科技成果的产业化过程，迅速形成现实生产力。通过风险投资来发展高新技术产业，不仅可以开辟新的经济增长点，刺激需求和就业，而且还可以占领一些技术制高点，提高我国企业的国际竞争力。因此发展风险投资，开拓资本市场与高科技之间的通道，是发展我国经济增强我国综合国力的有效途径，在我国是一项大有可为的事业。

由于经济发展阶段的原因，国外的新兴中小企业往往与技术创新密切相关，因此，国外的风险投资在很大程度上与技术创新、高新技术发展和科技成果转化联系在一起。我国目前处于经济发展程度比较低的阶段，技术型企业在新兴企业中的比重比发达国家低，风险投资并不必然表现为技术创新投资，更不必然表现为高新技术成果转化投资。但由于我国是一个发展中的大国经济，无论从国民经济持续稳定、快速发展

和战略“赶超”角度考虑，技术创新尤其是自主创新体系的形成至关重要。为了促进创新成果的及时转化，风险投资必不可少。因此中国的风险投资把全面面向新兴中小企业作为重点扶持的对象之一，把促进高技术、新技术和一般适用技术产业发展、加速科技成果转化、加快技术进步、贯彻“科教兴国”方针作为风险投资的一个重要历史使命。

我国的风险投资经过十几年的发展仍处于起步阶段，还存在着诸多阻碍其发展的因素，只有在完善外部运行环境的条件下，风险投资才可能真正成为促进我国“经济增长的发动机”和“企业的孵化器”。

本文分为四个部分：

第一部分是风险投资的一般性介绍，从四个不同的来源指出风险投资的定义，并提出作者的观点。风险投资具有高风险、高收益、流动程度低的特点。由于是一种股权投资，因而风险投资具有很强的参与性和风险资本的再循环性。

第二部分介绍了风险投资最成功的国家——美国的经验以及日本风险投资不发达的原因，我国风险投资的发展阶段以及目前存在的问题。

第三部分是文章的重点，提出完善我国风险投资运行环境的对策，如明确政府在风险投资中的作用、建立风险投资保险制度、健全市场机制、完善相应的法律法规、强化中介服务体系等。

第四部分论证在外部运行环境完善的条件下，国家开发银行进入风险投资领域的可行性，开行兼具政策性和金融性，从事风险投资业务具有得天独厚的优势。

[关键词] 完善 风险投资 运行环境

目录

序言.....	5
第一部分：风险投资的特点及作用.....	6
一、风险投资的定义.....	6
二、风险投资的特点.....	7
（一）高风险、高收益.....	7
（二）低流动性.....	8
（三）风险投资具有很强的参与性.....	8
（四）风险资本的再循环性.....	8
三、风险投资的作用.....	8
（一）风险投资是高科技产业化的助推器.....	9
（二）风险投资为中小企业开辟了新的融资渠道.....	9
（三）风险投资有利于提高全社会资源的利用效率.....	10
第二部分：我国风险投资面临的问题和国外经验借鉴.....	11
一、美国风险投资的成功经验.....	11
（一）发展阶段.....	11
（二）成功的经验及其借鉴.....	13
二、日本风险投资的发展状况.....	15
（一）发展阶段.....	15
（二）日本风险投资的特点.....	16
三、我国风险投资的发展阶段.....	17
四、目前我国风险投资存在的问题.....	18
（一）投资主体单一.....	18
（二）运行机制不规范.....	19
（三）相关的法律法规不健全.....	19

（四）缺乏有效的退出机制	19
第三部分：完善我国风险投资的运行环境.....	21
一、明确政府在风险投资中的作用.....	21
二、风险的防范及化解措施 建立风险投资保险制度.....	23
三、完善相应的法律法规.....	28
四、健全市场机制.....	30
五、强化风险投资的中介服务体系.....	33
第四部分：国家开发银行进入风险投资领域的可行性分析.....	37
一、国家开发银行进入风险投资领域的必要性及优势.....	37
二、目前国家开发银行对高科技企业的支持.....	40
三、设立西部开发风险投资基金的设想.....	41
参考文献.....	46
后记.....	48

序言

1、问题的提出：

二十世纪九十年代中期，在欧美发达国家，风险投资是高科技公司发展过程中最有力的融资渠道之一，以风险投资为背景的高科技企业成为国民经济中极为主要的组成部分，尤其是作为风险投资发源地的美国，风险投资相当成功，对经济产生了深刻的影响，推动了高科技成果的转化，对产业结构的优化起了不可忽视的关键作用。在我国，政府有关部门、学术界、投资界、产业界都在从不同的角度研究和探索风险投资的理论和实践问题，发表自己的见解，为我国风险投资事业的发展贡献自己的力量。

去年笔者所在的分行为西安高新技术产业风险投资公司发放了一笔打捆贷款以支持高新技术企业的发展，笔者认为这是国家开发银行涉足风险投资领域的有益尝试。由此想到了构思一篇有关风险投资的论文。经过了近一年的查阅资料、听相关的讲座、和同学同事探讨、向导师请教，完成了初稿，导师邱华炳院长从我的论文提纲到初稿、最终定稿都提出了许多有益的指导意见。在学习了关于风险投资的重要论著后，尤其认真阅读了近年各期国内风险投资的杂志《科学投资》，笔者对风险投资有了更加深刻的理解，从而根据工作实际，根据我行的政策性银行的属性也提出了一些看法，只是一种设想，在当前外部条件还不具备尤其是相关的法律法规还未完善的情况下，实施的时机还不成熟，但这必然是一种发展方向。

2、研究方法：

在论文的写作过程中，根据我所在分行的实际业务操作，也向其他分行的业务经办人员请教，具体的案例是真实可信的，且具有一定的代表性。

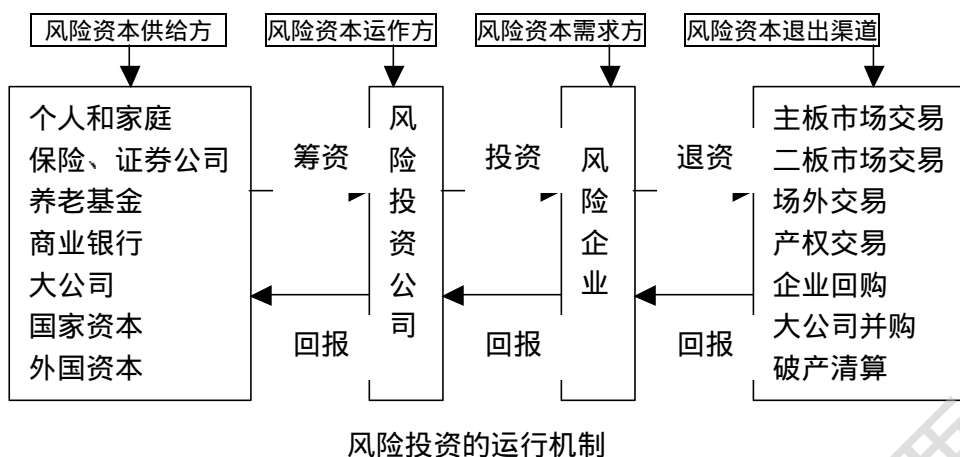
第一部分、风险投资的特点及作用

一、风险投资的定义

风险投资（Venture Capital）在我国也译为创业投资，目前并无准确的定义。根据美国全美风险投资协会的定义，风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本；根据欧洲风险投资协会的定义，风险投资是一种由专门的投资公司向具有巨大发展潜力的成长型、扩张型、重组型的未上市企业提供资金并辅之以参与管理的行为；联合国经济合作和发展组织（OECD）的定义则更为宽泛，即凡是以高科技与知识为基础，生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资，都可视为风险投资；而在我国根据《关于建立风险投资机制的若干意见》，风险投资是指向主要属于科技型的高成长性创业企业提供股权资本，并为其提供经营管理和咨询服务，以期在被投资企业发展成熟后，通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为。Venture Capital，笔者更赞同将它译为风险投资，因为在现阶段中国的投资业风险很大，尤其是将资金投向风险巨大前景难以预测的高科技企业。风险投资与银行传统业务不同，它是一种金融制度创新¹，既是融资投资的过程，又含有经营管理的内容，目的是通过股权转让获取高额回报。

风险投资的运行机制如下图所示：

¹ Vcchina 吴晓求 风险投资与金融制度创新



风险投资的运行机制

二、风险投资的特点

(一) 高风险、高收益

风险投资的高风险性是与其投资对象相联系的。传统投资的对象往往是成熟产品，具有较高的社会地位和信誉，因而风险很小；而风险投资的对象则是高技术中小企业的技术创新活动，它看重的是投资对象潜在的技术能力和市场潜力，因而具有很大的不确定性即风险性。这种风险表现为技术风险、市场风险、管理风险、政策风险、财务风险的组合，因此，一着不慎，就会满盘皆输。

与高风险联系的是高回报。风险投资公司的投资项目是由非常专业化的风险投资家，经过严格的程序选择而获得的，选择的投资对象是一些潜在市场规模大，高风险、高成长、高收益的新创企业或投资计划。其中，大多数的风险投资对象是处于信息技术、生物工程等高增长领域的高技术企业，这些企业一旦成功，就会为投资者带来少则几倍，多则几百倍甚至上千倍的投资收益；由于处于发展初期的小企业很难从银行等传统金融机构获得资金，风险投资家对它们投入的资金非常重要，因而，风险投资家也获得较多的股份；风险投资家丰富的管理经验弥补了一些创业家管理经验的不足，保证了企业能够迅速的取得成功；风险投资家会通过企业上市的方式，从成功的投资中退出，从而获得超额的资本利得的收益。

（二）低流动性

风险投资往往在风险企业创立之初就投入，直至公司股票上市之后，因而投资期较长，通常为 4—8 年。有关调查资料表明，风险投资企业平均用 30 个月实现收支平衡，用 75 个月恢复原始股本价值。正因为如此，人们将风险资本称为“有耐心和勇敢”的资金。

（三）风险投资具有很强的参与性

与传统信贷只提供资金而不介入企业或项目管理的方式不同，风险投资者在向高技术企业投入资金的同时，也参与企业或项目的经营管理，因而表现出很强的“参与性”。风险投资者一旦将资金投入高新技术风险企业，它与风险企业就结成了一种风险同担、利益共享的共生体。这种一荣俱荣、一损俱损的关系，要求风险投资者参与风险投资全过程的管理。从产品的开发到商业化生产，从机构的设置到人员的安排，从产品的上市到市场的开拓、企业形象的策划等，都离不开风险投资者的积极参与。这对于风险投资者自身的素质要求是十分高的，要求风险投资者不仅要有相当的高新知识，还必须掌握现代金融和管理知识，而且应当拥有丰富的社会经验。

（四）风险资本的再循环性

风险资本是以“投入—回报—再投入”的资金运行方式为特征的，而不是以时断时续的间断方式进行投资的。风险投资者在风险企业的创业阶段投入资金，一旦创业成功，他们即在证券市场上转让股权或抛售股票，收回资金并获得高额利润。风险资本退出风险企业后，并不会就此罢休，而是带着更大的投资能力和更大的雄心去寻求新的风险投资机会，使高新技术企业不断涌现，从而推进高科技产业化的进程，带来经济的繁荣。

三、风险投资的作用

风险投资通过加速科技成果向生产力的转化推动了高科技企业从

小到大，从弱到强的长足发展，进而带动了整个经济的蓬勃与兴旺。风险投资的这种重要历史作用已为越来越多的人所认识，人们把风险投资称为“经济增长的发动机”。

通常，一国经济结构，产业结构以及产品结构的调整总是从高新科技成果的商品化、产业化开始，而高新科技成果又大多被创新型中小企业所吸纳。因此，风险投资的基本功能就是为这类高科技成果应用型中小企业提供其创业和发展所必须的股权资本。

（一）风险投资是高科技产业化的助推器

风险投资是在高技术产业化的关键时刻，即中试或小批量生产阶段切入的，它填补了高科技产业化大生产阶段的银行贷款之间的空白，使高科技产业化的各个环节由于有了资金的承诺而成为可能。美国的计算机工业、微电子工业以及生物技术工业等高科技产业能得以迅速发展，风险投资在其中起到了十分重要的作用。

（二）风险投资为高科技中小企业开辟了新的融资渠道

融资渠道对于企业的发展十分重要，如果限制了企业的融资渠道，等于降低了企业的增长能力以及它与对手的竞争能力。传统的金融和资本市场对于中小企业尤其是高技术中小企业是有偏见的，这是由于：第一，与传统大企业的稳定市场相比较，高技术中小企业面临的是一个需要开拓的潜在市场；第二，与传统大企业稳定的现金流量相比，高技术中小企业的现金流量存在巨大的不确定性，往往不是巨大成功就是完全失败；第三，高技术中小企业在其成长初期一般既没有资产可供抵押，也很难找到合适的担保，同时往往还没有得到社会的承认。但是，从技术创新的角度来看，中小企业比大企业更有活力。欧洲的几份研究报告表明，小企业的人均技术创新数量，约为大企业的 2.5 倍。因此，在发达国家普遍出现了一种有趣的现象，即在大企业盈利下降、大量裁员的同时，中小企业却创造了越来越多的就业机会，并提供了越来越多的产

品和服务。风险投资以其特有的投资方式为中小企业尤其是高技术中小企业的成长与发展开辟了新的融资渠道。

（三）风险投资有利于提高全社会资源的利用效率

首先，从宏观角度讲，风险投资优化了资源配置。在现代经济中，传统的银行在资源配置上存在着一个逆向选择的问题，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逐的对象。风险投资的经营则与银行完全不同，为了抵消风险投资的高风险和长期资金占用对投资者的影响，风险投资必须表现出比其它投资工具，如政府债券、股票等更高的回报率，只有最具成长性的项目才可能吸引风险资本。另外，风险投资的目的是取得最大的预期资本增值，而不是保本付息。在市场经济下，对利润最大化的追求能带来资源的最佳配置。风险投资的特性，决定了其将大部分资源投向科技含量高、成长性高的高技术企业。风险投资一旦进入风险企业或项目后，风险投资者与风险企业就结成了一种“同舟共济”的关系，这样就保证了风险企业或项目能始终运行在比较理想的状态之中，从而提高了风险资金的运营效益。

第二部分、我国风险投资面临的问题和国外经验借鉴

一、美国风险投资的成功经验

(一) 美国是风险投资的发源地，从第一家风险投资公司的创立至今已经历了五个发展阶段：

1、三、四十年代的兴起

美国风险投资最早可追溯到二十世纪三十年代惠普电子公司的创建。当时，惠普电子公司为解决新产品开发资金不足，首次采取发行新产品收益凭证的方式吸引一些大企业向新产品开发投资。此后，随着电子科技的迅速发展，日益增多的大企业开始涉足开拓性投资，从事与高科技相关的新产品的研制与开发，与此同时，一些金融机构开始向这些研制新科技产品的企业提供资金，形成了最初的风险投资。但是，风险投资的产生是以 1946 年美国研究与开发公司 (ARD) 的成立为标志的，它的创始人是 Georges F. Doriot 和 Ralph Flanders，这是世界上第一家风险投资公司，是风险投资史上的里程碑，从此风险投资开始了专业化和制度化的发展历程。美国政府参与风险投资始于 1958 年，政府通过了小企业投资公司法(SBICA)，使经小企业管理局(SBA)注册批准的小企业投资公司(SBIC)能够享受税收优惠和政府软贷款，以鼓励其投资于高科技及相关工业，这成为美国风险投资业的第二个里程碑。在这一法案的作用下，产生了成千上万专门资助小型企业的小企业投资公司(SBIC)，成为当时风险资金的主要来源，风险投资的概念也在新兴企业家和投资者中深入人心。

2、七十年代的衰退

七十年代由于越南战争的巨额军费开支给政府带来沉重的压力，经济危机和石油危机造成了美国工商业的一次大萧条，风险资本所投资企业的经营状况不景气，加上证券市场疲软，使得合伙企业筹集新的资金

困难重重,而且 1969 年的税制改革将长期资本收益税的最高税率从 29% 增加至 49%, 最后首次公开发行市场 (IPO) 基本消失, 企业收购和兼并活动急剧减少, 合伙企业很难收回原有的风险投资, 就更不愿意进行新的风险投资了。

但必须看到的是, 正是在严重的挫折中, 风险投资业内部却经历了一个学习提高的重要过程。风险投资者通过更多介入风险企业的管理而增加了其投资的附加值效应; 风险基金经理的投资兴趣更加广泛, 业界合作也更频繁, 以上变化都是风险投资逐渐走向职业化的表现。

3、八十年代的复兴

1978 年美国国会撤消了它在 1969 年的决定, 把长期资本收益税的最高税率从 49% 又降到了 28%, 后又降至 20%, 同时不再禁止养老基金购买小企业、新企业风险资本基金所发行的证券, 这样就为风险投资带来了大量的资金来源, 使小企业股票市场和首次公开发行市场迅速恢复了活力。风险投资业经历了曲折艰难的蹒跚学步时期, 从此获得了长期持续的发展。

4、九十年代以后的蓬勃发展

九十年代初, 经济不景气, 风险投资的平均回报率降至 8% 以下, 使得许多风险基金面临资金不足的局面, 随之也出现了一些悲观看法。直至 1992 年后经济逐渐复苏, 风险投资的平均回报率又回升到 12% 以上。近年来, 计算机软件、互联网、半导体、个人计算机硬件、数据网络系统、数据存储等使高科技领域不断扩大; 风险投资的资金来源也更加多样化, 大企业、保险基金、养老基金及其它基金组织都加入到这一领域中来; 与此同时, 风险基金经理更加专业化, 他们不仅向初创企业提供资金, 而且利用其经验、知识和信息网络协助企业的管理, 包括物色高级专业管理人员、寻求合作伙伴、使企业新产品达到批量生产规模、为产品打开销路, 直至创业公司在证券市场上市。

5、目前的状况

2001年，随着“网络神话”的破灭以及美国经济发展速度的放慢，NASDAQ市场遭受前所未有的困境和考验，迎来漫长而痛苦的调整周期，同时，加上“9.11”恐怖事件的冲击，投资者信心严重受损，其交易和市场指数长期低迷，受到NASDAQ市场调整的影响，美国的风险投资也出现大幅度下滑，美国的风险投资业在世界上以活跃和数量最多著称，但从2000年第四季度开始，呈现下降趋势，2001年第二季度美国的风险投资总额不足200亿美元，比上年同期下降了70%。

（二）成功的经验及其借鉴

美国经济近十年来的高速增长与风险投资的迅猛发展是密切相关的，综观半个多世纪以来风险投资在美国经济中所起的重要作用，有很多成功的经验值得我们借鉴。

1、完善的创新体系

美国经济是建立在私人所有制基础之上的，大量的经济活动都是由企业完成的。因此，以企业为主体是其创新体系的主要特征，而市场则是企业间协调的主要机制。美国拥有占有优势的私人体系来促进和奖励新技术的开发和利用，从其研发经费的投入与支出状况来看，产业界的投入与支出分别占联邦研发投入与支出的65%和75%。而联邦政府在这个系统中的主要角色只是培养一个稳定的经济和财政环境，鼓励对工厂、设备、人力资源和智力资源的投资，以及在必要的时候，对公司和市场进行调整，以适应公共目标。

2、高效的资本市场

在美国风险投资业的发展过程中，资金来源是丰富的、多元的，这得益于两个原因：一是国家有较丰富的财富积累，可以进行大规模的投资；二是居民具有强烈的投资意识与风险精神。在美国经济多年来强劲发展势头带来的良好预期下，美国国民纷纷进入证券市场，为企业融资

提供了充裕的资金。多元化的资金来源一定程度上体现在多元的投资主体上，从投资天使到风险投资基金，从银行到保险公司，从企业到社会团体，从养老基金到捐赠基金，都为着不同的目的参与到风险投资中来。投资主体的多元化与资金来源的多渠道是美国拥有成熟资本市场的标志之一。美国不仅拥有成熟的私人资本市场，同时拥有全球最成熟的公开资本市场，它不仅仅为风险企业融资提供了一个场所，更重要的是为风险资本的退出提供了一条有效的渠道。美国约有三成以上的风险投资通过公开市场的 IPO（即首次公开发行 Initial public offering）退出。同时，公开的资本市场也为采取非 IPO 的方式（如二级收购、并购）获得后续融资的风险企业提供了一个有效的企业价值参照表。

3、成熟的行业公会

行业公会是风险投资业内部最强大的力量，一般大型的风险投资机构都是行业公会的成员，如美国风险资本联合会（NVCA），行业公会参与者众多，从专业的风险投资公司、风险投资基金到参与风险投资业的金融机构，会计师事务所、律师事务所等中介机构，以及学术研究机构。行业公会以协调行业与政府之间的关系、加强信息交流、为行业发展创造良好环境为宗旨，为会员提供多样的服务，例如制定规则、提供信息、提供培训、组织交流等。

4、得当的政府支持

美国风险投资业的发展与政府的推动分不开，尤其在其发展早期。但是，政府的长期扶持和参与不利于风险投资业的发展，因为政府的运作机制与风险投资所需要的冒险精神、企业进取精神、灵活性、商业性和复杂的投资管理是不相适应的。美国政府对风险投资业的参与与一些发展中国家政府相比最大的不同是，他比较明确自己在风险投资业发展中的角色，善于运用市场机制、法律手段给这一新兴产业以适当的支持。如设立种子基金、为初创企业提供贷款或贷款担保、采取税收优惠等措

施。这一点尤其值得我国借鉴，政府在风险投资中的作用并不是身处其中直接干预，而是要为风险投资的正常健康运营创造一个良好的外部运行环境。

二、日本风险投资的发展状况

(一) 日本风险投资的发展落后于美国。1963 年日本政府为协助中小企业与风险投资的发展，仿效美国所制定的中小企业投资法，特别制定“日本小型企业投资法”，并同时东京、大阪及名古屋成立三家“财团法人中小企业投资教育会社”。1974 年日本通产省亦设立了一个半官方形式的风险投资企业中心，藉以促进日本风险投资业的发展。民间第一个风险投资公司是成立于 1972 年的“京都企业开发”，当时在金融宽松的经济环境下，日本企业为发展自己的生产技术，相继设立风险投资公司，形成日本第一波风险投资热潮，其后由于第一次石油危机的冲击而告停顿。

1983-1986 年日本兴起第二次风险投资热潮。1983 年股票市场上柜基准放宽，加上企业为克服第二次石油危机的冲击，致力于开发节省能源的生产方式，提高生产效率，再加上电机、新材料、生物技术等新技术的革新，经营业绩良好的中型证券公司及规模较小的都市银行积极参与风险投资。第一次风险投资热潮中成立的风险投资公司则以投资公司的形式投资风险企业，此波热潮自 1986 年因较大的风险企业相继倒闭而告结束。

1993 年以来，又兴起另一波风险投资热潮，这次的兴起背景为日本经济深受泡沫经济崩溃及日元汇价提高的双重打击，期盼通过发展风险投资使经济脱胎换骨、东山再起以及开发二十一世纪的新兴产业。过去两次风险投资热潮系以证券公司及银行所投资创立的风险投资公司为中心，这一次则是人寿及财产保险公司，一般生产企业亦积极投入风险投资企业的发展；此外，大藏省、通产省、邮政省等中央政府机构及

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库