

2011年5月30日 星期一

## 成长

# 迎来黄金时代 中国创投释放经济增长新动能

如今，很少有一个行业能像当今中国的创业业一样令人激动和兴奋。从世界范围来看，中国创业业正处于迅猛发展阶段，成为全球创投最活跃的区域。

中国创业业不仅在发展规模和增长势头方面成为全球一大亮点，从行业角度看，2006年至今，中国创投资本加速增长，年均增幅达30%以上。创投行业在中国可谓集万千宠爱于一身，受到各种政策的大力扶持，已成为当前发展最快的新兴行业之一。

有人认为，中国创业业已经步入黄金时代；有人说，中国创业业的风险和泡沫正在积聚，行业变局不可避免；也有人说，中国创业业将激发创业热潮与创业文化，引领中国经济的下一个10年。

经历了新世纪第一个10年的狂飙突进，日益壮大的中国创业业正式步入“十二五”开局之年，也迎来了黄金时代的机遇与挑战。

见习记者 陈中

### 创业业迎来丰收之年

2010年，中外创投机构新募基金158只，其中新增可投资于中国大陆的资本量为111.69亿美元。创业板仍是IPO退出方式中回报率最高的交易市场，达到12.13倍。

清科研究中心数据显示，2010年中国创业投资市场募、投、退全部创下历史新高。募资方面，中外创投机构新募基金158只，其中新增可投资于中国大陆的资本量为111.69亿美元；投资方面，中国创投市场共发生817笔投资交易，其中披露金额的667笔投资金额共计53.87亿美元；退出方面，2010年共发生388笔退出交易，其中331笔首次公开募股（IPO）退出交易占总数的85.3%。

ChinaVenture发布的报告认为，2010年募资规模增长的主要原因包括以下几点：一是2008-2009年间成立的基金，很多因金融危机影响推迟到2010年才完成募资；二是中国企业IPO的活跃及其带来的高额回报，提升了更多资本进入风险投资（VC）/私募股权（PE）投资市场的意愿；三是由于2010年中国经济发展实现高速增长，资本流动性过剩现象开始出现，因此，无论是国有资本还是民间资本，都选择投资回报相对稳定的私募股权基金，作为平衡风险、优化其资产配置的一种手段。

退出交易方面的爆发增长，让创投机构也迎来了收获之年。据清科研究中心统计，去年全年中外创投机构共发生388笔退出交易，较2009年全年123笔涨幅高达215.4%。其中，共有157家VC支持的企业IPO涉及退出交易331笔，占退出交易总数的85.3%。自2009年下半年以来，海外资本市场的回暖掀起中国企业赴美上市的新一轮小高潮；更主要的是，2009年末中国创业板开闸以及国内中小板的快速扩容给本土VC带来实质性收获。

事实上，早在2009年10月30日创业板的首批28家企业集体上市时，其中20家身后已然出现33家VC/PE机构的身影。创业板的推出一方面丰富了中国资本市场层次、拓展了资本市场的深度与广度，另一方面，又使VC/PE投资机构有了更加灵活的退出选择。

创业板推出以来，上市企业的示范效应成为了最大的创业驱动力。截至去年11月，创业板推出一年来，在134家上市企业当中，七成有创投机构的身影。来自ChinaVenture的数据显示，从各交易所平均投资回报率分析，创业板仍是IPO退出方式中回报率最高的交易市场，达到12.13倍；中小板及上交所分别为9.38和7.03倍，境内市场平均投资回报率为10.40倍。

### 中国特色开始凸显

在组织形式上，公司型创投企业依然是主流。从资本形成看，除将投资者的出资作为投资资本外，还借助资本公积、盈余公积和债权融资等多种方式积聚投资资本。

2006年3月《创投企业管理暂行办法》实施以来，在十部委规章和相关

扶持政策的支持下，中国创业业快速起步。截至2010年末，全国备案创业投资企业共计630家，其中，年度新增备案创业投资企业149家，较上年度增长30%；备案创业投资企业资产总规模达1191.44亿元。中国创业业在快速发展的同时，中国特色亦开始彰显。

根据国家发展改革委金融司和中国投资协会创业投资专业委员会主编的《中国创业投资行业发展报告2010》称，成长中的中国创业业从起步伊始，即在组织形式和投资策略方面体现出了中国特色：

其一，在组织形式上，公司型创投企业依然是主流。在2006年前，我国创投企业只能采取公司形式；2007年《合伙企业法》修订案实施后，还可采取有限合伙企业形式。但是，从目前备案创投企业的组织形式看，公司型创投企业占比一直高于95%。

造成这一现象的主要原因是我国现行法律体系与英美等国具有较大的差异性。在英美等国，为了克服传统的有限合伙主要只能通过“私人关系基础上的声誉约束机制”来防范委托代理风险的不足，不断地通过修法，逐步引进了公司的法人治理结构。而在我国，有限合伙的法律结构比较接近历史上典型的有限合伙的本来面目。由于主要通过“私人关系基础上的声誉约束机制”较难防范委托代理风险，所以，从保护投资者权益的角度考虑，更适合选择公司型创业投资企业。

其二，从资本形成看，除将投资者的出资作为投资资本外，还借助资本公积、盈余公积和债权融资等多种方式积聚投资资本；从相关数据看，不仅创投企业的实收资本逐年增长，而且资本公积、盈余公积也快速增长。特别是资本公积在各年度的占比均高达10%左右，成为创投企业的第二大资金来源。

其三，从收益来源看，在主要靠股权转让收益的同时，股息红利收益占相当比重。从国外一般情况看，创投基金通常是通过所持股权的转让获取资本增值收益。我国创投企业的投资收益虽然绝大部分来源于股权转让，但股息红利收益也占相当比重。

《报告》认为，之所以形成这种收益来源格局，也与公司型占主流的组织模式存在着一定程度的相关性。正是这种对股本和收益进行长期统筹计划的制度安排，使之随时可以接受投资项目所分配的股息红利收益。

### 争议创投“红与黑”

PE式腐败的危害已经超过二级市场的内幕交易，成为中国证券市场最大的毒瘤之一。如果不能从源头和交易环节引导，必将成为威胁中国创业业和资本市场健康发展的巨大隐患。

税收优惠，十部委相关政策的支持，再加上超高的回报率，创业业近年可谓风光无限。不过，在吸引了大量资金涌入的同时，行业风险与隐患也开始显现。

在北京建国门一带，如果有什么东西砸下来的话，砸到10个人可能有9个人是做PE的。”正如一位创投界人士的这句玩笑话，今年以来创投市场延续了去年的红火。据清科集团统计，今年第一季度，私募基金的增长速度再创新高，当季共募资金120亿美



《2010年中国创业投资及私募股权投资市场统计分析报告》显示，虽然2010年中国VC/PE背景企业在全中国资本市场表现活跃，IPO企业数量达历史最高水平，甚至超过2007-2009年VC/PE背景中国企业IPO总量，投资机构退出案例数量也远超过往年，但IPO平均账面投资回报率相比2009年有所下降。

此外，创投机构争抢利用资本市场进行的PE腐败也成为了被关注的焦点。

国家发改委金融司金融处处长刘健钧在谈到我国创业业面临的问题时，曾引用一个典型的寻租模式：投资机构千方百计打探到哪些企业可能上市的消息后，就忽悠企业自己跟监管部门有关系，企业如果接受了该机构的投资，就包你能够上市；如果企业不接受投资，就上不了市。结果，这些期望上市的企业在投资机构的连骗带哄下，只好接受投资机构的投资。

事实上，PE式腐败远非传统意义上的权钱交易可比，其交易手段更隐蔽，涉及利益更重大，技术含量也更高，危害自然也就更严重。有评论者指出，PE式腐败的危害已经超过二级市场的内幕交易，成为中国证券市场最大的毒瘤之一。如果不能从源头和交易环节引导，必将成为威胁中国创业业和资本市场健康发展的巨大隐患。

### 创业业的光荣与梦想

创投基金通过高效运作，推动了一批具有自主创新能力和高成长的中小企业不断做强做大，已成为加速推进我国战略性新兴产业发展和产业优化升级的重要动力。

过去10多年来，中国创业业经历了从无到有，从小到大的曲折发展，不断发展壮大，未来10年，中国创业业将肩负起更大的重任，为经济发展带来更大的动能和创造力。

从国际经验来看，创投基金通过支持中小企业创业，对于增加社会就业、促进创新和产业升级、提升整个国家的核心竞争力和创造税基，都发挥了不可或缺的作用。美国国家经济局的研究成果表明，美国年度新增创业投资额不到当年国内生产总值（GDP）的1%，但是其所创造出的GDP却占全社会GDP的13%。

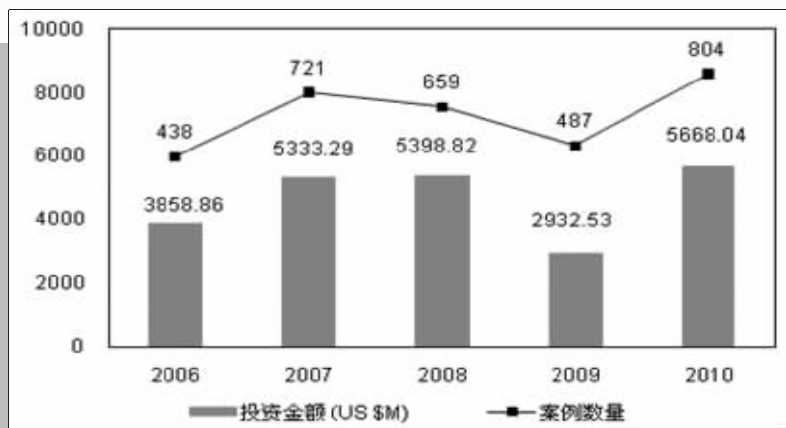
我国创业业虽然还只是一个新兴行业，但在经济贡献方面的成效却十分显著。去年10月，《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》指出，坚持创新发展，将战略性新兴产业加快培育成为先导产业和支柱产业，大力发展创业投资和股权投资基金。发挥政府新兴产业创业投资资金的引导作用，扩大政府新兴产业创业投资规模，充分运用市场机制，带动社会资金投向战略性新兴产业中处于创业早中期阶段的创新型创业企业。

战略性新兴产业是引导未来经济社会发展的重要力量，而创业业在发展战略新兴产业方面的作用已显得不可或缺。深圳市创业投资同业公会常务副会长兼秘书长王守仁认为，创投基金通过高效运作，推动了一批具有自主创新能力和高成长的中小企业不断做强做大，已成为加速推进我国战略性新兴产业发展和产业优化升级的重要动力。

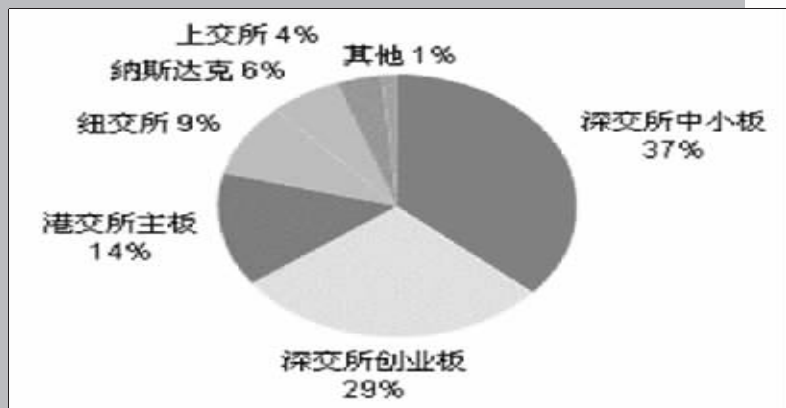
经济学家陈志武指出，当前PE/VC基金和资本市场一起，为中国带来了非常大的经济增长的能量。他分析称，过去10多年，房地产市场繁荣和加入WTO给中国经济带来很大动力；但最近5、6年，另一个相对全新的力量正在兴起，就是PE/VC带动的创业文化和创业热潮。

陈志武认为，原来中国经济增长最主要的特色是地方政府投资，在上世纪80年代的时候，中国经济增长主要来自农村；上世纪90年代末期至2003、2004年左右，主要是国企改革，地方政府开始慢慢介入投资领域，促进了经济增长；从2003年以后，中国经济的主要推动力是房地产市场；未来10年，中国经济增长最大的和可以靠得住的动力就是VC/PE行业带来的刺激和创造力。

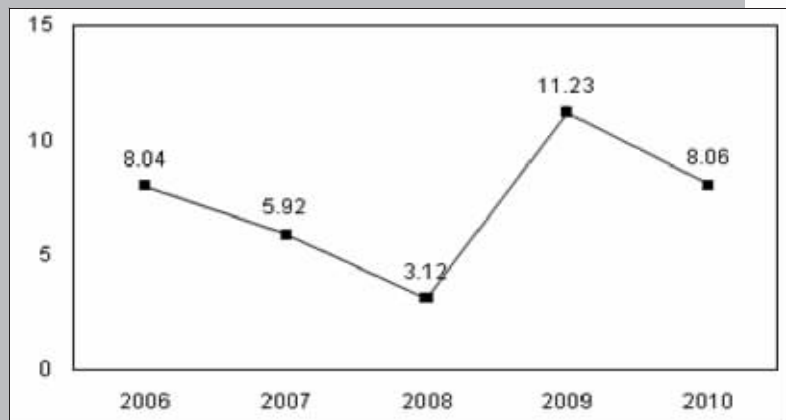
正如深圳市创新投资集团有限公司董事长靳海涛所言，相对于国外，我国的创投行业还处于发展初期，但随着我国资本市场的日臻成熟，宏观环境的日益优化，我国的创投行业迎来了大发展的时机，创投业通过其先导性作用的发挥，必将为我国的国民经济发展贡献更大的力量。



2006-2010年中国创投市场投资规模



2010年VC/PE背景中国企业全球资本市场IPO数量比例



2006-2010年VC/PE背景中国企业IPO平均投资回报率 (单位: 倍)

以上图片来源: ChinaVenture

元，投出40亿美元。清科集团创始人、总裁倪正东介绍，与10年前相比，当前创投和私募基金募集规模、投资金额空前庞大，退出也非常活跃。

与此同时，关于创业业出现泡沫和风险的警示也随之显现。众多专家和基金经理认为，目前大量基金涌入，中国创投和私募基金市场已经出现泡沫。更有经济学家直言，目前私募基金市场泡沫现象严重，很多经验少、资质差的基金涌向市场，导致竞争加剧的同时，也部分破坏了市场规则。

一个颇受诟病的现象是，一些VC在资本的逐利驱动下也避重就轻抢Pre-IPO（投资于企业上市之前，或预期企业可于近期上市，其退出方式为企业上市后，从公开资本市场出售股票退出）项目，PE机构过分看重项目短期上市，“唯上市论英雄”当道，真正需要资金的中小企业却得不到支持。

在创投机构的退出方面，通过IPO方式退出的账面回报率开始下降，依靠资本市场的高估值，从而获得超高回报率的状况难以持续。ChinaVenture发布的