

2011年5月30日 星期一

对话

加强创投业统一监管 完善行业扶持政策

五大创投业资深人士纵论行业发展

证券时报记者 杨丽花 杨晨

编者按：2010年，中国创业投资市场的募资、投资、退出全部创下历史新高，创投业的竞争也达到白热化。与此同时，在财富效应刺激下，全国兴起私募股权投资热，新三板扩容，人民币基金腾飞，创投业监管呼声渐高，创投行业发展的环境也面临着变革。

为此，证券时报特邀深圳清华大学研究院院长，力合创投董事长冯冠平，深圳市创业投资同业公会秘书长王守仁，深圳市创新投资集团有限公司总裁李万寿，中国光大控股有限公司行政总裁陈爽，湖南高新创投集团董事长、湖南股权投资协会会长黄明等五位创投行业领军人物，参与本次“对话创投风云人物——投资家行业论道”，对当前创投行业发展建言献策。



深圳清华大学研究院院长、力合创投董事长冯冠平



深圳市创业投资同业公会秘书长王守仁



深圳市创新投资集团有限公司总裁李万寿



湖南高新创投集团董事长、湖南股权投资协会会长黄明



中国光大控股有限公司行政总裁陈爽

寻找创投业的“蓝海”

证券时报记者：自创业板推出后，中国兴起全民私募股权投资（PE）热，财富效应刺激下，创投业的竞争、尤其是对优质项目的争夺更加白热化。业内人士预测，今年的PE投资或会比2010年更加火爆。在严峻形势下，应如何避免恶性竞争，寻找创投业的“蓝海”？

冯冠平：对待当前的全民PE热，要一分为二地看。一方面，得益于上市带来的财富效应，社会对风险投资的认识得以提高，对于企业特别是高科技企业是件好事。但是另一方面也会带来一些问题，一些PE急功近利，投资近乎疯狂。投资机构之间争抢项目的事件经常发生，创投行业混乱。但是出现这种现象在中国目前的阶段是不可避免的，必须加以引导。为避免恶性竞争，应该强调我国创投机构的特色，比如加强行业分工、发挥各自优势，形成具有特色的投资机构，但是这需要有一个较长的过程。

王守仁：目前大量民间资本进入创投行业是好事，不能算过热，因为这些资金投资新兴产业，促进了行业的发展。事实上，目前创投只是局部热，主要集中于少数大型中心城市，从全国范围内看，许多地区创投行业并不发达，也不存在投资过热的问题，许多创新产业仍难以得到创投的支持。这种情况下，政府的引导和财政的支持十分重要。首先，政府需要进一步修订完善相关法律政策，建立全国统一的创投市场体系；第二，创投机构自身需要强化行业自律管理。

李万寿：目前VC/PE行业的结构是不均衡的，这是市场博弈的结果：首先，目前国内创投行业经验丰富的专业化一般合伙人（GP）是非常稀缺，有限合伙人（LP）对GP发掘

早期项目的能力不放心，因此偏好比较稳健的成熟项目，造成了对这类项目资金扎堆投资。其次，一些GP对企业的增值服务能力还不足，以拼价格、比速度、降低尽职调查标准为竞争手段，造成了风险的积聚和预期回报的下降。第三，目前一部分国内LP的资金来源是短期资金，因此偏好低风险、回收快的项目。从国外成熟市场的经验看，一个成熟的VC/PE行业必然是差异化的、高度专业化的、高度细分的，如同马拉松比赛，随着时间推移，不同赛程的选手会找到不同的速度和赛道，我国VC/PE行业结构调整是必然的趋势。在结构调整的过程中，必定会有一些专业化的、优秀的、具备核心竞争力GP脱颖而出，形成在特定细分市场独特的投资优势。

陈爽：目前中国内地私募创投行业的激烈竞争主要有几个方面的原因：一是游资仍多，在通货膨胀预期下市场的投资欲望持续上升；二是公开市场的投资选择有限，与股票市场的大升大跌相比，一些掌握大量闲置资金的投资者更愿意通过组成私募基金的形式，对自己所熟悉行业的项目进行投资；三是未上市项目的退出渠道增多，包括创业板及上市前挂牌退出等；四是这两年创投变富的神话不断上演，一些获利可观的投资例子大大提升了投资者的兴趣。

黄明：如何降低行业的不当竞争和过度竞争，保持一个良好的生态环境，我认为一是要以兼容的理念、开放的心态来加强创投机构之间的合作与联系，形成合作博弈；二是各个创投机构要有科学的投资组合和创新的投资理念，不同的时期、不同的企业运用不同的策略，各取所需；三是要大力提升创投机构的自身核心竞争力，要专注和突出特色；四是要有前瞻性。

创投或纳入统一监管

证券时报记者：从传统意义上讲，创投归于私募股权投资基金。但就目前情况看，创投行业或有纳入监管的可能，甚至现在基金法修改都涉及到私募股权基金。您如何看待可能出现的统一监管问题？

冯冠平：在监管问题上，我的态度很明确，创投应该纳入监管范畴，政府必须要加强监管。首先，现在创投的数量越来越多，资金管理规模也越来越大。在巨大的财富面前，非法集资等问题就有可能出现。其次，由于没有明确的监管部门，创投行业的发展中遇到问题，也就没有哪个部门站出来为其主动快捷地寻找解决方案。再次，现在的创投行业不正当竞争现象非常普遍，PE腐败也非常严重。在这

个时候更应该加强监管，规范自己的行为。

王守仁：将私募股权投资基金纳入统一立法的提法，我认为可能性不大。因为私募股权基金的投资标的是非上市公司在工商管理登记的股权凭证，而私募证券投资基金的投资标的是上市公司有价证券，把这两者纳入统一立法是不妥当的。

李万寿：加强私募监管是金融危机后各国政府都在实行的监管趋势。对我国私募股权投资机构而言，加强监管对行业长远发展利大于弊。首先，将创投行业纳入监管，规范行业的信息披露和风险控制，有利于改善目前管理人和投资人之间信息不对称的问题。其次，通过加强监管，把创投机构作

为非银行金融机构纳入金融监管体系，有利于未来创投机构扩展其经营业务范围。

陈爽：本质上，创投基金与私募股权基金的组织形式并无不同。我们赞成以一个较宽松的私募股权基金法形式来进行统一监管，其间主要是对建立私募基金的设立条件、组织形式、法律责任等进行明确规定，并明确私募基金的监管机构，及牵涉不同投资范围时应有的审批程序。

黄明：结合我国PE的发展态势，现阶段对私募股权基金的监管应采取行业管理为主、政府监管为辅的方式，当私募股权基金市场发展达到一定阶段后，随着市场参与者、监管者认识上的变化及法律环境的演进，监管者可考虑采取统一的监管方式。

本外币基金将互相渗透

证券时报记者：创业板开板后，从外币PE基金独霸天下，到近年来人民币基金与之分庭抗礼，再到外资PE开始亦步亦趋设立人民币基金，如何看待人民币基金和美元基金的竞争与合作？

冯冠平：人民币基金和外币基金各有千秋。比如美元基金在投资互联网领域就更有优势，在项目的选择上也比人民币基金更灵活。同时人民币基金也开始走向海外，从国外募集资金，投资项目。现在力合创投就已经在美国与当地的基金合作成立了投资基金，投资美国的项目。从力合投资的经验来看，美国的一些项目科技含量高，创新性明显，同时这些项目与国内项目相比，估值更低。人民币基金和美元基金在未来也将合作与竞争并存，并且互相渗透。

王守仁：目前人民币基金发展迅猛，我认为已超过美元基金，占据了主导地位，未来两者竞争将加剧，分化势在必行。外资创投在金融危机的冲击下，转而纷纷募集设立和管理人民币基金。但外资创投对中国产业不熟悉，和中国本土创投、中介服务结构建立联盟需要过程。本土创投要紧紧抓住未来三年的发展机遇，一些本土大型创投更应该加快跨国投资的步伐。

李万寿：目前在人民币升值预期以及国内资本市场高估值等因素推动下，人民币基金的收益率相对较高，而且，随着国内LP群体的扩容，政策环境的完善以及退出渠道的畅通等因素利好，人民币基金的增长速度远超过美元基金。从供求关系上看，国内资本市场处于爆发增长的时期，而由于国内的政策限制，美元基金无法自由流动，也无法参与国内上市，因此国内市场对人民币基金的需求远大于美元基金，美元资本的增速远远落后于人民币资本。

陈爽：十年前，美元基金的优势是相当明显的，一是其可以比较容易募集到大量的资金；二是由于私募基金在发达国家已有多年的发展历史，美元基金的管理人通常具备丰富的项目审核、投资结构、风险控制经验；三是当时内地对外资持欢迎态度，有美元基金投入的企业往往可以获得一定的税务及政策优惠。而经过这些年发展，由于众多原因，在当前中国“严进严出”的外汇政策条件下，人民币基金在寻找项目、提升投资效率方面已有一定的优势，因此一定时期内人民币基金受欢迎的趋势难以改变。

黄明：随着时间的推移和全球经济一体化进程的加快，基金的币种概念或许会逐步淡化。最终的结果应该趋向于不同币种基金的融合管理，到了这个时候，只要监管体制和法律体系健全，这样的局面或许对两者的合作更为有利。

新三板丰富创投退出渠道

证券时报记者：新三板扩容离我们越来越近了。一方面创投在新三板市场上掘金，另一方面新三板的个人投资者也成为创投的竞争对象。如何看待扩容后的新三板市场对创投的影响？

冯冠平：新三板对于创投来讲，角色是多方面的，既是创投发现项目的便捷通道，也是创投退出渠道的拓展，开始更多的还是发现项目，转而在创业板或者中小板退出。随着新三板的扩大和成熟，新三板也将是一个很好的退出平台。

王守仁：新三板市场目前最大的问题不是扩容，而是其功能定位，新三板市场应与创业板定

位有所区别。我认为新三板市场应面向高成长的小企业。

李万寿：目前我国主板、中小板和创业板市场的审批要求相对还是比较严格，对于广大的创新型中小企业而言，新三板的确是一个很好的练习场，积累经验，为日后转板做好储备。但是我们必须看到目前新三板的发展还有许多现实问题亟待解决。

陈爽：对创投机构来说，新三板扩容有几个好处：一是为创投机构提供更多的退出方式选择；二是使创投机构可以根据自己的不同风险偏好和团队优势，以较低的前期成本对其他机构退出的项目进行投资；三是提升创

投基金的资金周转效率，从而提升投资回报；四是由于符合资格个人投资者的参与，被投资的企业及创投机构可以在大众中建立较好的知名度，为业务拓展和将来上市打下基础。新三板要实现长远发展，有几点需要注意：一是如何提升企业信息披露的准确性及规范性；二是做市商的选择；三是退市方面应形成可操作性的市场规则，减少退市机制中的行政审批色彩，这对创投机构准确衡量所投项目的价值有实质性重大影响。

黄明：对于新三板市场的个人投资者成为创投的竞争对象，我觉得有利于促进创投行业的人力资源能力提升。

引导创投资金投资早中期项目

证券时报记者：中国的风险投资（VC）日渐“PE化”，真正需要资金的中小企业很难得到创投青睐，而一些达到一定规模、即将上市的企业屡次得到创投投资。您怎样看待现在的VC“PE化”现象？中国政府以及整个市场应该通过什么手段去引导创投投资中早期项目？

冯冠平：早期项目无人问津，首先是由中国的风险投资基金的架构决定的，其基金封闭期通常是5年或7年，而早期项目投资周期太长。鼓励投资中早期项目，一是需要政府引导。当前政府引导基金的运行模式实质上变成了风险投资基金，这和政府投资的初衷背道而驰，政府引导基金在引导

投资早期项目时需要设计更好的模式。二是要树立投资早期项目的典型。早期项目虽然风险大，但是回报也高，远超过现在的投资基金。三是通过与银行等金融机构合作，设计针对中国现阶段的架构，为投资者退出早期项目提供更多可选择的通道。

王守仁：许多创投机构之所以不愿投早期项目，主要因为在国内找不到退出渠道。因此，我国需要建立完善的场外市场。政府应该鼓励民间资本投资初期项目，首先，政府应引导所设的引导基金里，应划出一块来专门投资早期或初期项目的科技项目。如果投资成功，所获利大部分应让给敢于冒险

的民间资本，政府资金达到一定幅度的增值即可。其次，为了保持民间资本的积极性，政府应设立专门针对投资高科技早期项目的补偿基金，如果投资企业扶植的高科技小企业失败，应给予这些创投机构一定的补偿。再次，政府应鼓励天使投资人，对那些富有经验且有资金的个人投资者，对其进行奖励和表彰。

李万寿：目前行业中VC“PE化”的现象，是市场博弈的结果。要纠正市场的误差，还是需要应用市场化的手段：一方面，政府积极推动引导基金的建设，通过政府让利等方式，改变社会资本的风险和收益，引导社会资本投资于特定的方向和阶

段。另一方面，加快首次公开发行（IPO）审批速度，降低投资成熟期项目的收益，让资金自然向早期项目分流。随着市场的理性回归，暴富的时代结束，超额利润空间缩小，这必将驱动一部分有能力的VC机构转向早期项目淘金。

陈爽：这两年由于各种因素的作用，内地私募产业出现明显的短期化特征，即都追求时间短、见效快的项目，结果是许多资源用于抢项目、抢上市，以致一些企业上市后很快出现业绩下滑。同时由于付出高额成本，抢到项目的私募基金也未必真正能从中获得多少利润。这个问题需要从政府规范和市场引导两个方面同时着手。例如，可以考虑对

政府资金占有相当比例的国有产业基金，明确一定的投资份额用于业务规模在某一金额以下的企业；对投资早中期项目、持有超过一定年限的投资者/基金予以优惠。

黄明：对于中国这样一个发展中国家，政府更应该鼓励VC对创业初期的扶持和引导。具体而言，一是财政税收政策鼓励支持，运用税收优惠政策扶持创业投资企业发展，并引导其增加对中小企业特别是中小高新技术企业的投资；二是设立政策性创业投资引导基金。为了克服单纯通过市场配置调整创业投资资本的市场失灵问题，应发挥财政政策的杠杆放大效应，增加创业投资资本的供给，要鼓励创投机构投资处于种子期、起步期等创业早期的企业。