

新西兰风险投资引导基金发展状况及 对我国的启示

谢成锁

(秦皇岛市科学技术局, 河北 秦皇岛 066001)

摘要: 本文以新西兰政府风险投资引导基金为研究对象, 阐述了政府干预风险投资的历史与发展思路, 重点分析了新西兰风险引导投资基金的性质、运作模式、投资绩效, 以及基金管理公司的重要作用, 以期为我国风险投资引导基金的管理与可持续发展提供参考。

关键词: 新西兰; 风险投资引导基金; 天使投资

中图分类号: F833.612 **文献标识码:** A **DOI:** 10.3772/j.issn.1009-8623.2016.02.008

风险投资(亦称创业投资、创业风险投资)引导基金, 是指由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金, 不直接应用于风险投资业务, 主要通过扶持专业风险投资经理人(管理公司)发展, 引导社会资金进入风险投资领域。风险投资引导基金的宗旨是“发挥财政资金的杠杆放大效应, 增加创业投资资本的供给, 克服单纯通过市场配置创业投资资本的市场失灵问题”^[1]。新西兰政府风险投资引导基金(NZVIF)经过13年的探索, 走出了一条具有本国特色的路子, 其发展理念、路径和经验有一定的启示和借鉴意义。

1 新西兰政府风险投资引导基金发展历程

新西兰支持风险投资的历史, 可以追溯到1964年^[2]。其时, 新西兰政府出资成立了开发金融公司, 其实质是一家开发银行, 主要用于支持产业发展, 尤其是出口, 其中就包括应用技术项目和小企业风险资本基金两类风险投资项目, 后因资不抵债而倒闭。1993年, 新西兰政府又建立了“绿石基金”, 用于支持投资风险资本项目, 但实际操作上却是聚焦于企业后期阶段的投资和管理买断,

与开发金融公司一样, 都没有有效发挥政府引导基金的作用。新西兰政府真正意义上干预风险投资的活动是在2002年启动国家风险投资引导基金计划以后。到目前, 新西兰国家风险投资引导基金计划大致经过了3个发展阶段:

第一阶段, 初创运行期(2002—2005年)。2002年, 新西兰国家风险投资引导基金计划开始启动, 政府斥资1亿新元, 建立NZVIF, 采用基金中的基金(母基金)模式, 由专设独立机构新西兰风险投资基金有限公司(New Zealand Venture Investment Fund Ltd., 缩写也为NZVIF, 在新西兰两者常通用)管理与经营。到2005年6月, 虽然专业风险投资人管理的子基金对种子期的投资笔数占比最大(33%), 但投向种子期的资金却最少, 仅占全部投入的10%, 初创期占39%, 而早期扩张期占51%, 这与政府确定的支持技术早期阶段的目标有些偏差。究其原因, 一方面是政府资金投入不足, 另一方面, 专业风险投资经理人认为, 种子期技术不确定性最大, 投资风险最大, 投资期限特别长, 投资规模通常都比较小, 人们不愿意也不敢投入大量资金。

作者简介: 谢成锁(1963—), 男, 秦皇岛市科学技术局副局长, 主要研究方向为科技政策与科技合作。

收稿日期: 2015-11-19

第二阶段，调整政策期（2005—2010年）。为弥补种子期投资的不足，引导天使投资市场发展，2005年7月新西兰工党政府决定：设立10万新西兰元（以下简称新元）天使投资宣传专项费用，用于在全国范围内普及天使投资知识；设立4000万新元天使投资基金，与NZVIF认定的私有天使投资者一道，按照1:1比例进行跟随投资，旨在激励和吸引天使投资人投资，扶持天使投资市场发展。

同时，工党政府还于2005年、2009年两次委托国际知名独立咨询机构LEGG，对新西兰风险投资市场发展以及政府风险投资引导基金运作情况进行评估^[3]。2005年评估显示，NZVIF在促进风险投资产业发展上发挥了积极和重要的作用，其投资模式是有效的，但也存在一些问题：风险投资市场规模太小；种子期和初创期投资占GDP比例偏低，仅为0.01%，同期以色列为0.57%，美国0.18%，英国0.05%，在经济合作与发展组织（OECD）国家中排名靠后；风险投资市场投资人结构不合理，除政府引导资金（约占35%）外，主要是富人（约占25%）、企业（约占18%）和金融机构（约占22%），养老金/退休金和母基金几乎完全没有参与（只有一家例外），反映出风险投资市场还不成熟；NZVIF支持的子基金投入中，大学和皇家研究所研究成果转化比例仅占6%；种子期和初创期投资明显不足，仅占49%；政府风险投资的法律和税收优惠与国际通行标准有差距，影响风险投资产业发展，等等。评估指出，鉴于政府风险投资引导基金计划需要很长时间才能有结果，建议政府持续支持NZVIF，并从更广范围提出了政府促进风险投资产业发展的政策建议，如有限合伙法、本国投资者及国际投资者风险投资所得免税等。根据评估结果，工党政府在2006—2007年预算中为NZVIF增加了6000万新元资本金，使风险投资基金增加到1.6亿新元。2009年评估认为，政府对下一代投资基金的支持也是必要的，未来15年都应当评估其对风险投资的参与情况。

第三阶段，加速发展期（2010年至今）。为满足已获天使投资支持、具有发展前景的创业企业对扩张阶段200万到1000万新元资金的后续需求，2010年8月5日，新西兰国家党政府宣布为NZVIF提供4000万新元资金担保。2013年2

月27日，新西兰国家党政府宣布，为NZVIF追加6000万新元资金担保，以提高其风险投资的灵活性，支持与海外两家风险投资基金创办新的子基金。2015年7月13日，国家党政府宣布^[4]，对NZVIF的1亿新元担保期将延长到2018年，之后，6000万新元担保期将延长到2022年。同时，为了扩大天使联合投资计划的规模，政府决定从支持子基金计划额度中挤出1200万新元，用于天使投资。部长Joyce^[4]表示，NZVIF在培养天使投资和风险投资市场发展上发挥了重要作用，自2003年以来，国有与私有风险投资规模达到了11亿新元，此外，自2006年起，天使投资规模达到了3.53亿新元。迄今，NZVIF投入资金总额为1.47亿新元，与私有投资者一道支持了187家具有潜力的初创企业，其中27%的项目为大学和皇家研究所的研发成果转化项目。政府希望NZVIF随着时间推移能达到可持续发展阶段，此次担保延期就是为其发展创造条件。

2 新西兰风险投资引导基金的性质与运作模式

新西兰政府设立风险投资引导基金的目的，是通过与私有投资者一道投资，以及通过相关的市场开发活动等形式，加速风险投资市场的发展，支持初创期科技企业和高技术产业发展。

2.1 风险投资引导基金的性质

NZVIF的目标是：通过增加创业初期阶段的投资水平，加速风险投资产业发展；在风险投资市场，培养具有创业初期投资技能与专业知识的更大规模的人才队伍；促进皇家研究所、大学以及私有研究机构研究成果的商业化；通过帮助企业接触国际专家、网络和市场知识，使它们走上国际化成功道路。

为选择适宜的发展路径，新西兰政府研究了澳大利亚、新加坡、美国和以色列等国的风险投资计划执行情况。由于以色列的国家规模、市场距离、在吸引资金上面临的相似挑战，以及在科技商业化措施方面的可比性，新西兰最后选择了以色列通过建立创新基金（Yozma Fund）支持风险投资产业发展的相同道路。2000年，新西兰政府邀请以色列创新基金创始人来新，共同讨论风险投资引导基金的运作模式。

NZVIF具有以下特点：

(1) 采用股权投资模式。对募集的私有资本按照 1:2 比例进行匹配。为提高对私有投资的吸引力, 2006 年 12 月 1 日, 新西兰政府决定将匹配私有投资的固定比例调整为“滑动比例”^[5], 将种子期和初创期的比例增加到 1:1; 扩张初期比例不变, 仍为 1:2; 扩张期比例减少到 1:4; 扩张后期比例最低, 为 1:5。

(2) 鼓励私有投资者“控制股权收购”。这种方式为资本再投资创造了机会, 且能进一步鼓励私有投资者获得更大股权。

(3) 采用母基金模式。政府仅对私有风险投资基金经理人(专业管理公司)作出投资承诺。风险投资基金经理人承担投资与管理的责任, 不受任何干扰。这种方式能使政府有效地与商业化投资过程保持一定距离, 确保投资决策完全是基于商业需要作出的。

(4) 标准的风险投资机构与商业化条款。如采用固定期限基金制, 投资经理人与投资者之间利润分成要适当。

(5) 基金相关的税法不断完善。引导基金成立之初, 新西兰政府对于吸引海外风险投资还没有税收优惠。2008 年后, 政府对相关税法进行了修改。

(6) 重点支持种子期、初创期企业, 可以适当扩展到初期扩张阶段。从 2006 年起, 政府允许将投资阶段拓展到扩张后期。

(7) 私有风险投资经理人倾向的投资模式是非法人型合资企业(Unincorporated Joint Ventures), 直到 2008 年有限合伙法案通过, 才开始采用有限合伙制。

风险投资引导基金最初拟由研究科技部的内设机构(相当于科技部事业单位)进行管理, 设有投资咨询机构。但是, 为了确保政府远离投资的风险和责任, 在投资开始之前, 这个管理机构体制转化为皇家独资的风险投资基金有限公司, 政府不用任命风险投资经理人, 投资决策由专业的风险投资经理人独立作出。风险投资基金有限公司的另一职能是建立风险投资和天使投资的基础设施, 营造有利于风险投资和天使投资的生态环境。

2.2 新西兰风险投资基金的两种运作模式

NZVIF 下设风险投资引导基金(VIF)和天使投资引导基金(SCIF), 分别采用母基金模式和种子联合投资模式^[6]。

(1) 母基金模式: NZVIF、其他风险投资者与专业的风险投资经理人共同组建投资基金(亦称子基金, 见图 1)。子基金采用有限合伙制, 前者作为有限合伙人(LP), 后者作为一般合伙人(GP)。

VIF 的规模为 2.6 亿新元, 其中 1.6 亿为政府拨款, 另外 1 亿为政府担保。风险投资基金经理人募集的子基金规模最小为 3 000 万新元(含 VIF 投入)。VIF 采用母基金模式, 按照 1:1 至 1:5 的比例, 承诺向专业风险投资经理人募集的子基金投资, 根据子基金投资进度和付款请求, 分期分批及时拨款, 投向每支子基金的总额不超过 2 500 万新元。子基金投资项目应是创新型企业; 投资阶段要严格符合 NZVIF 要求, 从早期投资到扩张后期; 对单个企业的投资不能超过子基金规模的 15%。子基金的存续期为 10 年。NZVIF 根据投入资金的 2.5% 计算, 向风险投资经理人支付子基金管理和运作费用。



图 1 风险投资引导基金运作模式

NZVIF 与其他私有投资者一样，按照同样的规则参与投资者管理决策，根据投资比例拥有相同的投票权。子基金收益的 80% 归有限合伙人，20% 归一般合伙人。

NZVIF 对子基金的投资决策，取决于对专业投资经理人进行的初选、尽职审查，确定投资基金项目建议书是否具有“可投资性”；之后，按照风险投资标准的商业惯例，与符合条件的投资基金经理人协商签署正式的详细管理和共同投资协议。NZVIF 通过投资者顾问委员会（基金管理委员会）来参与投资基金管理，但是它和私有投资者都不参与投资决策。

建立子基金的核心环节，是在竞争基础上对基金经理人的初选。筛选过程包括对所有基金项目建议书的内部材料评估，确定初选入围名单，接下来是对入围者进行的全部尽职审查过程：包括现场考察、一对一面谈、推荐人核查、投资记录核实等环节。起初，尽职审查过程是委托澳大利亚独立私募股权基金顾问公司来进行的，现在的尽职审查由 NZVIF 与需要的第三方顾问人一道进行。尽职审查采用标准方法和固定标准进行评估，对所有入围者进行排序，决定它们是否具备“可投资性”。尽职审查结束后，NZVIF 董事局选出接下来拟进行投资条款磋商的基金经理人，如果最后达成子基金协议，投资活动就开始了。

NZVIF 与每个基金经理人需就监测与报告达成共识，确保能收集到经济和金融数据，以定期向有关部长汇报每个基金的表现以及 VIF 计划发挥的作用。这也能保证 NZVIF 监测每个基金都符合投资协议以及投资人的治理要求。

专业风险投资经理人的投资业绩、经验和敬业程度是募集私有资金、建立子基金的关键。新西兰政府对于投资经理人没有明确的投资要求，但从实践看，风险投资经理人通常出资比例为 1% ~ 5%，出资比例越高，共担风险程度越高，在募集资金时越容易。如位于惠灵顿的著名专业风险投资机构 MOVAC，在组建子基金 3 号基金时，MOVAC 合作伙伴投入资金 1 000 万新元，占全部募集基金 4 200 万新元的 23.8%。从合伙制来看，MOVAC 既是有限合伙人，又是普通合伙人，具有双重身份。MOVAC 正在募集的 4 号基金，MOVAC 合作伙伴

投入资金约占全部募集基金 8 000 余万新元的 4%。风险投资经理人负责子基金的投资管理，有限合伙人并不参与投资决策，但投资经理人的重大战略性决策需要经过有限合伙人组成的投资者咨询委员会批准。

截至 2014 年底，NZVIF 参与了 10 个子基金的股权投资（详见表 1）。

(2) 种子联合投资模式 (SCIF)：由 NZVIF 与其认定的天使投资合作伙伴，还有其他天使投资人一道，直接向种子期和初创期的企业投入，并在投入企业中占有股权（见图 2）。NZVIF 虽然在投资企业中占有股权，但不直接参与投资管理或占有董事席位，而是委托天使投资合作伙伴代为管理。

种子期和初创期企业拥有的知识产权等难以评估作价，通常缺少现金流且无业绩记录，融资极为困难。为了有针对性地扩大种子和初创期投资活动，刺激天使投资人群体的投资、培育天使投资市场，政府按照 1:1 比例匹配天使投资伙伴的资金，采用直接、被动方式与私有天使投资者团队一道投资，支持创新型企业开发技术或寻找市场。SCIF 计划的特征包括：基金总额为 4 000 万新元，预计存续期为 12 年，其中，投资阶段预计为 5 ~ 6 年；只有种子期和初创期企业符合投资资格；NZVIF 最多向每个认定的联合种子投资伙伴投资 400 万新元，但在评估基础上，可以考虑再投入 400 万新元；对每家企业的投资额最多为 75 万新元；所有投资必须是针对新西兰企业。截至 2014 年 6 月底，NZVIF 共有 15 个认定的种子投资合作伙伴。

3 新西兰风险投资基金有限公司的作用与投资绩效

自 2002 年以来，NZVIF 在带动私有风险投资和吸引海外投资上发挥了重要的撬动作用。与其他 OECD 国家相比，新西兰风险投资占 GDP 的比重，由 2004 年的 0.01% 上升到 2013 年的 0.025%，由后 1/4 位置上升到中游位置^[7]（见图 3）。

从 2002 年至 2014 年 6 月，NZVIF 支持了 167 家科技型初创企业，总共投入 1.29 亿新元^[7]。NZVIF 每投入 1 新元，带动了私有、海外、企业等政府之外资金达到 9 新元，创历史纪录^[8]。VIF 计划投资企业筹集资金总额达到 11.32 亿新元，其中，VIF 投资占企业吸引总投资的 9%，新西兰

表 1 NZVIF 风险投资合作伙伴

投资基金名称	成立年份	NZVIF 承诺 投资额 (百万)	基金规模 (NZVIF 及私有 资本百万)	NZVIF 实际 拨款 (百万)	投资项目数	退出 项目数 ^①	所处状态
第 8 号风险投资公司 2 号基金	2002	11.8	35.25	11.8	9	4	基金存续期结束, 处于清算状态
TMT 风险投资基金	2002	21	63	20.6	9	7	基金存续期结束, 处于清算状态
奋进 I-Cap 基金	2003	13	39	13	18	9	基金存续期结束, 处于清算状态
财富基金	2003	10.4	31.2	10.4	6	2	基金存续期结束, 处于清算状态
生物风险投资基金	2005	10	49	9.5	5	1	投资后期
先驱者资本伙伴 1 号基金	2006	20.0	65.9	16.9	9	2	投资后期
风险投资引导基金附加基金 ^②	2009	15	45	12.2	12	1	基金存续期结束, 与单个基金相关联
MOVAC 公司 3 号基金	2011	16.5	42.5	8.5	6	0	投资阶段
瓦拉基金	2011	20	40	8.5	4	1	投资阶段
先驱者资本伙伴 2 号基金	2013	18.8	150	5.7	4	0	投资阶段
绿色资源基金	2014	25	80	—	—	—	投资阶段
总计		181.4	641	120.7	66 ^③	23	

私有投资者占 27%，海外投资者占 56%，IPO 占募集资金的 8%^[9]。图 4 表明，私有投资在 2007—2008 年达到相对高峰，之后在全球金融危机期间陆续下降，自 2013 年起大幅增长，2014 年达到新高；2013 年海外投资出现井喷式增长；自 2012 年起，通过 IPO 方式募集资金持续增长，2014 年创历史新高。

NZVIF 投资绩效初显，据 NZVIF 2015 年 7 月

15 日消息^[8]，自 2002 年起，通过两种模式参与投资的 62 个退出项目中，有 13 项（占 21%）退出实现投资回本或盈利，其中，9 项投资乘数为 1 或者更大，4 项投资乘数为 3 或者更大（详见表 2）。NZVIF 全部投资组合中，79 个企业（占 40%）已经注销或者评估价值低于投资额，这与早期投资预期相符。SCIF 投资计划中活跃企业有 90 家，基于

① 退出方式包括：投资经理人股份售出、破产管理 / 清算、企业停止交易等。

② 附加投资基金。2009 年子基金投资企业发展急需筹措大量资金，而当时由于全球金融危机而造成了风险投资困难的局面，现有投资经理人继续提供资助的能力有限，经内阁批准，NZVIF 决定安排部分资金用于对现有投资企业的后续投资。为此，NZVIF 建立附加基金（Annex Fund），仍然采用间接、被动投资方式，只要投资经理人能募集到私有资本，即按照原有 1:2 比例匹配，但仅局限于现有投资企业，每个子基金最多投资 500 万新元，每个现有企业后续投资最多为 200 万新元。该基金对于缓解投资紧张局面发挥了相当重要的作用。

③ 由于联合投资原因，公司总数与累计总数不符。

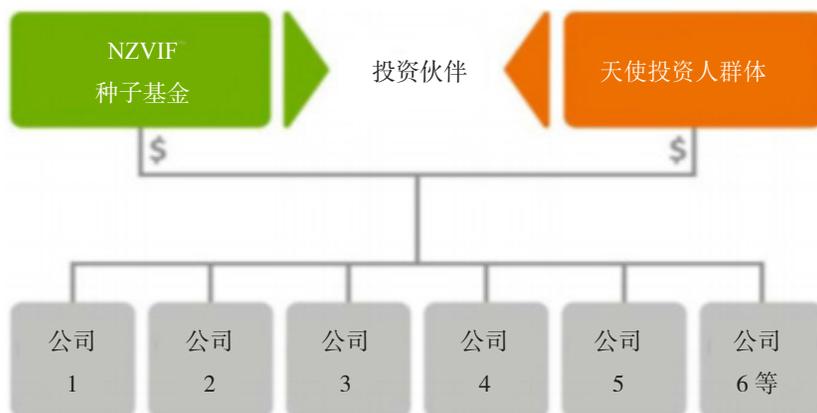


图2 SCIF 运作模式

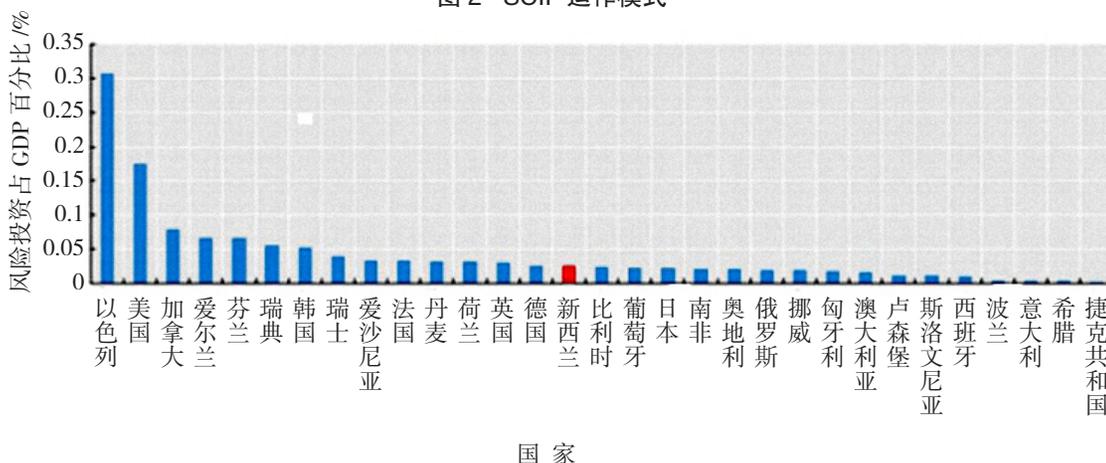


图3 2013年 OECD 国家风险投资占 GDP 百分比比较

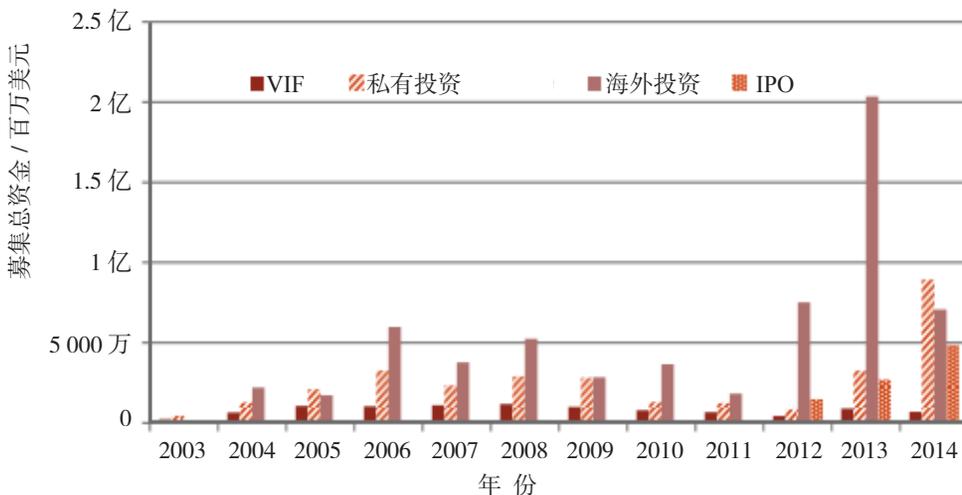


图4 NZVIF 投资企业募集总资金图

保守的公平价值估算，其中 84% 可收回投资或者实现更好回报；VIF 计划中现存企业有 40 个，基于保守的公平价值估算，其中 63% 可收回投资或实现更好回报，其中，1 个项目收益估价超过 3 倍，另外 1 个项目收益估价在 5 ~ 10 倍之间。

截至 2014 年 6 月 30 日的财年，VIF 计划收回投资 395 万新元，SCIF 计划收回资金 258 万新元。再过 10 年，风险投资和天使投资将能实现可持续发展目标。

政府规定的“允许其他参与子基金项目的投资者可以在第 5 年底时，按照 VIF 原有投资和利息购

表 2 价(估)值乘数表

	已退出企业价值乘数		NZVIF 投资组合中现存企业估值乘数	
	SCIF	VIF	SCIF	VIF
0 ~ 0.99	31	18	15	15
1.00 ~ 1.99	3	5	77	19
2.00 ~ 3.00	0	1	3	4
3.01 以上	2	2	0	2
总计	36	26	95	40

买其股份”的条款，使投资业绩和可持续发展受到很大影响。2014年10月，NZVIF在向新任部长的报告中专门提出了修改此款请求，该请求于近日

获得了政府批准。VIF计划投资乘数见图5（假如取消5年底允许其他投资者买断规定，则自2013年6月，投资乘数会超过1，如虚线所示，可实现盈利）。

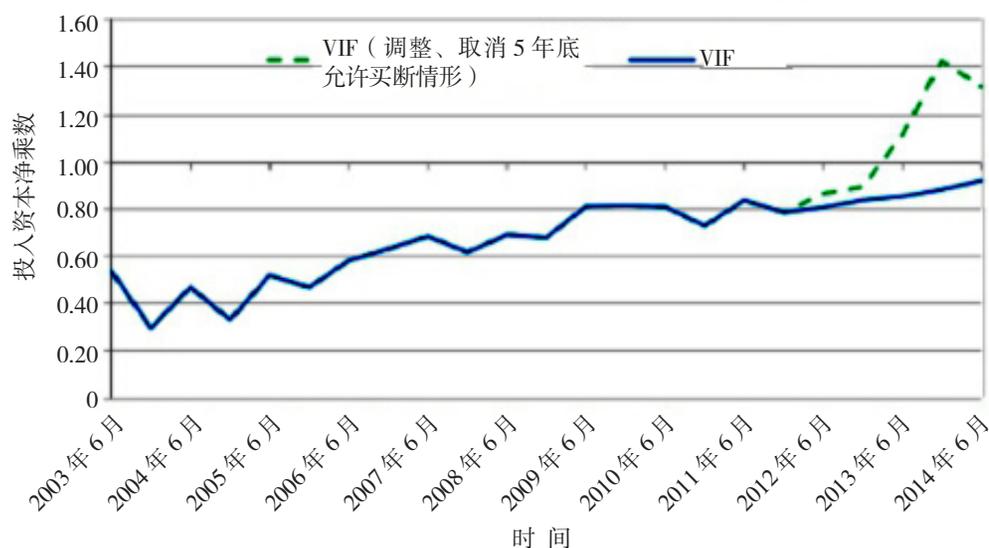


图 5 VIF 绩效

从投资时间看，2003—2005年间建立的4支子基金，是最初的几家风险投资经理人建立的，属于探索性质，投资阶段主要是种子和初创期，受全球金融危机影响，这4家基金效益不尽如人意，投资乘数小于0.7，VIF投资收益见图6。

2007年之后的几支基金，总体收益远远好于最初的几支基金，它们的投资主要在早期扩张阶段，相当一部分是获天使投资支持、发展潜力大的企业。这些风险投资管理人比最初进入的同行具有后发优势。如，MOVAC公司曾于1998年投资支持TradeMe网上交易与拍卖平台（现为新西兰家喻户晓的网站），到2006年初卖出时，获得的收益达到了500多倍，创造了新西兰奇迹。2006—2007年，MOVAC成为NZVIF认定的SCIF计划伙伴。2011

年，MOVAC成功募集了3号基金，大部分投向天使投资支持的企业，投资效益相当可观。另外的一个例子是先驱者资本公司建立的Pioneer Capital Partners 1，其投资组合中，现有两个通过IPO方式退出，投资效果非常好。2012年，先驱者公司募集私有投资获得成功，建立Pioneer Capital Partners 2，这是首个进行第二轮募集的风险投资管理公司。2007年以来，VIF投资项目收益见图7。

新西兰风险投资产业在获得投资绩效的同时依然面临挑战。一是风险投资家不足。虽然培养了一批经验丰富、业界公认的职业风险投资经理人，但同风险投资产业发展的要求相比，这样的专家仍明显不足。二是风险资本市场还不够活跃。由于最早的几支子基金存续期满，处于清算阶段，

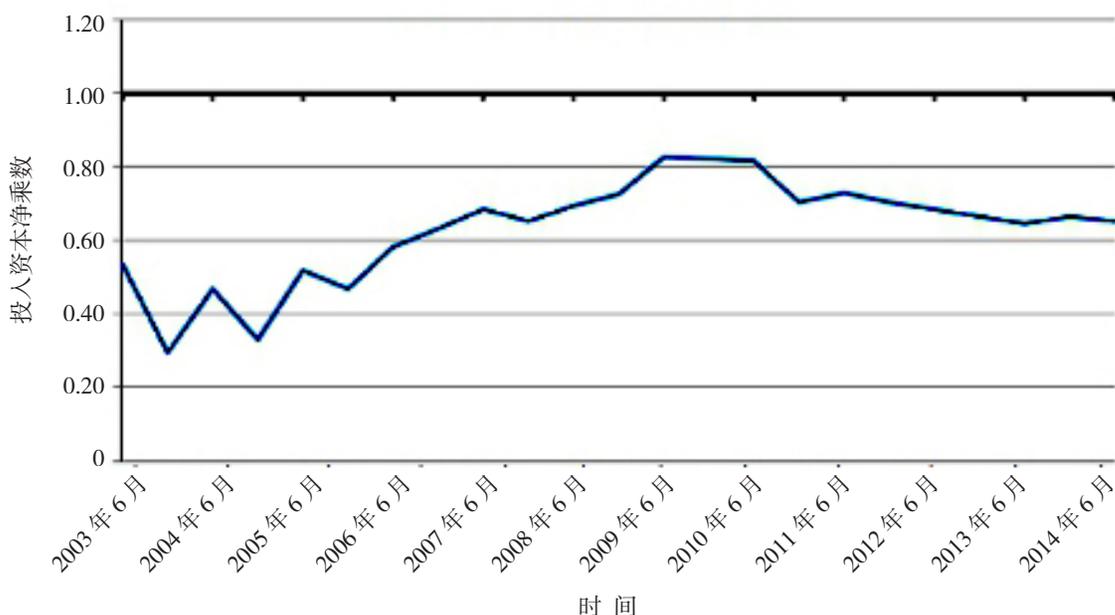


图6 2003—2005年 VIF 项目投资绩效

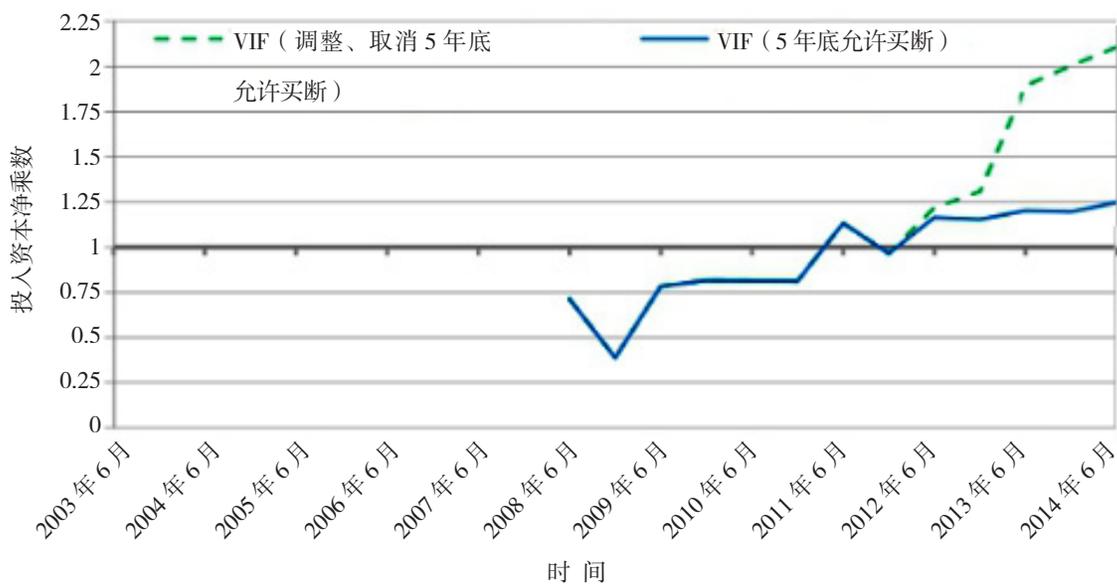


图7 2007年以后 VIF 项目投资绩效

目前活跃的子基金有3支，按NZVIF五年规划，希望再建立2~3支子基金，以满足创业企业每年大概2亿新元的资金需求，但风险投资业界认为，风险投资市场活跃程度较预期仍有差距。三是风险投资基金来源明显不足。多年来，NZVIF一直在努力争取扩大资金来源，2013年新西兰养老金（Superannuation Fund）投资4000万新元于风险投资，这是迄今为止最大的一笔机构投资，意外伤害保险基金（ACC）也有部分资金用于风险投资，但总体上看，机构投资与成熟的风险投资市场比，还

相差甚远。NZVIF希望政府调整政策，促成居民储蓄金（Kiwi Saver）能有部分资金进入风险投资，但目前还没有效果。据业界分析，主要原因是风险投资经理人的投资业绩还不是很有吸引力。四是NZVIF对投资范围的规定仍有争议。风险投资业界认为，政府对风险投资经理人的投资范围规定还是窄，如能允许延伸到买断阶段，或许投资收益会更好。

4 对我国的启示

新西兰国家风险投资引导基金发展对我国具有

一定的启示。

自2005年“引导基金”一词首次出现在我国中央层面的政策文件中，真正意义上的政府引导基金经历了近10年的发展。截至2013年底，我国各级政府创业风险投资引导基金参股支持的创业风险投资机构累计达252家，政府创业风险投资引导基金累计出资326.91亿元，带动创业风险投资管理资金规模超过1600亿元^[10]。2014年5月21日、2015年1月14日，国务院先后两次召开常务会议，就发展风险投资引导基金作出一系列重大部署。建议在贯彻执行这些重大部署的同时，注意借鉴风险投资市场较成熟国家的经验，新西兰的一些做法就值得参考。

(1) 政府对风险投资引导基金的支持应至少达10年。风险投资产业不同于一般的短平快项目投资，风险投资子基金的存续期通常是10年，投资回收时间通常需要6到10年甚至更长时间，且具有高风险性和高失败率，至少50%的投资项目是收不回成本的，30%左右能收回投资或略有盈余，10%~20%投资回报是丰厚的，可足以弥补其他投资亏损^[7]。绝大多数风险投资引导基金，不论采用母基金模式，还是采用跟进投资模式，其投资业绩均是通过专业投资经理人或天使投资集团的投资来实现的，故也符合上述规律。政府对风险投资引导基金的业绩预期要客观，不能急于求成，不能因为引导基金的初期投资亏损而动摇支持的决心。目前，我国有中小企业投资引导基金、科技成果转化引导基金子基金和新兴产业投资引导基金等3支国家级引导基金，前两支引导基金侧重科技型中小企业发展和成果转化，后者侧重于新兴产业，国家对这些基金的支持应持续至少10年，以达到可持续发展程度为上策。

(2) 政府对引导基金管理机构的考核，应是长时间和全方位的。为了完善市场化运行机制，实现基金的回收和滚动使用，政府风险投资引导基金的管理机构应是企业或者事业单位形式的独立法人，最好是企业，管理时间至少10年。NZVIF作为新西兰皇家独资企业，13年来，代表政府行使引导风险投资产业发展的职能，但同时又以有限公司身份保持着与政府之间的距离，有效回避风险。NZVIF首席执行官自公司成立以来一直在苦心经

营和管理着政府的风投引导基金，同时，营造有利于风险投资发展的环境并建立风险投资的基础设施，与新西兰风险投资产业发展融为一体，这种制度安排是非常合理的。政府通过拨付年度管理费用，购买其提供的全方位服务，并对投资业绩、中小企业发展、有利于风险投资产业发展的环境和平台、专业风险投资经理人和天使投资人的能力提升等4方面内容进行考核。

(3) 各级风险投资引导基金，需借助优秀专业风险投资机构，实现互利共赢。风险投资具有高风险性和长期性，过去各级各类风险投资引导基金走过不少弯路，如忽视了风险投资的专业性和高风险性，直接投资于创投企业，没有起到引导基金的母基金作用，造成了许多浪费，交了大笔“学费”。截至2013年，中国各类风险投资机构数达到1408家，管理资本总量达到3573.9亿元^[10]，我国风险投资产业发展已有一定基础，这为政府引导基金选择优秀风险投资合作伙伴创造了条件。政府风险投资引导基金可以借鉴新西兰的做法，通过公开征集的形式，面向全国范围选择专业风险投资经理人，向其募集的子基金按照一定比例（例如，1:2）匹配，组成有限合伙结构的子基金；天使投资由于风险性更大，投资期限通常更长，因此，政府支持的力度要更大些，引导基金按照1:1比例，跟随认定的天使投资伙伴一道投向种子期或初创期企业，但一定是股权投资形式。实践证明，NZVIF的两种运作模式是可行的。NZVIF采用被动跟随方式投资，不直接参与投资决策，将职业投资经理人和天使投资集团推向一线，并对其运作进行监管，与他们共进退。这两种模式，充分发挥了职业风险投资经理人和天使投资者的作用，锻炼和培养了他们的专业投资能力，对风险投资产业的长久发展有利。

(4) 风险投资环境建设对风险投资产业的发展至关重要。NZVIF一直在与新西兰风险投资和天使投资产业的发展以及初创技术型企业同呼吸、共命运，跟踪风险投资产业发展遇到的问题，不断研究，提出新的政策建议和解决方案，代表政府建立适合于风险投资的生态环境和基础设施。一是直接或者委托独立机构进行政策研究，针对风险投资产业发展遇到的瓶颈，向政府提出对策与建议，如推出有限合伙法、税收优惠，修改金融法案使“众

筹”合法化等；二是协助建立国家风险投资协会、天使投资协会，使上述机构成为引导行业发展的自律机构；建立风险投资和天使投资监测机制，如年轻企业金融指数；三是依据国际惯例，建立标准化的投资、评估指南和标准化文件模板；四是研究提出私募股权投资、风险投资、天使投资三者相互促进的模式，引导机构投资者参与进来，促进产业的可持续发展。我国科技型中小企业、科技成果转化和新兴产业发展都离不开风险投资产业发展，因此，这3个国家级风险投资引导基金的托管机构，要牵头负责营造风险投资产业发展的政策环境和基础设施。

鼓励大众创业、万众创新，支持科技型中小企业、促进科技成果转化、培养新兴产业，都离不开风险投资引导基金这个利器。各类风险投资引导基金的运作模式要规范化，切忌单独投向企业，而应与诚信、具有良好业绩的专业风险投资经理人合作，采用母基金或者联合投资模式。政府风险投资引导基金管理机构，不仅要经营好引导基金，实现可持续发展，还要搭建好风险投资产业发展的平台，营造良好的风险投资生态环境，促进我国风险投资产业发展。风险投资引导基金将大有作为。■

参考文献：

- [1] 国务院办公厅. 国务院办公厅转发发展改革委等部门关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见的通知 [EB/OL]. (2008-08)[2015-08]. http://www.jsdpc.gov.cn/zhengce/zt1/200901/t20090112_129373.html.
- [2] Josh Lerner. A Study of New Zealand's Venture Capital Market and Implications for Public Policy, to the Ministry

of Research Science & Technology.[R/OL](2005-09). [2013-04].<http://www.nzvif.co.nz/assets/publications/LECG-Report-2005.pdf>.

- [3] Josh Lerne, Stuart Shepherd. Venture Capital and Its Development in New Zealand[R/OL]. (2009-06) [2013-04]. <http://www.nzvif.co.nz/assets/publications/LECG-Report-2009.pdf>.
- [4] Steven Joyce. NZVIF support for early stage investment extended[EB/OL]. (2015-07-13) [2015-07]. <http://www.beehive.govt.nz/release/nzvif-support-early-stage-investment-extended>.
- [5] Trevor Mallard. Venture Investment Fund to be enhanced [EB/OL].(2006-11-15) [2015-08]. <http://www.beehive.govt.nz/release/venture-investment-fund-be-enhanced>.
- [6] NZVIF. Statement of intent[EB/OL]. [2014-07-01] [2015-07]. <http://www.nzvif.co.nz/assets/publications/Statement-of-Intent-2014.pdf>.
- [7] New Zealand Venture Investment Fund Limited. NZVIF briefing for incoming minister[EB/OL]. (2014-10) [2015-07]. <http://www.nzvif.co.nz/assets/publications/Briefing-Incoming-Minister-Oct14.pdf>.
- [8] NZVIF. NZVIF portfolio investment snapshots[EB/OL]. (2015-07) [2015-07]. <http://www.nzvif.co.nz/assets/publications/InvestmentSnapshot-Jul15.pdf>.
- [9] NZVIF. Annual Report 2014[R/OL]. (2014-10). [2015-07]. <http://www.nzvif.co.nz/assets/publications/Annual-Report-2014.pdf>.
- [10] 科技部创新发展司. 2013 中国创业风险投资统计分析 [R/OL].(2015-02-26) [2015-08]. <http://www.most.gov.cn/kjj/201508/P020150817338220004970.pdf>.

Venture Capital Leading Fund Development in New Zealand and Enlightenment to China

XIE Cheng-suo

(Qinhuangdao Science and Technology Bureau, Qinhuangdao, Hebei, 066001)

Abstract: This paper mainly elaborates the history and development thoughts of New Zealand government intervention in venture capital through some researches on the venture capital leading fund, analyzes the properties of New Zealand Venture Investment Fund (NZVIF), the operation mode and investment achievements, as well as the important role of NZVIF Ltd., in order to provide a reference for the management of Chinese government venture capital leading funds and their sustainable development.

Key words: New Zealand; venture investment leading fund; angel investment