

改善我国风险投资资金供给状况的对策分析

王建军,李水凤

(云南省财贸学校,云南 昆明 650221)

摘要:从分析风险投资的本质和作用入手,简要回顾了风险投资在我国的发展.从系统论的角度指出,为了改善风险投资资金的供给状况,就要优化风险投资的运营环境,使风险投资体系的融资、投资、管理、退出诸环节进入良性循环的轨道.针对我国风险投资资金供给方面存在的问题,文章提出了九个方面的对策建议.

关键词: 风险投资资金供给;现状;因素;对策

中图分类号: F830.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-855X(2003)04-0155-05

Analysis of Countermeasures to Improve Chinese Venture Capital Supplying

WANG Jian-jun, LI Shui-feng

(Yunnan Finance & Trade school, Kunming 650221, China)

Abstract: To start with the analysis on the essence and effect of venture investment, the development of venture investment in China is briefly reviewed. From the systematic viewpoint, something should be done to make the system of venture investment inflow prosperously, outflow fluently and manage well in the course of the process in order to improve the venture investment capital supplying position. Several countermeasures and suggestions as to the problems existing in Chinese venture investment capital supplying position are proposed.

Key words: venture capital supplying; current situation; factors; countermeasures

0 引言

风险投资(Venture Capital)是指为促进高科技产业化发展,以股权资本的形式,主要投资于从事高新技术产品的研究与开发的中小企业,最终通过股权转让来收回投资并获取收益的投资行为.它是技术创新和金融创新相结合的产物,它是一种与产业资本运营相结合的金融创新活动.它能够加速科技成果向生产力的转化,带动整个经济结构的升级和社会经济的高速发展.其实质是通过投资于一个高风险、高回报的项目群,将其中成功的项目出售或上市,实现所有者权益的变化,在弥补失败项目损失的同时,使投资者获得高额回报.

我国风险投资的探索始于 1985 年成立的中国新技术创业投资公司.此后一些地方陆续成立了十几家科技创业投资公司和科技投资基金.个别以外资为基础的风险投资基金也于 20 世纪 90 年代初开始进入我国.但由于体制和机制上存在许多问题,环境条件不成熟,很多风险投资公司难以真正按风险投资的要求运作.

近几年来,建立国家科技创新体系,大力发展高新技术产业,培植新的经济增长点,促使人们重新思考风险投资问题.在 1998 年全国政协九届一次会议上,民建中央提出的《关于加快发展我国风险投资事业》的提案被全国政协列为一号提案,受到了各界人士的关注,在国内引起了较大的反响.据不完全统计,目前全国从事风险投资业务的公司已有近百家,拥有近百亿资金.更多的外国基金如软库(Soft bank)和著名的 IT 企业如 Intel、IBM 等公司也已开始进入我国风险投资领域.

在技术创新的作用越来越突出的现代社会,无论是对个人,还是对整个国民经济,风险投资都具有十分重要的作用.这一点已被越来越多的有识之士所认识.但风险投资在我国毕竟还是一个新生事物,人们

收稿日期:2003-03-05.

第一作者简介:王建军(1970.~),男,硕士,高级讲师;主要研究方向:金融及资本市场. E-mail: wjj413996@sina.com

对它的认识和理解都十分有限.因此,在大胆探索、积极实践的同时,加强对风险投资的研究,很有必要.本文仅针对风险投资资金供给的现状和影响因素,提出改善资金供给状况的相关对策.

我国目前风险投资资金供给主体单一,供给总量不足,规模过小.影响风险投资资金供给的因素有收益、风险、信用、金融机构的参与、竞争、税收、法律制度等方面.在我国风险投资资金供给方面存在着一系列问题.这些问题和因素影响着风险投资资金的供给,从而制约着我国风险投资业的发展.

风险投资是由融资、投资、管理、退出等环节构成的复杂、开放的循环系统.从表面上看,风险资本供给仅与风险投资的融资有关,但如果投资环节决策失误,管理不善,退出无门,将影响到风险资本供给者的收益和资本的流动性,从而损害其投资的积极性.因而,为了改善风险资本的供给状况,就要优化风险投资的运营环境,使风险投资体系的各个环节进入良性循环的轨道,增大对投资者的吸引力.在此,作者提出如下建议性的对策:

1 实现风险投资的市场化运作

市场经济是人类社会发展至今最富有效率的一种经济运行机制,它要求一切生产要素及产品和服务都必须通过市场交换,并遵循竞争规律,最终以货币形态来实现其价值或盈利.在物品市场化和信用经济的基础上,发展到金融产品及各种服务的市场化,特别是资产及其收益的证券化(包括衍生工具),标志着市场化进入一个新的高级阶段.而风险投资正是在这种高级市场化形态之下的科技、金融、管理等有机结合的产物.也就是说,风险资本源于市场化.那么,它的运作要遵循市场化原则就是顺理成章的了.然而,我国的风险资本是在相关市场失败的情况下兴起的.为了弥补市场的缺位和满足技术创新的需求,政府对风险投资加以启动和引导无疑是十分重要的,但风险资本的价值取向应从市场化本源出发,而不能倒退到行政性计划的老路上.人们常说我国在科技与产业之间有一个“断层”,导致大量资金投入所形成的科技成果被束之高阁,真正产生经济效益的比例小.这就是因为缺乏一种有效的机制.国外尤其是美国的经验已充分证明,这一机制就是风险资本市场制度.它不仅为科技产业提供资金,而且以其独特的商业化运作方式孵化、培育、推动科技企业成长壮大,直至产业化.而风险资本本身也只有通过市场化运作,才能求得生存,并在良性循环中获得发展.

我国的初步实践证明,风险资本要成功地进行市场化运作,必须明确并坚持以下几点:一是追求效益最大化;二是以产品出口为导向;三是注重现金流转;四是塑造成功个案,以成功案例吸引社会投资者和国际投资者;五是再造激励机制.

以市场为导向就要将风险资本体系建立在市场经济机制基础之上.其内容包括资金筹集市场化,治理机制市场化,资金使用市场化和投资收益市场化四个方面.

2 建立以契约为基础的风险资本市场机制

市场经济本质上是契约经济或信誉经济,风险资本市场更不例外.风险投资公司发展的主流就是以契约为基础的委托管理及基金管理.这种形式的最大特点是风险资本的所有权与经营权分离,强化了风险资本经营者的自主权和稳定性.以契约为基础是指用具有法律效力的契约来规范和处理风险投资过程中的各种委托代理关系.这是风险资本自身的特点和我国现实的情况决定的.风险资本市场存在着多种委托代理关系,其中最主要的是投资者与风险投资公司(基金)之间,风险投资公司(基金)与风险企业之间,以及二级市场上投资者与风险投资公司(基金)和企业之间的委托代理关系.这些关系中充满了高度的信息不对称性,只有通过具有法律效力的契约来规范和处理,才能使市场正常运作,降低各参与者的风险,形成一个良性互动的规范市场.

3 培育多元化的风险投资主体

要解决风险投资资金来源渠道单一、总量不足的矛盾,最根本的出路是开辟多元化的融资渠道,启动个人投资、保险公司、商业银行、社会养老基金等民间资本.

3.1 个人投资

1991~2001年,我国GDP年均增长9.1%,城镇居民人均可支配收入增长6.9%,城乡居民储蓄款余

额增长 24.1%。到 2003 年,我国居民储蓄余额达 10 万亿元。我国社会事务专项调查表明,我国目前仍有 79.6% 的居民即使在征收利息税时仍将储蓄作为个人金融资产投资的首选,储蓄存款在家庭投资中所占比重达 64.7%。因此,如何完善私人权益资本市场,使风险投资既能获得较高的收益又能够安全退出,合理利用个人投资促进高新技术产业化,这是当前我国民间资本参与风险投资的重点之一。

3.2 商业银行

我国金融机构 2001 年的各项存款余额为 143 631 亿元,而商业银行控制了资本结构中的大部分基金,但银行直接介入风险投资受到很大限制。首先,我国实行银行与证券业分离的制度。其次,由于历史原因,我国商业银行的安全保障程度比较低,金融风险的隐患大。这集中表现在资本基金不足和不良资产的包袱过重。因此,让银行大规模直接进入风险投资领域,风险投资和金融安全更难保证。商业银行进行风险投资,其合理的路径应该是,商业银行与其它公司、机构共同发起设立风险投资基金,或者在已设定担保的前提下对有关的风险投资项目进行信贷融资。

3.3 投资银行

我国投资银行在融资、项目选择和资本运作方面具有较大优势,在策划上市公司介入高新技术产业方面,也有不少成功的经验。因此,投资银行的风险投资业务可以与企业并购、资产重组、IPO (Initial Public Offering) 等业务很好地衔接起来。根据国外经验,许多投资银行都参与建立投资基金。帮助上市公司以风险投资方式发展高新技术,或者直接投资风险企业。

3.4 保险公司

2002 年上半年中国人民银行已经批准保险资金可以进入证券市场。目前中国保监会正在加紧制订有关实施主案,这对改善证券市场以及风险资本的资金来源无疑是一个重大利好,我国保险费在 2001 年达到 2 019 亿元人民币,比上年增长 32.2%,占 GDP 比重为 2.1%,但这一比例与以发达国家保险业相比还有相当大的差距。美、英、日、韩四国 1996 年保险费收入占 GDP 的比重分别为 8.55%、10.71%、11.70%、13.24%,从中也可以看出我国保险企业的巨大发展潜力。究竟能有多少比例的保险资金真正进入到风险投资领域,目前还是个未知数。但可以预见,随着风险投资事业的逐步成熟,相信会有越来越多的保险资金参与到风险投资中去。

3.5 大型企业集团

在西方发达国家,工商企业是风险投资领域非常活跃的参与力量。但我国企业对风险投资的贡献不大,有必要在政策上推动大型企业集团,尤其是质地优良、效益好的上市公司参与战略风险投资。截止 2002 年 4 月 30 日,我国共有上市公司 1 170 家,其中 A 股上市公司 103 家,目前 50% 左右的公司具有配股权。从 1991 年至今我国企业通过证券市场共筹集资金 8 099.01 亿元,但上市公司筹集的资金大多用于收购和扩展原来业务。庞大的资本在常规产业的竞争日益激烈,结果导致越来越多的上市公司出现业绩下滑和亏损。上市公司要调整发展战略,利用自己在资本市场上的融资优势,借风险企业的发展优势不断更新自己的技术,使企业跟上科技进步的步伐,进一步提高经济效益,推动国家经济的持续增长。

4 完善风险投资的外部环境,健全风险投资的相关法律法规

当前我国风险投资业发展中的短期行为,与风险投资的外部环境不完善和法律法规不健全密切相关。要充分发挥政府在风险投资中的作用,建立和完善风险投资的风险补偿制度,通过税收减免和政府补贴等优惠政策,建立政府对风险投资的支持体系。在制定优惠政策时,必须考虑到我国科技水平落后、迫切需要发展高新技术产业的客观实际,根据风险大多补偿、风险小少补偿或不补偿的原则,设计比较科学的补偿体系,鼓励风险资本投资于风险企业的早期阶段。政府要积极创造条件推出二板市场,健全风险投资的退出机制。同时,必须加快风险投资的立法工作,研究和制定完整的风险投资市场法规和监管法规,保护风险投资的合法权益。为风险资本投资阶段的前移提供完善的法律环境。

5 疏通风险投资资金退出渠道

建立灵活的风险投资退出机制,首先必须取消流通股和非流通股分割的格局。让发起人的股份在规定的持股年限(现为 3 年)后可以全部上市流通,让各种股份获得平等的流通权。这不仅是同股同权的要求,

更是疏通风险投资资金退出渠道的先决条件。否则,即使设立二板市场,风险投资资金还是不能顺利退出。

风险投资退出套现的最重要的方式是上市。现在,政府正在规划建立二板市场,近期内主要是放宽高科技企业在主板市场的发行和上市条件来支持风险投资的发展。但是,放宽股票发行和上市条件会影响正规股票的秩序和公平,也会造成一些公司钻空子、两边占便宜的弊端,如,在发行上市方面向高科技企业挂靠,交易和监管方面向普通企业挂靠。而且,国外的二板市场在实践中也存在诸多问题。将风险投资资金退出渠道的疏通完全寄希望于二板市场的建立是不现实的。我国应探索切实可行的风险投资资金退出机制。

因此,应在尽快规范主板市场的同时,建立“二板股票市场”,探索新的退出机制,让风险投资资金的退出途径更为畅通,也让风险企业有进一步筹集资金的渠道。

6 建立有效的信用保障体系

社会经济生活中不讲信用、无视信用和破坏信用已成为十分普遍的现象。在信用普遍恶化和信用秩序严重混乱的条件下,无论采用何种方式,都很难将各路风险资本引导到风险投资领域。因此,建立有效的风险投资供给机制,当务之急是加快完善信用体系,强化社会信用秩序:

- 1) 从完善现行法律制度入手,建立有效的信用保障体系。我国民商法的相关法律在保护财产权利,特别是保护债权人的权利方面,还不够完备、有效,在立法上没有建立严格的民事责任和财产责任制度。社会信用秩序混乱与法律制度不完善有直接的关系。因此,在立法上要明确法律责任,充分体现保护债权人和权益人利益的原则,根据债权人利益的主导原则,对现行《破产法》、《民法》、《民事诉讼法》、《合同法》、《公司法》等相关法律条款进行修订和完善。
- 2) 从司法上加大执法力度,使法律真正成为维护良好的信用体系的有力武器。如规定经济纠纷案件受理审结的时限;取消诉讼费用与诉讼标的价值挂钩、按比例收费的做法;贯彻诉讼管辖以诉讼方和债权方所在地为主原则。

7 加大对风险投资的税收优惠力度

为加大对风险投资的支持力度,建议对我国现行税收制度进行局部的调整:

- 1) 实行对高科技企业的税收优惠政策。对高科技企业率先实行消费型增值税;对新建的高科技企业从获利年度起免征所得税两年;对高科技企业的利润用于风险投资的部分给予免税优惠;免除高科技企业进口设备的关税和增值税。
- 2) 实行对公司制风险投资基金(公司)的税收优惠政策。从风险投资基金成立起头5年内完全免除所得税;在5年到10年内按10%的税率征收所得税;在10年后风险投资基金的存续期内按15%的税率征收所得税。
- 3) 实行对合伙制(包括有限合伙制)风险投资基金的税收优惠政策。税收征管机关应把合伙制风险投资基金作为非纳税主体来看待,在其存续期内,直接征收投资者的所得税,而不征合伙公司所得税。

8 建立民办官助的风险投资体制

现代经济学普遍地用“市场失灵”来解释政府干预的合理性。但政府的过度干预和不当干预也会导致“政府失灵”。政府提供的基本服务是建立各种制度。作为制度供给者的政府如果不能及时满足市场的制度需求,“政府失灵”便由此而产生。政府不去制订风险投资所需的制度,而妄想依靠政府资金通过直接参与来引导大量民间资金的进入,起步之初就犯了一个逻辑上的错误。澳大利亚在20世纪80年代曾经尝试过建立由政府主导管理的风险投资基金,同时实行了投资前免税的150%的优惠政策,但是这种风险投资运作方式最终难逃失败的厄运。美国中小企业管理局(SBICA)越俎代庖的经验教训也充分说明了政府直接参与风险投资是不可行的。经验表明,政府的直接参与不仅混淆了产权,而且降低了整顿秩序和风险投资运营的绩效,喧宾夺主的结果只能是弄巧成拙、事与愿违。临渊羡鱼,不如退而结网。深圳市政府在“深创投”中减持国有股份,让利于民,逐渐将风险投资的主体转让给民间资本的做法,对于政府主导型风险投资向民间资本主导型风险投资转化,完成风险投资主体的转移,不无借鉴意义。

(下转第172页)

知, $\alpha : a_{N_1}(A) \rightarrow (a)_{(N_1)}(A)$ 是 $X_1 / N_1(A)$ 到 $X_2 / (N_1)(A)$ 之间的一个同构. 因而, 映射 $(\alpha = \alpha) : a_{N_1}(A) \rightarrow (a)_{(N_1)}(A)$ 是 $X_1 / N_1(A)$ 到 $X_2 / (N_1)(A)$ 上的一个满同态.

参考文献:

- [1] Kuroki N. Rough ideals in semigroups[J]. Information Sciences. 1997, 100:139~163.
- [2] Kuroki N. The lower and upper approximations in a fuzzy group[J]. Information Sciences. 1996, 90:203~220.
- [3] R. Biswas and S. Nanda. Rough groups and rough subgroups[J]. Bull. Polish Acad. Math. 1994, 42:251~254.
- [4] Pawlak Z. Rough sets[J]. International Journal of Computer and Information Sciences. 1982, 11:341~354.
- [5] 张文修, 吴伟志, 梁吉业, 等. 粗糙集理论与方法[M]. 北京: 科学出版社, 2001. 93~97.
- [6] Jacobson N. 基础代数[M]. 北京: 高等教育出版社, 1987.

(上接第158页)

应按照“以民为主, 官民给合”的思路成立风险投资机构, 或者说采取“官助民办”的模式发展我国的风险投资事业. 其特点是要政府搭台, 企业唱戏. 政府主要在提供启动基金, 营造良好发展环境, 健全退出机制等方面发挥积极作用. “官助民办”的主要思想是政府资本投入风险投资基金, 但不控股, 让民间投资主体进行管理运营. 政府应综合运用税收、信用、贴息贷款以及政府采购等多种支持手段, 调动民间投资主体的积极性, 提高政府支持效率.

9 加快风险投资专业人才的培养和引进, 为规避风险创造人才资源高地

几乎所有投资者都恪守一条座右铭: 有好的经营者, 总能找到好项目; 没有好的经营者, 好项目也做不成功. 风险投资人才至关重要. 从事风险投资事业的人才, 不仅需要掌握金融领域的相关知识, 而且还应当熟悉相关产业的高新技术. 只有这样才能对投资项目进行正确评估, 降低投资风险.

风险投资的真谛是对投资风险的驾驭, 必须有专门化的管理人才对风险投资公司和风险企业的经营进行严格的管理. 风险投资能否成功, 直接与风险投资管理人员有关. 在我国, 这种具备科技、金融、企业管理等多方面知识的综合性人才严重缺乏. 这也是风险资本投资阶段后移的重要原因之一.

在人才建设上, 一方面, 可通过改进教育体制, 培养创新思维能力, 注重在职培训和继续学习来提高本土人才综合素质; 另一方面, 可从海外引进高层次风险投资人才来建设高素质的风险投资人才队伍.

10 结束语

风险投资是科技成果产业化的“助推器”. 我国目前风险投资资金供给主体单一, 供给总量不足, 规模过小. 影响风险投资资金供给的因素有收益、风险、信用、金融机构的参与、竞争、税收、法律制度等方面. 由于风险投资是一个由融资、投资、管理、退出等环节构成的, 复杂、开放的循环系统, 为了改善风险投资资金的供给状况, 就要从优化风险投资的运营环境入手, 使风险投资体系诸环节步入良性循环的轨道, 增大对投资者的吸引力.

参考文献:

- [1] 黄 达. 货币银行学[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1999. 109~380.
- [2] 姜波克. 国际金融学[M]. 北京: 高等教育出版社, 2000. 62~289.
- [3] 霍文文. 证券投资学[M]. 北京: 高等教育出版社, 2000. 7~168.
- [4] 刘红忠, 朱 叶. 金融市场学[M]. 北京: 高等教育出版社, 2000. 11~236.
- [5] 斯蒂利茨. 经济学(中译本)[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1998. 76~514.
- [6] 李 扬. 中国金融理论前沿[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2001. 255~271.
- [7] 徐绪松. 投资项目的评审[M]. 北京: 民主与建设出版社, 2002. 36~321.
- [8] 风险投资论坛[OL]. 中国风险投资商务网, <http://www.cut.com.cn>.