

我国风险投资现状分析及发展思考

李作战

(武汉水利电力大学 经济管理学院, 湖北 武汉 430072)

摘要: 从比较的角度, 对我国和发达国家之间的风险投资在现状及差距方面进行了探讨; 运用实证和规范分析方法, 针对当前我国风险投资中存在的不足, 提出了具体配套的实施措施和发展方向。

关键词: 风险投资; 高新技术; 资本市场; 知识产权; 金融支持

中图分类号: F830.592 **文献标识码:** A

风险投资(Venture Capital), 从广义讲, 包括对一切有意义的开拓性、创业性经济活动的资金投放。从狭义讲, 是一种主要对尚处于创业期的未上市的且具有高成长性的新兴企业(主要是新兴高科技企业)做长期股权投资, 旨在促进新技术成果尽快商品化, 并通过所投资企业的资本增值来实现投资回报的一种投资方式。目前, 大多数学者及经济合作与发展组织(OECD)成员国均采用后一种理解。

现代意义上的风险投资真正产生于20世纪40年代的美国(普遍认为其产生标志是美国研究与发展公司ARD的成立), 但其兴起繁荣是在20世纪80年代的事情^[1]。经过整整20年的发展, 风险投资在美国已成为较为成熟也较为成功的行业。风险投资对美国新经济的推动作用及巨大贡献, 可以说是发挥得淋漓尽致。美国“二板”Nasdaq的证券市场市值超过伦敦和东京, 位居世界第二。有人形象地说, 风险投资带动了知识经济的发展, 它代表着一个新的经济时代——19~20世纪之交是大工业资本的勃兴时期, 那个时代的象征是钢铁、汽车、石油和流水线生产, 摩根、福特和洛克菲勒是时代的英雄; 20~21世纪之交是风险资本兴起的时期, 时代的象征变成了电脑、因特网和移动通信, 盖茨、戴尔和葛洛夫是这个时代的象征。

一、我国风险投资的发展回顾及现实意义

我国的风险投资最早萌发于80年代初, 当时全球正处在一场新技术革命时代。太平洋彼岸的美国“硅谷”以及风险投资对新技术革命的推动作用, 已经映入国人的眼帘; 恰在这时, 1985年在《中共中央关于科学

技术体制改革的决定》中指出: “对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作, 可以设立创业投资给予支持。”这样风险投资在中国发展就有了政策上的依据和保证。但由于缺少相应的体制支持和机制环境, 从80年代初到90年代中期, 我国风险投资还处于起步阶段, 发展非常缓慢。

对风险投资进行考察、调研和尝试的浪潮, 来自于1995年国务院《关于加速科技进步的决定》和1996年国务院《关于九五期间我国科技体制改革的决定》中对科技风险投资的再次强调。同年《中华人民共和国促进科技成果转化法》的颁布实施, 对我国风险投资的发展更是起到了积极的推动和促进作用。在此后的两年中, 各种风险投资公司、咨询公司等大量涌现。据有关资料, 全国22个省市已创办的各类科技信托公司、科技创业投资和科技信用社就达80多家, 具备了35亿元的投资能力。同时各地方政府对设立风险投资均出台了一系列的优惠政策和保障措施。风险投资在我国出现了“星星之火”的良好势头。

1998年, 随着知识经济对我国的冲击和影响, 越来越多的有识之士意识到发展我国的风险投资对我国经济发展的作用。在1998年3月的全国人大、政协“两会”上, 民建中央提出的《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》被列为“一号提案”。1999年8月全国技术创新大会的召开以及《中共中央国务院关于加强技术创新, 发展高科技, 实现产业化的决定》的贯彻实施, 使全国上下对新的科技革命带来的严峻挑战和难得机遇有了更深刻的认识, 必将对我国风险投资的发展产生深远的影响。

当今世界各国综合国力竞争的核心, 是知识创新、技术创新和高新技术产业化。美国把技术进步视为

“经济增长的火车头”；日本提出技术立国，经济由贸易型战略转变为技术型战略；欧盟把积极推进科技产业化作为科学政策的主旋律。目前发达国家的科技进步对经济增长的贡献已达60%~80%，而我国只有30%左右。我国每年有专利技术2万多项，省部级以上科研成果2.5万多项，但转化成商品并形成规模效益的仅占10%~15%。我国要在21世纪成为经济强国，也必须加快科学技术发展并加速高科技的产业化。风险投资作为在市场经济条件下科技成果和高新技术产业化的主要“推进器”，对我国科教兴国战略的实施、经济增长方式的转变、综合国力的提高都具有非常重要的现实意义。

1. 创新精神使之成为实施科教兴国战略的突破口之一。科教兴国是一项长期工程，必定是先从某一领域、某一行业打开缺口而后带动其他领域、其他行业共同发展^[2]。风险投资是寻找新的科技转化突破口、新的经济增长点的主要手段。

2. 中介作用使之能有效地将高科技与金融联系起来，产生互动效应。风险投资本身是市场经济、高科技经济的产物，是金融体制创新的结果，是将高科技与金融直接联系的桥梁，是当代最先进的金融与科技运作方式之一。

3. 融资功能可以改变我国80%以上的科技成果处于闲置的状态，有效地促进技术转化和技术扩散，进而促进我国产业结构的合理化和高度化，提高经济增长的集约化程度。风险投资最为关心的有两点，即投资对象技术是否具有独到性、先进性及此项技术能否产业化、国际化，因为这样才符合风险投资的本质——赢得巨大市场和超额利润。因此，引进风险投资机制，将对传统的科技运作体制产生巨大冲击，从项目立项到产业化的整个过程，风险投资都将起到其独特的促进作用。“山雨欲来风满楼”，可以想象，21世纪将是中国风险投资业勃蓬发展的时期。

二、我国风险投资的现状分析

从风险投资在我国的发展历程可以清楚地看到，尽管我们很早就开始发展风险投资，但至今还没有真正形成一个行业，也没有形成高技术产业发展的一个强有力的融资渠道。其现状特点主要表现在以下几个方面。

1. 风险投资公司(企业)的“能量级别”低(规模小、数量少、资金弱)，达不到产业规模，因而难以在高科技产业化方面起到主导作用。一些风险投资公司只有上千万元甚至几百万元的资本(1998年美国有3 000

多家风险投资公司，风险基金规模平均达9 000万美元)，只能支持一些投资少、风险低的短平快项目。受“块头”、实力限制，无法通过组合投资来分散风险，缺乏抗风险能力，资金难以快速地滚动发展。风险资本不足是风险投资事业不能尽快发展起来的主要原因。

2. 风险投资的融资渠道狭窄，资金流量单一、有限，导致了科技风险基金的风险投资职能很弱，风险投资行为也不规范。国外风险投资的资金来源渠道主要有：富有家庭及个人、养老基金、捐赠基金、银行持股公司、投资银行、外国投资者等。我国目前风险投资主体主要是政府，来源主要是银行的科技开发贷款。虽然在发展初期由政府资助扶持风险企业发展是完全必要的，但随着风险企业向纵深发展，开辟多渠道的融资体制更具有长远意义。因为在政府财力有限的前提下，风险资金无法形成良性循环，同时由政府行为来代替市场的风险投资行为，往往也是低效的。

3. 知识产权制度的不完善及资金市场化程度的脆弱，使我国风险企业的技术风险和市场风险加剧。一方面，我国国内的高技术市场大部分被国外产品占领，这使得我国的风险投资企业面临着巨大的技术风险和市场风险；另一方面，由于我国资金相对比较短缺，市场化程度不高，投机者可以利用经济转型期出现的漏洞，不必冒很高的风险便可获得很高的收益。加之，我国现行的知识产权保护制度覆盖面比较狭窄，对知识产权的保护不力，损害了一些进行高技术创新活动的科技人员的利益，使他们的高投资不能获得很高的收益。

4. 风险投资退出机制不畅，使一些潜在的投资者因惧怕“投进去，收不回”，而对风险投资望而却步。风险投资是一种权益投资，其投资对象是处于创业期的未上市的具有高成长性的新兴企业，要求有相当高的回报来补偿其承担的高风险。若只是为了获得红利，那么即便是高成长企业的很高的利润和红利也无法充分补偿这种投资的高风险，因此只能走退出渠道：高价出售、上市或回购。

但目前我国还没有形成良好的退出机制。就风险投资的三种退出方式而言，首先是我国股票市场虽然经过了一段时间的发展，但还没有适宜高科技企业上市的第二板市场，因此风险投资公司很难将成功的风险企业辅助上市；其次，不少高科技公司、企业脱胎于高校、研究机构，它们与原单位的产权关系模糊，加上我国产权评估机构和产权交易市场不发达，使得我国高科技企业很难自由的转换产权，这又阻碍了转让股份的道路；再次，风险企业一般是在缺少资金时才会有融资需求，其创立者无法通过回购来满足这一要求，因

此第三条路也行不通。这种状况造成风险投资公司进入容易退出难,无论风险企业发展好坏都不得不继续提供管理和融资,因而非常不利于风险投资的发展。

5. 风险投资的政策资源和人力资源尚缺乏,这是我国风险投资目前急待解决的问题。目前国家对风险投资的关注尚停留在试点阶段,其发展处于自发状态,缺乏风险投资的激励机制和保障机制,对风险投资的发展规划、政策及法律法规建设还是空白,不具有像美、日等发达国家那样充足的扶持性政策。另外,风险投资家应是具有较强工程技术基础知识,有金融投资实践和高新技术企业管理实践的“通才”,我国目前不仅缺乏这类精通风险运作的人才,而且现行的人事管理体制和教育体制也不适合这种人才的培养和成长。

三、世纪之交我国风险投资的发展思考

1999年8月《中共中央国务院关于加强技术创新,发展高科技,实现产业化的决定》中指出,高新技术成果商品化、产业化,要从体制改革入手,激活现有的科技资源,加强面向市场的研究开发,使科技成果迅速而有效地转化为富有市场竞争力的商品。为了实现这一跨世纪的目标和要求,必须借鉴国外风险投资的成功经验,并结合我国目前的实际情况,大力发展风险投资事业,推动科技进步,实现中华经济复兴。

1. 大力开拓融资渠道,建立多层次的风险投资网络,壮大风险投资业的“块头”。我国现有的风险资本“能量级别”过低,无法承担发展高科技产业的重任,因此挖掘和开辟新的融资渠道已刻不容缓。风险投资比较发达的国家和地区,一般都实现了风险资本来源的多元化。风险投资机构可以通过公开上市、定向募集、发行债券等多种方式筹集资金。我国目前在政府出资占大头、唱主角的情况下,应有意识地着力培育多元化、多层次的风险投资网络,鼓励部分工商企业、银行、信托公司、保险公司、社会保障基金、投资基金等参股组建风险投资公司,允许条件成熟的风险投资公司上市,并以法律手段保障其合法权益。特别值得重视的是我国居民储蓄已超过6万亿元,个人资产达百万元以上的人数已超过百万^[1]。随着经济发达地区居民的投资意识不断增强,再加上国家给予更灵活的政策,这部分沉淀资金是大有潜力可挖的。

2. 积极引进国际风险投资,走内外并举之路。风险投资的高收益和高风险并存,从国外风险投资经验看,一般是“成三败七”甚至是“九死一生”。这个成功率是针对有风险投资经验的专家而言的,而初期经验

较少者则难以达到这样的水准。目前我国风险资本资源宝贵,风险投资公司起步较晚,经验少,若按这个比例仅以国内资金来源为基础来发展我国的风险投资,结果必然是势单力薄,凶多吉少。

因此站在稳妥推进的角度,大力引进国际风险投资是一种积极的解决办法。1997年在新加坡和香港举办了两次亚洲风险投资年会,云集在那里的风险资本达上百亿美元。它们在中国的大门前徘徊犹豫,不知该不该进来也不知如何进来。面对这样一笔庞大的资源不用,是否大为可惜?如果我们适当调整政策与环境,对风险投资敞开大门,吸引部分风险资本入境,发展我国的风险投资业就可以做到内资外资交叉运作。初期建议以经验丰富的外资为主,内资辅助参与,边学边干。这样既可降低风险,又可学到国外成熟企业的经验和技术,从而对加快我国风险投资事业的发展,起到事半功倍的效果。

3. 加大政府扶持力度,建立良好的风险投资环境。风险投资离不开政府的支持,在政府对风险投资的扶持方面,我国与世界发达国家之间的差距较大。美、日等国政府及欧盟为鼓励风险投资的发展,均制定了优惠政策。例如50年代,美国国会修改《国内收入法规》,允许对企业投入达25 000美元的投资者从其普遍所得中冲销由此项投资带来的任何资本损失,减轻其税负。1978年美国再次将长期资本利得从49%降至28%,1980年又降至20%,形成了美国风险投资业发展的第二次高潮^[3]。中国在“入世”之前应加紧考虑并制定一系列风险投资法规,按照有关法律向风险投资企业或基金注资,对风险投资企业实行税收优惠或减免。另外在二板市场建立之前,政府应鼓励并扶持风险企业到境外上市。“政府搭台,企业唱戏”,才有助于我国风险投资的发展成熟。

4. 加快发展我国的资本市场,建立可行的退出机制。建立风险资本市场的关键是建立风险资本的出口(退出机制)。没有出口就无法获得高增长阶段的高利润,无法补偿失败项目的损失。让风险投资卷入常规企业,风险投资的功能就丧失了。所以,发展我国的风险投资应从建立风险投资的退出场所入手。

建立可行的退出机制的一个重要步骤是建立第二板市场。从风险投资角度分析,创立第二板市场的重要原因是降低风险企业上市的门槛。目前主板市场门槛太高,对于那些刚刚步入扩张阶段或者稳定成熟阶段的中小高新技术企业来说,存在着难以逾越的规模障碍。当然,第二板市场并不是风险投资的唯一退路,发展兼并收购市场也是风险投资的重要退出途径^[4]。在我国目前条件下,我们可以借助 (下转第46页)

较电网本身的电能,输电交易的电能十分大的话,SRMC 价格也许与输电服务实际的运行成本不相符。

(4)LRMC 定价法:比较真实地反映市场价格。在此方法中,输电服务的价格由长期边际运行成本及长期边际扩建成本决定。长期边际运行成本指输电服务前后电网运行、维护成本的边际变化。长期边际扩建成本不只着眼于电网已经发生的扩建投资,而且在一个很长的时间段内,计算由于输电服务致使电网扩建所需的成本,是即将进行的投资。然后将成本在每项输电计划中分配,分配的方法可分为四种:按功率分配法;按功率—公里分配法;边界潮流法;逐个计算法。

(三)综合定价模式

这种定价模式综合考虑了微增定价模式及参与定价模式的特点,一般来说,在此模式下,输电服务的定价是基于嵌入成本及提供输电服务而引起的微增成本的总和。综合定价模式使输电价格不仅是最优的经济信号,也能保持收支平衡,使电网的运用最优。

需要指出的是,输电服务定价是与输电服务成本不同的,除了输电服务成本外,输电服务定价还应考虑环境与经济效率的因素,例如,如何降低成本、满足用户的需求;怎样定价才能激励输电服务的进行。输电服务定价的目的,在于制定出的输电服务价格在提高经济效率的同时,满足用户及电网公司双方的共同利益。

参考文献:

- [1] 于尔铿,韩放,谢开,等. 电力市场[M]. 北京:中国电力出版社, 1998.
- [2] Dariush Shirmohammadi. Some Fundamental Technical Concepts about Cost Based Transmission Pricing[J]. IEEE Transactions on Power Systems, 1996, 11(2): 1002—1006.
- [3] Dariush Shirmohammadi. Cost of Transmission Transaction: An Introduction[J]. IEEE Transactions on Power Systems, 1994, 6(3): 1006—1010.

(责任编辑 彭庆荣)

(上接第 42 页) 主板市场上的上市公司在资金募集方面的优势,鼓励上市公司收购兼并已处在扩展期的风险企业,使风险投资尽早以高收益的结果成功退出。这样才能使风险投资形成资金外的良性循环,才能吸引更多的投资者参与风险投资,使更多、更大规模的风险投资投向高新技术产业,促进科技成果的转化。

5. 加强和完善知识产权保护制度,严格执行有关法律,是吸引和保护风险投资者不可缺少的武器。据深圳市科技局领导介绍,深圳之所以成为中国高新技术产业的龙头老大,是与它强烈的知识产权保护意识分不开的。知识产权保护制度对风险投资的重要性有别于其他产业,这是由风险投资“研发费用高,生产成本低”的特点决定的。如果没有对知识产权的有效保

护,将直接威胁到风险投资的生命线。当前不仅需要完善保护知识产权的法律法规体系,更需要有效地执行这些法律法规,既保护知识产权所有者的利益,也保护风险投资人的利益。

参考文献:

- [1] 胡海峰. 创业资本经营[M]. 北京:中信出版社, 1999.
- [2] 付家骥. 技术创新学[M]. 北京:清华大学出版社, 1998.
- [3] Smith B, Barfield C. Technology, R & D and Economy [M]. The Brookings Institution, 1996.
- [4] 李梅,李作战. 投资银行在企业并购中的作用[J]. 投资与合作, 1997, (5): 12—14.

(责任编辑 彭庆荣)