

风险投资研究

凌 婕

风险投资这一新型的投资方式和制度开始吸引越来越多的关注目光,在我国大力发展风险投资的呼声日益高涨,然而风险投资是什么?其运作机制怎样?中国是否需要风险投资?中国发展风险投资的环境是否具备?面对这一系列的问题,我们有必要对风险投资进行一番研究。

一、风险投资的特征

风险投资的本质内涵现在较为成熟的观点是:向风险企业和风险项目提供资本支持,并通过资本经营服务,培育和辅导风险企业创业,在企业完成创业过程后即退出投资,以获取资本增值,从而更大规模地投入新的企业和项目中去。由此可见,风险投资具备一些区别于其他投资方式的显著特征。

1. 特定的投资对象 风险投资的领域相当广阔,涵盖了几乎所有运用高新技术成果有可能为社会提供高质量,高效率,低成本的产品或服务,并取得高额投资回报的领域。这些领域大致可分为:(1)信息技术,包括计算机硬件,信息通信,互联网络,半导体等;(2)健康产品和服务,包括生物工程,医药及医疗设备,健康服务等;(3)新型消费品及服务,主要是互联网发展而带来的网上购物,网上速递等新兴行业。在美国,1997年以上三项风险投资的投资金额占总投资的98%,其中又以信息技术所占比例最高,达61.9%。

风险投资的对象通常仅仅是一个有关产品或服务的想法,这一产品或服务在未来的市场中可能给投资者和经营者带来巨大的商业利益,但在目前这些仅仅是想法或点子而已,因而风险投资基金又被称为“种子基金”。

一般来说,任何一个企业的发展都会经历4个阶段:筹备阶段—初创阶段—扩展阶段—成熟阶段,伴随着企业的成长和企业规模的扩大,每一个企业都会面临多轮融资需求用于扩大企业的规模和增加企业所提供的产品或服务的数量。对于任何一个企业,其融资渠道不外乎以下几种:

第一,以银行为中介的间接融资渠道。作为融资中介的商业银行其经营的方针是在确保安全性的前提下,注重流动性和盈利性,为保证贷款的安全性,对贷款对象的资格审查就成为其对企业进行贷款决策中最重要的一环,而贷款对象良好的财务状况、经营状况则是获得信贷资金的必备条件,同时,银行在进行贷款时往往还会要求企业提供相当的担保,能够获得银行信贷的企业都是已经具有相当的规模,有着良好的经营业绩和较为明朗的发展前景的企业。

第二,以证券机构为中介的直接融资渠道。企业可以在证券市场上通过发行股票和债券获得资金,依照各国的证券法规,凡是希望通过资本市场获得融资的企业都必须满足一定的条件,这些条件包括程序要件和实质要件,其中,有关实质要件的内容都无外乎是对企业经营业绩的要求。

公司必须具备一定的现实盈利能力是公司通过资本市场融资的前提条件。

纵观企业在不同阶段的筹资活动,当属在初创阶段的难度最大,尤其是高风险的高新技术投资项目。这一阶段通常是企业的技术发明和技术创新阶段,新技术、新项目或新产品还停留在设想阶段,初创企业不可能具备现实的盈利能力和确定的市场发展前景,因而企业难以得到银行信贷的支持,也无法通过资本市场筹集资金。

区别于其他金融机构通常在企业发展进入高增长低风险时才给予资金支持的“锦上添花”作用的,是风险投资公司往往在企业处于高风险低盈利的初创阶段给予资金扶持的“雪中送炭”功能,风险投资的出现为那些在初创阶段不具备一定融资能力的中小型高新技术企业提供资金支持,对高新技术的产业化具有巨大的推动作用。风险投资公司甘愿承担企业的创业风险,参与企业创建过程,解决高新技术企业早期发展的资金问题。在企业技术创新阶段,风险投资公司与企业紧密合作,协助企业尽快成长,使新产品尽快成熟,快速占领市场,使企业很快能够过渡到成长期。在成长期企业发展最迅速也最需要更多的资金投入,此时,企业的发展前景已基本明朗,企业经营的高额利润一方面为风险投资公司带来丰厚的收益,另一方面,企业良好的经营业绩和越来越明朗的商业前景使企业开始具备获得银行信贷支持以及通过发行股票、债券等融资工具在资本市场上筹资的能力,这为风险投资公司在企业发展进入成熟阶段后退出企业打下基础。由于投资过程中存在多项不确定性因素,使风险投资正如其名称一样具有高风险。据统计,发达国家风险投资公司支持的风险企业,其中 20%~30% 完全失败,约 60% 受到挫折,只有 5%~20% 获得成功。同时,风险投资在成功企业的资本收益非常高,发达国家的经验表明,其资本收益率最高可达 200%~300%,平均收益也可达到 35%~50%。

2. 风险投资本身是一种商业行为 风险投资的对象决定其只能是一种商业行为,高新技术产品或项目的竞争性特点,决定了这种投资只能由除国家之外的民间投资主体来进行。

然而,由于风险投资的投资对象是一些将来可能极有发展前途的产品或设想,这类产品或设想具有较高的科技含量,如果项目得以顺利实施,带来的不仅仅是企业的高盈利,还有可能对国家科技水平的提高具有战略意义,因而具有较高的社会效益。因此,很多国家的政府都力图出面为这些中小企业和项目提供资金及其他优厚的条件,以帮助它们尽快成长。关键问题是要解决好民间投资决策与政府政策支持的关系。如果以政府投资来代替民间个体投资,则违背了风险投资的内在规律,导致与政策支持目标相反的结果。以美国为例,1958 年,美国国会授权有关部门设立政府风险基金,由政府负责管理,主要通过低息贷款以带动民间资本进入风险投资市场,支持中小企业投资公司进行风险投资,中小企业负责选定项目并进行投资,每投资 1 美元可从政府获得 4 美元的低息贷款,但这一措施实行的效果却事与愿违:第一,由于风险投资所需资本数额巨大,风险高,投资周期长,使中小企业投资公司有还款压力,因而许多公司在取得低息贷款后并没有用于风险投资,而是转贷他人,从中稳赚利差;第二,中小企业投资公司因有政府支持而缺乏有效的竞争机制,不能培养和留住

高级管理人才,不能高效管理,出现大量亏损倒闭。这不但没有起到带动民间资本进入风险投资市场,反而使全美中小企业投资公司数目从1962年的585家减至1977年的276家,1978年中小企业投资公司管理的风险投资占全美风险投资总额的21%,到了1989年却已降至1%。这使美国政府的初衷无法实现,同时也成为各国政府在风险投资激励方面应当吸取的教训——风险投资本身是一种商业行为,在市场中有其自身的规律性,如果以政府行为来代替企业行为,最终只会事与愿违。

3. 与众不同的投资决策依据 风险投资在为企业投资之前,不同于一般商业投资的是,其投资者没有确切的关于企业经营状况和经营前景的数据作为投资的参考,投资决策更多地依赖于企业及投资者对企业发展前景的主观预测和共识,投资者最主要的考察对象是看该公司的管理层是否有能力,市场是否够大和有无发展潜力,以及企业所面临的市场竞争环境。可见风险投资的投资决策取决于以下两个方面:

第一,项目或产品本身的特征。产品或项目本身技术具有先进性、具有可预期的发展潜力及商业发展前景,产品或项目所面临的市场竞争结构是非完全竞争性的,企业有可能在市场上长期保持较大的竞争优势,这些都是获取风险投资青睐的条件。

第二,对人的选择。企业的管理者必须具备优秀的组织策划能力和良好的实干作风,同时还需具备一批高素质的技术人才。从一定程度上说,风险投资是一种对人的投资:对科技人员科研开发水平的投资、对管理人员管理水平的投资。

4. 别具一格的投资管理和获利渠道 与一般的股权投资不同的是,尽管风险投资也属于股权投资的范畴,在企业资本中占据较大的比重,但这些资本的投入并不以获得企业的控制权为依据。

从风险投资参与企业创业的过程来看,可大致分为以下3个阶段:

第一,进入阶段。此时,风险投资者会寻找今后在较长时期(一般5年以上)在市场上能够占据领先地位的高新技术项目。

第二,创建阶段。此阶段,是企业的技术创新阶段,风险投资的主要目标是以资金支持为主要手段帮助企业快速成长,尽早实现预期的商业目标,实现资产增值。此时,随着企业技术创新成果和预期商业目标的实现,企业发展一方面更加迫切需要大量的资金投入,另一方面,由于企业的经营前景开始明朗,企业通过各种融资渠道获取资金的能力增强,较好的商业收益使更多的投资者有意投资于企业。在这种情况下,风险投资者会配合公司利用各种金融工具扩大融资,包括股票上市、发行债券、发行可转换债券等融资工具,吸引更多的投资者介入,通过股权多样化可以有效地分散风险投资者的创业风险。

第三,退出阶段。此阶段企业的产品或服务被市场认可,技术开发和创新取得成功,通过第二阶段融资渠道的拓宽,一方面,企业获得更多的资金,实现了自身的发展和资本增值;另一方面,市场上竞争者介入,企业面临的市场竞争结构发生变化——由创业初期的寡头垄断市场走向垄断竞争甚至近似于完全竞争市场,企业投资者的高额利润逐步消除。此时,风险投资者通过股权转让的方式——抛售企业股票或将企业整体出售来退出企业,以此取得巨大的资本增值。退出企业的风险投资资本在数额上远远超过其在创业阶段对企业的投资额。

由此可见,风险投资的增值途径,一是通过实现对企业的股权投资收益;二是通过在资本市场上转让股权实现资本增值。两者相比后者对风险投资来说更加重要。因而企业的长

期控制权并不是风险投资所追求的目标,这也是其区别于一般的股权投资的特点。

二、建立我国的风险投资制度

在我国风险投资制度的建立已势在必行。随着现代企业制度的建立,企业逐步成为市场的主体,这意味着企业的融资渠道发生了深刻的变化:

第一,企业,尤其是大批国有企业,以往的资金来源是靠政府安排银行给予信贷支持,商业银行体制的建立,使商业银行成为自负盈亏的市场主体,以往具有行政计划性质的银行信贷退出历史舞台,这使得大批的企业,尤其是经营状况不佳甚至亏损的企业无法获得银行信贷资金,即使是经营状况尚可的企业也并非都能获得银行的信贷资金,企业的融资需求无法得到满足。

第二,我国资本市场的发展有待完善,企业上市的规模受到限制,企业上市筹集资金资格的授予实行的是审批制而不是考核制,直接融资的渠道依然相当狭窄。

第三,由于高新技术投资的特点,企业通过信贷渠道和资本市场融资的可能性本来就很小,国家投资在从竞争产品领域转向非竞争产品领域的同时,又鼓励和支持非国有经济的发展,使国有经济和非国有经济在市场中逐步享有同等待遇,从市场总体来看,资金的需求者急剧地增加,而资金的供给却没有同步增长,资金供求的矛盾依然突出,尤其是大批的中小型高科技企业,资金匮乏是十分突出的矛盾。科教兴国最终要靠大批的科技成果产业化,要靠大批的科研成果转化为生产力,而这转化的过程中资金的注入却是最基本的一步。以资助中小型高科技企业成长为目的和功能的风险投资到了可以发挥作用的时刻了。从目前我国的情况来看,建立风险投资制度应着重解决以下问题:

1. 政府支持的方式问题 风险投资本质上是一项商业行为,不能由政府来行使这一职能,但投资制度的建立没有政府的支持和扶助是不现实的,关键是扶持的手段问题。国家应该利用政府的税收政策和财政政策来予以扶持。税收政策和财政政策面对的是所有从事风险投资的经济组织,一方面通过税收减免和财政贴息使风险投资机构降低成本提高收益,另一方面,中性的税收政策和财政政策使企业因从事风险投资而获益,与企业的经济成分、企业的大小以及企业与政府的密切程度无关,可以最大程度地降低市场扭曲。当然在现阶段,由于民间资本介入有限,政府有必要注入部分资金,通过设立政策性风险投资机构进行风险投资的运作,这不仅对风险投资的发展有巨大的推动作用,而且通过政府的行为为大量的民间资本提供信心,逐步吸引民间资本介入风险投资领域,从而替代政府在风险投资中的作用。这种替代是大势所趋,符合风险投资制度的内在规律。因为从长远来看,政府投资设立政策性风险投资机构,很难从根本上改变产权虚置,所有者缺位的制度缺陷。

2. 风险投资的流动渠道建立和完善的问题 从风险投资的特点可以看到,风险投资进入企业的目的并不是获得企业的有效控制权,而是为了帮助企业尽快发展并获得在资本市场上进行融资的能力,通过资本市场上的产权转让实现资本的增值。由此风险投资在寻找到合适的企业,对企业进行注资后,必然要尽快寻找资金的出口,如何能使资金尽快地流出企业并实现资本的增值就成为风险投资组织最关心的问题之一。如果要等到企业完全进入成熟期,完全符合在资本市场上发行股票和债券进行筹资的条件,再进行股权转让的话,对于风险投资公司来说,这段时间太长,风险太大不符合其运行的原则。风险投资公司最希

望在企业获得风险投资渡过创业阶段,实现其预期的商业目标后,进而为扩大市场份额进行第二轮融资时就能退出企业。因为企业进入成长期后,投资风险显著减小,风险投资不再最具用武之地,而此时,企业的经营业绩和信用状况很可能还不符合上市的条件,对于这段资金供给的缺口,就需要有资金的场外交易市场来解决。场外交易市场就是为那些暂不具备上市条件的企业进行筹资提供场所。各国的实践证明,场外交易市场确实为风险投资提供了资金的流动渠道,这样,风险投资就可以在企业和市场之间进行良性循环,实现其增值的目的。如果没有场外交易市场提供风险投资流出企业的出口,那么,风险投资要么不愿进入企业,要么将长期在企业内部运转,风险投资的收入来源就转变成股权收入,对企业进行有效的管理控制就必然成为风险投资获取收益的保证。这却与风险投资的初衷背道而驰。

3. 风险投资运行的法律规范问题 风险投资制度的建立不仅需要政府的政策扶持和场外交易市场的建立,还需要完善的法律制度进行规范。风险投资法律规范体系应包括法律保障、法律规范和政策鼓励3个方面。不仅要将对政府风险投资领域的鼓励政策法制化,还应通过法律的国家强制性使这些鼓励政策得以在实践中正确地实施,切实保障风险投资者的合法权益,避免因政策的灵活性使政策的受益者范围和权益人为地扩大或缩小。当然任何制度的建立除了鼓励和保障,还必须对违反法律规定的行为进行处罚,以使得政策的施行有法律的保障。从我国资本市场的实践可以看到,由于资本市场的运行先于法律的规范,到目前为止,资本市场上存在不少遗留问题。这些问题产生的根本原因是因为在当时的实践中没有相应的法律进行规范,为了利用政府的鼓励政策,地方政府为了保护本地利益,纷纷出台地方性的实施办法、政策及法规。由于地方保护倾向严重,使许多做法并不符合国家政策的初衷,在全国性的法规制定出台后,这些在地方保护政策下产生的种种不合理做法就导致产生一批权益受害者及资本市场的遗留问题。因此,在风险投资即将进入市场之前,应首先建立统一的政策和法规,以保障实践中有章可循。

由此可见,政府对风险投资制度的建立,除了政策鼓励以外,还应在市场环境的完善和法规建设方面发挥作用。

(作者单位:上海对外贸易学院)

