

风险投资理论 和政策的研究

夏清泉 凌 婕

摘 要: 风险投资是一种高风险的资本运作方式。本文通过对其运作过程的风险揭示及我国风险投资存在的问题,应用层次分析(AHP)和模糊综合评价方法对我国市场进行分析得出结论:(1) 投资者在进行风险投资决策时,考虑各风险因素的重要程度次序为:企业家风险、技术与生产风险、市场风险、退出风险。(2) 目前我国风险投资市场中,投资者面临的风险由大到小的因素为:退出风险、市场风险、企业家风险、技术与生产风险、环境风险、金融风险。我国风险投资市场管理的主要目标应是吸引更多的风险资本,使我国的高科技成果有更多的机会得到开发和转化为现实的生产力。要解决风险投资发展中的“瓶颈”风险因素、完善市场机制,必须在转变观念、提高管理方式的灵活性、遵循市场管理各项原则以及完善法制和政策体系建设等方面作出努力。

关键词: 风险投资;风险因素;风险分析

中图分类号: F830.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2002)05-0043-05

一、我国风险投资实践和研究存在的问题

我国风险投资的发展已有 10 多年的历程,风险投资业为推动我国高科技产业的发展发挥了重要作用。但是,在风险投资的实践中,我国也遇到了挫折和教训。由于许多风险投资机构存在着运作不规范的问题,在资金投向上随意性很强,陷入经营困境。中创公司的倒闭就是典型的案例。总体上看,我国的风险投资业无论是从规模、发展速度,还是从质量上与发达国家都有相当大的差距。风险投资业的市场化机制尚未建立,发展的外部环境不完善,也对风险投资的实践造成了巨大的障碍。

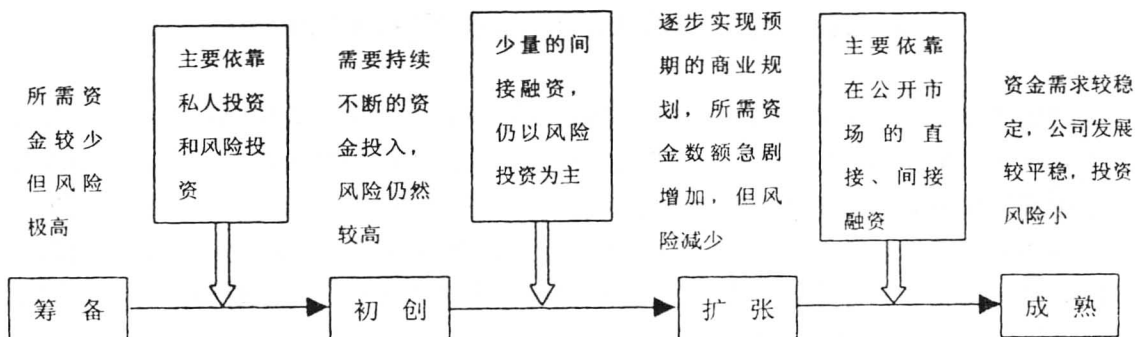
我国风险投资的研究,是从促进高新技术产业化开始的。到目前为止,在理论上有许多问题已形成共识,如在风险投资的概念与功能、外部环境及条件、运作机制等方面的研究上,

但也有许多争议的问题。总体来看,我国对风险投资研究具有以下一些特点:(1)主要是对国外有关文献的介绍、引进与分析,缺乏通过对我国风险投资市场的实证统计分析提出其研究的结论。(2)我国的研究多偏重于宏观问题,缺乏对于风险投资公司实际运作过程中微观决策问题的深入研究。(3)大部分研究从高新技术产业化角度展开,容易导致忽视微观主体经济利益,使风险投资公司运作偏离理性决策轨道,尤其是目前风险投资机构大部分由国家注资的情况下更易出现经营理念的失误。

我国风险投资的实践和研究应按市场发展的现实要求来进行。(1)要注重实证研究,注意从风险投资的实际运作中探索适合我国国情的风险投资模式。(2)国家扶持风险投资相关政策的制定应以实证和深层次的理论研究为基础,主要解决风险投资在发展过程中亟待克服的“瓶颈”问题,把大多数风险投资家都吸引到我国的风险投资市场上,使我国的风险投资能快速发展。(3)应加强风险投资深层次理论的研究。在我国现行环境下不是建立了风险投资公司、设立了二板市场就可以解决风险投资的价值产出问题,而要从深层次问题,如金融与科技的体制、市场、法规、创新、风险、改革、评估、管理等方面来进行探索。(4)应通过对风险投资公司微观运作机理的研究来建立宏观运行环境,如通过对风险投资公司的内部组织与治理问题的研究来制定宏观管理政策。

二、风险投资运作的特点及风险揭示

风险投资具有区别于其他投资方式的显著特征:(1)特定的投资对象及方式。风险投资的领域相当广阔,涵盖了几乎所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。风险资本进入企业的方式和时机也具有特殊性(见附图)。(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。(3)与众不同的投资决策的依据。风险投资家在向企业投资时最主要考虑的问题是投资对象管理层是否有能力、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等。(4)别具一格的投资管理和获利渠道。风险资本的进入并不以获得企业的控制权为依据,而是通过运作实现股权投资收益和在资本市场上转让股权实现资本增值。(5)风险投资是高风险的投资方式。风险投资从其运作开始就蕴涵着巨大的风险,无论是在筹资阶段,项目筛选、



附图 企业成长各阶段的资金需求与融资来源

评价和决策阶段,还是投入资金进行项目管理,以至最后获利都有非常多的变数,可以说,风险投资的运作就是风险识别、评价和管理的过程。

投资者在风险投资运作每个阶段的目标和面临的风险是不同的。而风险资本进入风险企业后,是依据企业的发展阶段,即种子期、创立期(启动期)、成长期(发展期)、成熟期(退出期),来进行风险管理和控制的。

1. 种子期 这一阶段资金的进入风险会极高,企业的产品和经营方式还只停留在一个概念和计划中,因此在这一阶段风险投资家会谨慎地投入少量资金,并且会要求更多的企业股权,以保证实现较高的预期收益率。

2. 创立期(启动期) 这一阶段企业开始进行生产运作,但投资风险依然很高,风险投资家通常以优先股进入,投入的资金主要用于策划市场营销、试探市场竞争状况。但投资家也会要求 40%~60% 的较高预期收益率。

3. 成长期(发展期) 这一阶段产品开始销售,由尚无盈利到开始产生盈利,但此时企业的净现金流量很小,投资风险依然较高。这一阶段,风险投资的资金主要用于提高市场占有率,购买更多设备,扩大生产力以求规模效应,加强营销,产品升级换代,保持稳定的利润增长速度。这一阶段投资家也会要求 25%~50% 的较高预期收益率。

4. 成熟期(退出期) 这一阶段企业快速成长,接近饱和状态,投资风险较低,但仍有可能产生管理者流失、财务控制失当的内部风险和市场增长率降低、公司上市受阻的外部风险。这一阶段进入的资金是为了维持盈利状况,等待时机准备上市或转售给其他投资者或让其他企业来兼并,或部分变现前期投资,调整股权结构和管理者的股份。对风险投资者而言主要是退出时的风险。

风险投资家面对的风险主要可分为以下几类:(1)商业风险:产品或服务的技术风险、企业或项目市场风险、管理风险、财务风险、竞争环境变化的风险等;(2)筹资风险:筹资来源(渠道)风险、筹资成本风险;(3)退出风险:退出时机风险、退出渠道风险。

三、我国风险投资市场的风险分析

通过对我国风险投资企业发展的研究,我们认为我国特殊的经济体制、经济发展阶段和市场经济的实践,决定了在我国进行风险投资决策所考虑的风险因素有其特殊性。风险投资者在我国市场中面对的主要风险因素可归纳为:企业家风险、技术与生产风险、市场风险、金融风险、环境风险、退出风险。笔者运用层次模型分析方法和模糊综合评价方法确定在我国风险投资市场中,各种风险因素具有以下特点:

(1) 风险投资者在进行风险投资决策时,考虑各风险因素的重要程度次序为:企业家风险(权重值为 0.3004)、技术与生产风险(权重值为 0.2410)、市场风险(权重值为 0.1904)、退出风险(权重值为 0.1871)。可见我国风险投资者把对企业的选择放在最主要的关注地位,这与国际上风险投资的状况比较一致,而在对企业的选择上,具体考虑的因素主要关注企业家的人格特点(性格、信用等)。

(2) 目前我国风险投资市场中,投资者面临的风险因素由大到小的次序为:退出风险(较高以上的风险隶属度为 0.8667)、市场风险(较高以上的风险隶属度为 0.8257)、企业家风险(较高以上的风险隶属度为 0.6379)、技术与生产风险(较高以上的风险隶属度为

0.4852)、环境风险(较高以上的风险隶属度为 0.4250)、金融风险(较高以上的风险隶属度为 0.2334)。可见我国退出风险、市场风险和企业风险被认为是目前风险投资家面临的最主要风险。

四、我国风险投资市场的管理

我国目前风险投资市场管理的主要目标应是吸引更多的风险资本,使我国的高科技成果有更多的机会得到开发和转化为现实的生产力。

1. 风险投资运作中观念的转变 我国目前风险投资运作过程中,对风险投资认识上的错觉应亟待改变,观念的转变是建立较完善风险投资市场的基础。

(1) 政府的定位观念。风险投资本质上是一种商业行为,政府只能作为管理者,而不能作为直接参与者,美国风险投资发展的经验也证明了这一点。但风险投资的发展与政府的推动是分不开的,尤其在发展初期。随着风险投资主体的发展,政府应逐步退出,把注意力放在引导和创造良好的投资环境上来。

(2) 创业者的观念。从我国风险投资家和创业者合作失败的案例可见,我国科技创业者对风险投资的认识有偏差。风险投资不是担保融资,不是银行贷款,更不是慈善事业,它要分享高科技企业超速发展的成果,要有高额回报收益。项目的科技含量、市场前景等固然重要,但风险投资家首先是将宝押在了“人”上,而不是押在项目本身。风险投资家主要看有没有优秀的管理层,愿不愿意接受对管理体系可能的改造和实施技术转移,看管理层是自我封闭型还是开拓开放型的。在风险投资行业中,创业者的素质是非常重要的,创业者要对自己有一个清醒的认识。

(3) 风险投资家的观念。我国投资者对风险的投资观念比较淡薄。而风险投资的高风险在于一步失误,全盘皆输。在美国正常情况下风险投资的成功率也只有近 30%。因此不能采用一般的项目投资分析方法来进行风险投资,而是要通过风险投资家对风险投资项目过程一系列环节的积极参与,运用自身广博的知识和高超的技能来进行精心构思和巧妙的管理,通过规模批量的投资后,变现退出高盈利的项目来弥补亏损获得总体的高收益。因此投资者在进入风险投资领域时,如果自己认为自身不具备风险投资家的素质的话,那么就在市场中选择一个合适的风险投资家进行合作,共同进行风险投资的运作。

2. 风险投资市场管理方法的灵活性与可变性 由于风险投资在我国处于发展的初期,无论是投资者还是作为管理者的政府都没有足够的经验,这就要求在市场管理方法上具有一定的灵活性与可变性,以是否有利于保护投资者利益来作为管理市场的宗旨,如果实践证明一项政策无法对投资者的利益予以足够的保护,就应该及时修改或者取消。

3. 风险投资市场管理应遵循的原则 针对我国目前风险投资市场的状况对其管理应遵循一定的基本原则,这有助于我国风险投资市场的快速发展。

(1) 政府以建立和创造市场环境为目标的原则。政府管理市场的着眼点应放在:第一,建立推动我国风险投资发展的政策体系,包括税收减免、政府贴息等;第二,建立适合风险资本变现的融资机制,完善资本市场,包括风险投资的退出机制等;第三,积极引导、推动风险投资机构的规范和发展,并制定相应的管理规定,明确监管主体及监管层次,建立风险投资市场的监管体系。

(2) 鼓励和支持民间风险资本流向风险投资领域的原则。从各国风险投资发展的经验来看,风险投资的重要参与者和主要的推动者应该是民间资本。我国民间资本的积累已经为风险投资的发展提供了客观的可行性,关键在于政府以何种政策和措施将巨额的民间资本引入风险投资领域。在今后一段时间内,鼓励和支持民间资本进入风险投资领域应成为政府的一项重要任务。

(3) 在法律上规范风险投资行为,保障投资者利益的原则。为了有效地将民间资本引入风险投资领域,关键的问题是要让民间资本家相信投资于风险投资领域是有利可图的。这就要求有一个公开、公平、公正和透明的市场秩序,对市场上各种不公平竞争的行为有严格的法律制裁手段,让投资者的收益切实地得到法律的认可和保障,保护投资者利益应该是政府建立市场秩序的根本原则和宗旨。

(4) 建立控制和分散风险机制的原则。风险投资中的风险单靠投资者个体是无法规避和消除的,如在我国被认为是最重要的资本退出风险。只强调由投资者进行风险管理是无效的,许多风险的消除只能通过市场建设来完成。目前我国缺乏一个高流动性的、多层次的资本市场和技术交易市场,因此应加快建立多层次的场外资本和产权交易市场,通过流动性来规避投资中的风险。

4. 我国风险投资市场管理的现实考虑

(1) 应加快我国风险投资体系法律构架建设的步伐。风险投资涉及到社会融资和向风险企业投资的经济行为,牵涉到当事人较为复杂的契约关系,需要建立一个完备的关于风险投资体系的法律构架,确定出最基本的“游戏”规则和标准,保证行为的规范和当事人的利益。

(2) 应加快风险投资相应市场建立的步伐。尤其是高流动性、多层次的资本和技术的场外市场以及相应市场规则的建立。

(3) 出台具体的优惠政策鼓励民间风险投资。对民间投资进入风险投资的鼓励政策可以采取多种形式,如优惠的税收政策、优惠的信贷政策,以及为小企业提供信用担保、信息服务等。但关键是政策的本身在适用上应该有一个公平的标准,使各种经济主体能够平等地享有相同的政策激励,促使他们在同等的条件下进行竞争,通过竞争产生一批优秀的风险投资家,这些优秀的投资家通过市场中建立的良好信誉,再积聚起更多的投资基金,实现投资管理的规模效益。

(作者单位:上海对外贸易学院)

参考文献:

- [1] 盛立军. 风险投资[M]. 上海:上海远东出版社,2000年5月.
- [2] 李心愉. 我国发展风险投资的难点和对策.《投资与证券》,2000,1.
- [3] 赵国忻. 国内风险投资问题的研究进展.《中国软科学》,2000,5.
- [4] 易可君,周先德. 中国风险投资业发展的障碍分析.《中央财经大学学报》,2000,5.
- [5] 张陆洋. 我国部分省市发展高新技术产业风险投资的研究.《中国软科学》,1999,7.
- [6] 宋逢明,陈涛涛. 高科技项目评价指标体系的研究.《中国软科学》,1999,1.