

制约我国风险投资发展的因素及对策

万君康 涂家云

(武汉理工大学管理学院,湖北 武汉 430070)

摘要 风险投资是促进高新技术产业化的重要手段,发展风险投资是一项复杂的系统工程,要涉及到各方面的因素。分析了制约我国风险投资发展的因素,提出了发展我国风险投资的对策。

关键词 风险投资 发展 对策

中图分类号 F832.4

文献标识码 A

文章编号 1001-7348(2003)05-128-02

0 引言

对风险投资的理解一直存在多种角度。根据全美风险投资协会的定义,风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业(特别是中小型企业)中的一种股权资本;相比之下,经济合作和发展组织(OECD)的定义则更广泛,即凡是以高科技与知识为基础,生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资,都可视为风险投资。

重依然较小,可支配收入依然是家庭决定其消费支出所考虑的首要因素。

(3)以消费支出的滞后一期作为自变量,其回归系数为0.3476,其高度显著。这表明在我国,居民当期的消费支出受其前一期消费的影响较大,我们将此解释为消费惯性。消费对于财富的反应更多的是一种消费习惯。而习惯性的反应是缓慢变化的,即便居民手中持有的财富或可支配收入增加,消费习惯也会对即期消费有较大影响。对于我国居民而言,这种消费习惯的影响会更大。实证结果也表明确实如此。

3 结论

由以上分析可以看到,从长期来看,我国股票价格指数与消费支出呈较弱的正向相关性,这说明我国股票市场在其发展过程

目前我国风险投资的规模有了相当大的发展。据中国科技金融协会1999年7月统计,我国约有92家风险投资公司,拥有74亿元的风险投资能力。但是我国风险投资发展的速度并不快,效果也不是很理想。发展风险投资是一项复杂的系统工程,会涉及到多方面的问题和因素,各种问题相互交错,各种因素相互影响。无庸讳言,在我国发展风险投资还面临着许多问题,存在着各种约束和障碍。要加快风险投资发展速度,必须对这些问题和障碍因素进行系统的研究,有一

中也带来了一定的财富效应,但由于我国股票市场的规模较小、投资者结构不合理、投资者收益分配格局不对称以及我国股市的“政策性”波动以及股票市场投资的不确定性等因素,制约了财富效应的发挥。在我国目前阶段,虽然股票市场的价格波动对于货币政策的变化有所反应,但是由于股票市场的财富效应不能发挥充分的作用,货币政策在由股票市场传导至消费领域进而传导至实体经济的这一途径中存在着阻塞。如何消除这些阻塞的因素是股票市场财富效应发挥的关键,也是货币政策通过股票市场影响实体经济的关键。因此在现阶段,用股市繁荣的财富效应来刺激消费需求、进而推动经济增长的政策主张也受到了一定的限制。但是,随着我国股票市场的不断发展与完善,股票市场在刺激消费、进而促进经济增长方

个全面的认识,并努力排除或减少这些障碍因素对发展我国风险投资的影响。

1 制约我国风险投资发展的因素

1.1 缺乏合理的激励约束机制

风险投资家在对风险企业投资之初,风险企业家(风险企业的创建者)作为风险企业的CEO(风险企业的首席执行官),自然成为风险投资家的首要激励对象。但由于风险企业家往往并不擅长企业经营,所以在经历一段时间之后,风险投资家常常会寻找经营

面的作用将会逐步显现出来。

参考文献

- 高莉,樊卫东,中国股票市场与货币政策新挑战[J].金融研究,2001(12)
- 李振明.中国股市财富效应的实证分析[J].经济科学,2001(3)
- 刘剑,张筱峰.中国股市有财富效应吗[J].审计与经济研究2001(2)
- Franco Modigliani,1971, Monetary Policy and Consumption, in Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages, Boston: Federal Reserve Bank of Boston
- Ludvigson, S. and C. Steindel, 1999, How Important Is the stock market Effect on Consumption? Economic Policy Review, Vol.5, No.2, July.

(责任编辑 曙光)

作者简介:万君康(1934~),武汉理工大学管理学院教授,博士生导师,研究方向为技术经济及管理;涂家云(1978~),武汉理工大学管理学院硕士研究生,研究方向为风险投资。

收稿日期:2002-10-18

经验丰富的职业经理人取代风险企业家而成为风险企业的 CEO。此时,风险投资家首要的激励对象则是职业经理。由于风险投资家并不参与风险企业的日常管理,所以风险企业 CEO 可以拥有有关风险企业的私人信息。当风险投资家提供的激励机制不足以对风险企业 CEO 进行完全激励时,理性的风险企业 CEO 追求不符合风险投资家目标的自身利益则成为了必然。在这种情况下,风险企业 CEO 将通过选择其经营行为以实现自身效用最大化。

在约束方面,我国风险企业普遍采用了公司制(特别是有限责任公司)的治理结构,表面上看董事会可以做到对风险企业 CEO 的全方位约束,但其实很难掌握分寸。约束过度,则限制了风险企业 CEO 的作用,放手不管,更可能出大事。因为风险企业 CEO 虽然不掌握公司最高决策权,却也很少承担经济责任,更不用说连带责任。因此,公司制从根本上来讲,很难做到对风险企业 CEO 的合理约束。

1.2 退出机制不完善

我国目前对风险投资退出有直接影响的法律主要是《公司法》、《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》等。由于我国在制定这些法律时,风险投资业尚未引起人们的足够重视,在立法上并没有反映风险投资的运行规律,这些法律的许多规定不利于风险资本的退出。

我国现行的《公司法》第 149 条规定“公司不得收购本公司的股票,但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其它公司合并时除外”。很显然,按照这个规定,风险投资家无法要求风险企业回购其持有的股份。

我国《证券法》第 78 条规定“上市公司收购可以采用要约收购或协议收购的方式”,这条规定是允许风险投资家采用要约收购方式的退出策略。但现行的《股票发行与交易管理暂行条例》第 47 条和第 48 条同时又规定,收购方在持有目标公司发行在外的普通股达到 5% 时要作出公告,以后每增持股份 2% 要作出公告,且自该事实发生日起二日内不得购买该股票,当持股数达到 30% 时应当发出收购要约。由于初次公告时持股比例偏低,只有 5%,致使收购者目的过早暴露;持续购买的比例只有 2%,当购买股

数达到 30% 发出收购要约时,收购方要公告 13 次。这样必然会使收购目标的股票价格持续不断上涨,给收购方带来巨大的成本障碍,因而这显然是不利风险投资家采用要约的方式从被投资企业退出风险资本。

我国《公司法》第 143 条规定“股东持有的股份可以依法转让”。这说明国家股东、法人股东与个人股东一样享有这种权利,对此,《公司法》第 148 条规定“国家授权投资的机构可以依法转让其持有的股份,也可以购买其他股东持有的股份”。但同时又规定转让或者购买股份的审批权限、管理办法由法律、行政法规另行规定。为此,国有资产管理局、国家体改委等部门特别发布了《股份有限公司国有股权管理的实施意见》、《股份有限公司国有股权管理暂行办法》等行政法规,明确规定国家股和法人股目前不能上市流通。很显然,这些规定为风险投资家采用协议收购的方式制造了巨大的法律障碍。

1.3 风险投资公司规模偏小,投资总量及来源不足

风险投资产业风险高,成功率低,成功项目收益高。投资公司或投资基金只有达到一定规模,才能实现投资组合,分散单个项目的风险。

从全世界范围来看,各国在制定发展目标 and 战略时,都十分重视科技的投入。美国是世界上 R&D 经费投入的大国,从 1989 年到 2000 年,美国 R&D 经费增加了 36%,R&D 经费在美国 GDP 中所占比重从 2.6% 提高到 2.79%。2000 年度美国 R&D 经费投入超过了 2 600 亿美元,其 R&D 经费占有经合组织国家 R&D 经费总和的 44%。目前只有美国、德国、日本的非政府科技投入超过了政府科技投入,而美国的非政府投资占到了近 70%。

我国的 R&D 经费却明显不足,已成为影响我国科技竞争力的主要因素。根据瑞士洛桑国际管理开发研究院(IMD)历年来的《国际竞争力报告》的评价结果,我国的国家创新能力与国家发展需求和国际先进水平差距较大,连续滑坡,近年来还有拉大的迹象。中国科技竞争力已从 1994 年的第 23 位下降到 2000 年的第 31 位。在科技竞争力的 26 个评价指标中,我国的 R&D 经费强度(指 R&D 经费开支占国民生产总值的百分比)列第 30 位,人均研究开发经费开支列第 40

位,人均企业研究开发经费开支列第 40 位,企业技术开发财力资源状况列第 41 位。历年来中国的 R&D 经费占 GDP 比例一直在 0.5%~0.8% 之间波动,而且绝大多数为政府投资,企业和社会的科技投入占很小的比重,风险投资所需资金总量和来源匮乏。

1.4 政府控股和证券市场的制度性弊端

政府和国有控股企业投资的风险投资公司必然具有国有企业的各种属性和弊端。如国有资产人格化难;企业家职业化难;激励相容难;自主经营和自负盈亏悖论。著名经济学家厉以宁也认为,风险投资,政府不要参与,否则一定会赔。只有放开限制,允许民间资本进入,才能真正拉动中国经济增长。

从“基金黑幕”事件到“银广夏”事件,关于上市公司的信用问题、证券市场的规范问题又成为人们关注的热点。我国证券市场有许多合法的、制度性的弊端,而且这些弊端会不可避免地延伸到二板市场。如果不加强规范,切实保护中小投资者的利益,势必会阻碍我国风险投资业的发展。

2 发展我国风险投资的对策

2.1 建立合理的激励约束机制

风险投资家提供的激励机制的形式受其防范投资风险的控制机制影响,风险投资家的控制机制有三种,即阶段性投资、投资辛迪加与可转换债券。通过阶段性投资,风险投资家可以在每个投资阶段之前,对风险企业进行相关信息收集和绩效评估。如果发现投资项目没有前途或风险企业的经营者绩效不佳,那么风险投资家可以终止投资或更换企业的经营者。但是在实际操作中,终止投资并不多见。而更换风险企业的 CEO 却是经常发生的事。投资辛迪加是指一个风险基金联合多个风险基金共同投资一个风险项目。在风险投资辛迪加中分主要风险投资家和非主要风险投资家。前者在风险投资项目中起主导作用,而后者的作用则相对较弱。所以投资辛迪加与风险企业家之间的关系,简化为一个主要风险投资家与风险企业家之间的关系并进行研究是合理的。可转换债券特别是可转换优先股是风险投资家普遍采用的一种投资形式。可转换优先股意味着在风险投资家变现投资以前,风险企业的 CEO 只能得到固定收益,而不能得到股份收

益。在对风险企业 CEO 的激励中,年薪收益是一种最重要的激励机制。

2.2 完善风险投资的退出机制

风险资本由职业风险投资人从社会募集而来,而风险资本的退出机制则是风险投资成功的基本保障,如果没有可行的退出方案,投资者不会将资金投入风险企业中去,风险投资活动也将因难以筹集到社会资本而无法运行下去,投入——退出——再投入的风险资本有效循环也就无从建立。

投资者之所以从事风险投资活动,最重要的原因是,成功的风险投资活动能带来高回报。为了实现这种高收益,风险投资活动就需要一个可靠的退出机制,如公开上市、企业兼并、出售和清算,为风险资本实现价值提供安全的退出保证。退出机制对于风险资本具有以下三方面功能。

第一,补偿风险资本承担的风险。由于风险投资的失败率很高,如果成功的项目没有很高的回报,投资者损失的资金将无法得到补偿,风险投资活动也将难以继续下去。

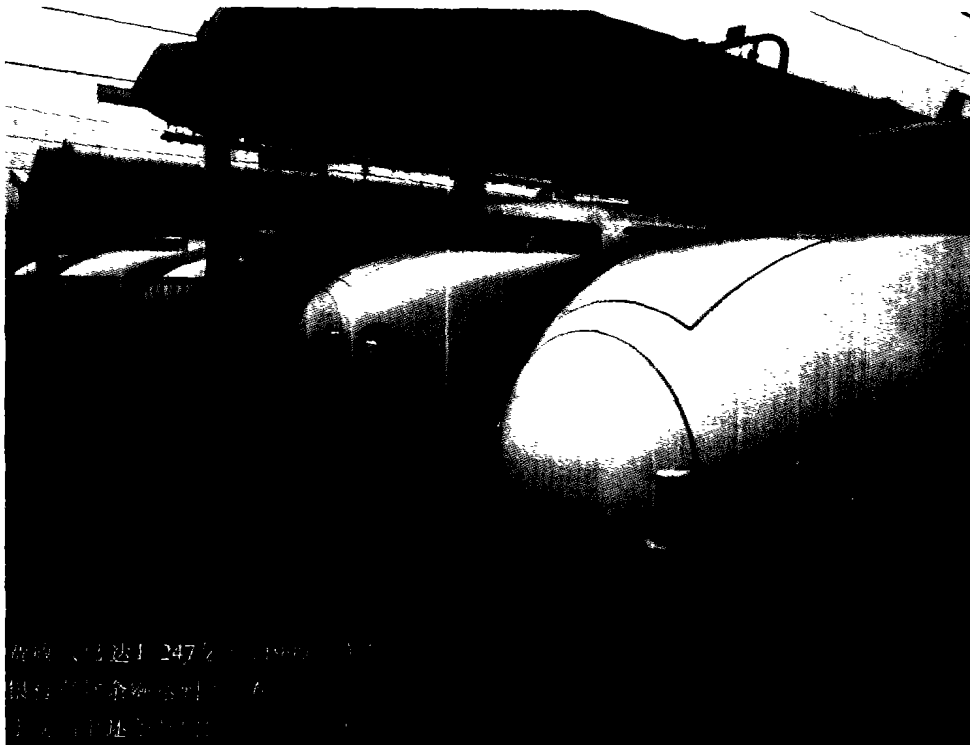
第二,准确评价风险企业创业资产和风险投资活动的价值。对风险企业不仅要评估其即期的价值,更要评估其未来成长性带来的远期价值。

第三,吸引社会资本加入风险投资的行列,促进风险资本的有效循环。

2.3 加大风险投资的投入

我国目前影响风险投资供给的主要法律有《商业银行法》、《保险法》、《养老基金管理暂行办法》等,发达国家的风险投资企业发展的经验表明,这些法律的制度安排及其相关条款的投资限制,在很大程度上直接影响到一国风险资本的有效供给量和风险投资企业的发展规模与速度。

我国的养老金保险公司和商业银行等,是目前有实力参与风险投资的机构投资者,有资料表明,1995年中国养老金总额已突破万亿大关,1998年全国保险公司保险



禁止参与风险投资。建议对现行的养老基金管理暂行办法,保险法和商业银行法等法律做合理的修订,适当放宽对这些机构投资者的投资限制,允许他们适当地参与风险投资(如允许一定比例的养老基金、保险资金和商业银行存贷差额资金参与风险投资,同时规定投资只能通过高新技术产业投资基金或创业投资基金的形式进行),这样做不仅可以满足养老基金、保险费用长期保值增值和商业银行自身生存与长远发展的需要,同时也能解决我国目前风险资本有效供给不足和风险投资公司风险资本规模普遍偏小的现实难题。

2.4 建立合理的风险投资公司的组织形式

发达国家的经验表明,风险投资公司采用什么样的组织形式和制度,在很大程度上影响着风险投资效率和风险投资事业的发展速度。从法律组织形式和制度设计上来看,风险投资公司大体上分为公司制、信托基金制和有限合伙投资公司制三大类。美国

建议尽早对我国现行的《合伙企业法》进行修订,充分重视有限合伙制在处理出资方式 and 投资者责任形式方面的重要作用,在立法上将其作为我国新的《合伙企业法》的重要组成部分。同时在税法方面,也要借鉴美国等发达国家的先进经验,对不具有法人资格的有限合伙风险投资基金只对投资人直接征收个人所得税,而不征收企业所得税。

参考文献

- 1 科技部风险投资调研小组.中国风险投资现状与对策[N].中国高新技术产品产业导报,2000-06-06
- 2 范柏乃.中国风险投资退出机制及相关法律制度研究[J].证券市场导报,2000(9)
- 3 雷瑞鹏.风险投资热中的冷思考[J].科技进步与对策,2002(3)
- 4 成思危.论中国风险投资的机制创新[J].科技进步与对策,2000(9)

(责任编辑 焱 焱)

Countermeasures & Obstacle Factors to Developing Venture Capital in China

Abstract: Venture capital is an important measure to boost the development of Hi-tech. Promoting venture capital industry is a complex system which contains many factors. The author analyzes the factors which condition the development of Chinese venture capital. Countermeasures to developing venture capital in China are given.

Key words: venture capital; development; countermeasure