

基于国际比较分析的我国风险投资 本土化运作模式研究

马运来

(大连理工大学 经济系, 辽宁, 大连116024)

摘 要: 风险投资的国际化已经成为现代世界经济一体化的重要组成部分, 是高科技产业跨国发展的直接推动力。通过系统分析风险投资与本土化的相关问题, 基于美国、欧盟和日本风险投资的国际比较研究, 提出了我国风险投资本土化的开放式运作模式。

关键词: 风险投资; 本土化; 开放式运作模式

中图分类号: F832.48

文献标识码: A

文章编号: 1001- 7348(2008) 03- 0033- 04

0 引言

风险投资首先在发达国家的产生、发展并逐步规范化, 促进了发达国家资本市场的完善和发展。风险投资制度的优越性主要表现在其整合生产要素和获取利润的能力, 提高资本的运行效率和发展空间, 在一定程度上促进技术创新和经济增长。研究和发 展风险投资对于促进我国经济繁荣和技术创新具有重要意义, 而发展风险投资首先需要在借鉴国际先进经验的基础上, 研究其本土化的运作途径和模式。

目前, 我国市场体制结构还处于转型期, 资金规模、运行机制、专业人才、管理理念、资源配置等方面与发达国家相比还存在较大差距。尤其是风险投资生存与发展的基本条件和运行环境不够完善, 投资项目的原始创新较少、商业信用体系还没有建立、资本市场不发达、缺少相关的税收政策。因此, 构建我国风险投资本土化的运营模式必须 在与国际规则接轨的同时突出本土化特色。

1 风险投资与本土化

风险投资(Venture Capital, 也称创业投资)是指向具有高增长潜力的创新企业提供股权资本, 并期望通过企业价值增值来获取回报的一种长期投资^[1], 是早期工业化国家在其经济结构升级、产业竞争激烈、利润率下降、市场需求不足等特定环境下, 剩余资本为实现剩余价值资本化而产生的一种新的制度。

相关研究认为, 风险投资本土化是在保持、巩固风险

投资普遍性规律与游戏规则特质内涵的前提下, 对经营业务作切合实际的本土化处理, 营造一种与合作者经营理念、企业文化相近的经营氛围。实现风险投资本土化健康发展的根本途径在于建设有利于风险资本高效率运作的制度环境, 如企业组织制度、法律制度、技术创新制度、人才培养制度以及管理创新制度等。

本土化是国际先进管理模式与我国观念和文化的有机结合, 实现国际资本运营模式的本土化运行策略。我国风险投资本土化实际上是关于资本市场运作的一种战略模式, 其实质是风险投资来源、管理、人事、制度等诸多方面全方位融入到我国经济中的过程, 并将风险投资理念融入和根植于我国文化模式的过程。它有利于发展和健全我国风险资本市场、减少社会对外来资本的依赖程度, 加强我国经济安全, 促进资本市场与国际接轨。

2 风险投资运作模式的国际比较分析

目前, 我国风险投资机构的发展主要是以优质项目和资源为支撑, 准确把握我国国情现状和发展方向, 在与国外风险投资机构的合作与竞争中, 不断学习和引进国际资本和相应的管理经验, 逐步形成自身的发展模式。

我国的风险投资基本还是以提供货币资本为主要服务内容, 缺少增值服务, 本土化特征不明显。同时, 人力资源管理的制度架构和激励机制无法吸引足够的优秀人才, 成为我国风险资本发展的重要制约因素。在发展风险资本的过程中, 应借鉴经济发达国家风险投资公司的运作机制、资金来源和管理模式等成功经验。

2.1 风险投资来源结构及发展的国际比较

收稿日期: 2006- 12- 01

作者简介: 马运来(1963~), 男, 黑龙江齐齐哈尔人, 大连理工大学经济系博士生, 大连大学经济管理学院副教授, 研究方向为风险投资、中介组织。

由于各国的国情和风险投资组织模式的不同,风险资金的构成有较大差别。美国金融市场体系健全,私人权益资本市场相对其它国家较为发达,其风险资本主要来源于个人资本、养老基金、政府资助和银行等金融机构^[2]。2000年,美国风险投资的资金来源主要包括养老基金、企业公司、个人和家庭、捐赠基金,其比例分别约为40%、30%、12%和10%^[3]。其中,在以养老基金为主要构成的风险投资结构中,企业公司资金具有较强的增长趋势,银行、保险公司投资较少,增长缓慢。

表1 1980-2000年美国风险投资资金来源结构

年份	1980	1987	1991	1992	1993	1994	1998	2000*
养老基金 (%)	30	39	42	42	59	47	60	40
公司(企业) (%)	19	10	5	3	8	9	11	30
个人和家庭 (%)	16	12	12	11	7	12	11	12
银行和保险公司 (%)	13	15	5	15	11	9	6	5
捐赠基金 (%)	14	10	24	18	11	21	7	10
国外资金和其它 (%)	8	14	12	11	4	2	5	3

资料来源:《风险投资理论与实践》,上海财经大学出版社,2001年版。
* 李振祥. 美国风险投资及高新技术产业化的做法和经验. 安徽科技, 2003, 5.

欧盟风险投资来源结构与美国差别较大,其银行和人寿保险是风险投资主要的资金来源。同时,欧盟鼓励机构投资者介入风险投资市场,放宽其在数额方面的限制^[4]。1980年代以来,欧盟已经成为仅次于北美的世界第二大风险投资基金发展区域。1997年,欧盟共有风险投资企业约500家,累计投资约300亿美元(现价),约有2万家风险企业接受风险投资。但是,欧盟各国的风险投资发展又不平衡,其中英国风险投资发展较为迅速。1984年,英国风险投资基金的海内外投资总额为1.9亿英镑,1996年,已经达到185亿英镑,占欧盟风险投资总额的约20%,年平均增长率为30%,成为全球第二大风险投资国。而德国风险投资总额约为40亿美元,法国约为5亿美元^[5]。

日本的风险投资业务始于1960年,主要是通过学习和借鉴美国风险投资逐步形成和发展起来的。结合其政府主导型市场经济模式及社会文化和观念,日本风险资本的供给主体、风险投资机构的组织形式、运作方式等方面形成了显著的日本式风险投资特征。目前,日本的风险投资主要来源于金融机构和大公司,其比例分别为52%和38%。

从以上分析来看,美国、欧盟和日本风险投资来源具有共同的特点:风险资金大都以基金形式筹集,投资风险大,专业性强,要求管理者既有金融知识和经验,又有专业知识和较强的管理能力;风险资金主要是通过私募形式获

得,因为公募方式会将投资范围扩大到风险承受能力低的普通投资者,带来巨大的社会风险^[6]。同时,欧盟、日本与美国风险投资来源又存在较大的差异,欧盟与日本的风险投资都以企业公司作为主要来源,而美国是以养老基金作为主要来源。

表2 1996-2004年日本风险投资资金来源结构

年份	1997*	2002	2003	2004
银行,信用金库信用组合	25	30	35	29
事业法人	47	18	13	23
保险公司	12	14	5	3
证券公司	3	7	7	1
海外投资公司	4	1	1	13
无限责任组合员及业务执行员	-	17	16	25
其它	9	13	23	6

资料来源:风险投资公司投资动向调查报告.财团法人 Venture Enterprise Center.

石黑宪彦.风险事业支援政策指南,日经BP社,2000.

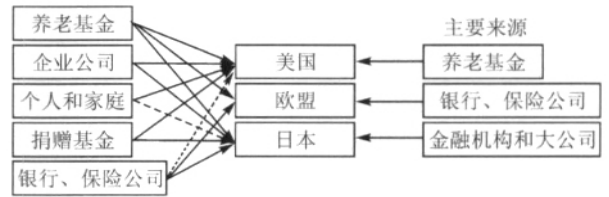


图1 美国、欧盟和日本风险投资来源结构

2.2 组织模式的国际比较

目前,美国、欧盟和日本风险投资的组织模式主要有:金融分支机构; 有限合伙制投资公司; 产业或企业附属投资公司; 政府投资机构; 大企业联合; 小型私人投资公司^[7]。

美国风险投资的主要组织形式是有限合伙制,其风险投资额占风险投资总额约为80%。有限合伙制突出了美国人才资本与货币资本的统—性,具有科学决策、分散风险、规模经营的优势,适应了高新技术产业发展和新经济形态的需求。

欧盟国家风险投资公司的主要组织形式为银行附属投资公司和准政府投资公司的结合,政府和银行成为风险投资基金的主要供给者^[8]。欧盟风险投资组织模式的形成过程具有文化传统的继承性,同时也有政策措施的导向性。银行是政策措施普遍重点扶持的投资对象,欧盟各国分别制定了主要针对银行等金融机构从事风险贷款的贴息与担保计划,鼓励金融机构的风险投资活动,使金融机构附属风险投资公司逐渐成为风险投资的重要组织形式。日本在1970年以前还没有形成风险资本市场,政府直接管理对高新技术的风险投资,在以大公司、大银行为主体

的集团内部进行技术开发,大公司、大集团设立的开发基金是风险投资的主要来源。目前,日本银行、券商等金融机构附属风险投资企业占整个行业的78%,金融机构附属风险投资公司已经成为日本风险投资的主要组织形式。

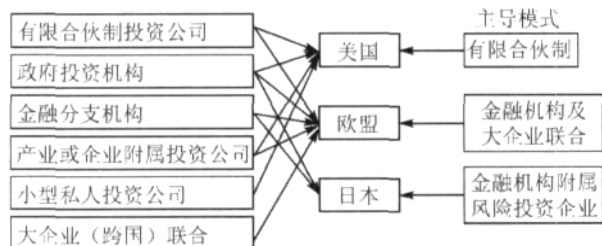


图2 美国、欧盟和日本风险投资组织模式

虽然风险投资的组织形式多样,但美国、欧盟和日本都根据其具体国情及风险投资发展阶段,以其中的某一种或几种的组合作为主要的风险投资组织形式,具有显著差异性和本土文化特征。

2.3 政策措施的国际比较

美国早在1950年就已经开始为风险投资的发展制定优惠政策。允许对小型企业的投资者从其一般收入中冲销由此项投资带来的任何资本损失,并把长期资本收益税的最高税率降到20%。美国规定国家科学基金与国家研究发展经费的10%用于小企业的技术开发,确立了小企业投资公司制度^[9],允许养老基金投资于创业企业发行的股票和风险投资基金。美国的相关法律鼓励和支持政府采购创业企业产品,并给予价格优惠。

欧盟国家从1980年开始直接或间接向企业提供风险资金,通过税收和信贷的优惠政策支持风险投资,并规定私人金融机构对中小高新技术企业贷款的80%可由政府担保。政府出资建立风险投资公司,并鼓励银行、企业或个人参股私人风险投资公司。2006年,欧盟出台了一系列新的措施,促进创新型中小企业能够较容易地获得外部资金支持。这些措施包括筹措更多的风险投资;创立银行支持创新的专项基金;使现行对创新型中小企业的资金支持体系更健全等。

日本在1980年成立了“新技术开发事业团”,对风险较大的高新技术提供不超过5年的无息贷款,若开发失败,贷款可以不还。并制定了减免税和优惠贷款的政策,设立“国民金融公库”、“中小企业金融公库”、“工商会中央公库”等特殊金融机构,专门从事对中小企业、个人和大公司的关联企业的新技术开发,提供小额贷款。1990年,日本进一步制定了针对高技术中小企业的政策措施,加大了对中小企业技术开发的支持力度。

3 我国风险投资本土化战略

目前,我国还处在经济发展的工业化阶段,市场化程度还不够完善,同时由于特定条件的限制,在学习和引进风险投资的过程中,应该注重风险投资国际运行模式与我国本土观念和文化相融合的渐进过程,兼顾我国产业结构

的特点和发展水平。基于当前我国经济还不具备向高技术产业过多、过快倾斜投资的条件,在风险投资本土化的进程中应更加注重制度的完善,关注风险投资孕育、产生、成熟、扩展的制度化过程及其内在规律。

3.1 风险资本多元化

目前,我国风险投资规模较小,风险资本来源较少。同时,由于政府资金的垄断性和有限性及其与风险投资本质的矛盾性,在一定程度上制约了我国民间风险投资的发展。而高科技产业是高投入产业,对风险资本的规模要求很高,单一的风险资本来源很难满足其发展的需求。

美国、欧盟和日本风险资金的来源渠道很多,如私人资本、抚恤基金、养老金以及保险公司和其它大公司的资本。据美国和欧盟“创业资本基金协会”的数据统计,其“创业资本基金”的资本包括公积金、银行、公司企业、私人投资者、保险公司、股市投资者、官方机构、大学和研究机构,其比例分别为24%、21.6%、16.9%、12.1%、11.6%、8.3%、2.3%、0.3%。因此,我国应该尽快建立渠道多元化的风险资本融资体系,并以此实现用风险资本推动高新技术产业发展的目的。

3.2 退出机制集成化

风险资本在投资后能否适时退出,在很大程度上制约着投资者的决策取向和风险资本的循环流动,影响着风险投资业的健康发展。因此,建立具有我国特色的风险投资退出机制,是发展我国风险投资业的关键^[10]。目前,我国创业板股票市场还没有建立,柜台交易市场发展缓慢,风险资本不能适时退出。缺乏退出机制已经成为我国风险投资业快速发展的重要制约因素。

与美国、欧盟和日本的风险投资重视技术变革的深度和广度不同,我国投资者首要关注的是企业管理团队的协作性、进取性、专业化程度、经营理念以及管理模式等因素。根据我国当前风险投资发展的客观环境和文化传统,建立单一的退出机制不利于风险投资的快速发展。因此,应该建立以创业板市场为风险投资退出的主导通道,加强各类场外交易平台建设,完善风险投资的并购退出机制,鼓励国内创业企业境外创业板市场上市等多种退出机制协同发展,构建中国式风险投资退出机制的集成化模式。

3.3 投入方式股权化

美国、欧盟和日本的风险投资注入方式主要包括债权形式投资和股权形式投资。其中以股权投入方式为主,风险投资者通过规范化的股票发行和上市转让程序,向风险企业直接投资入股,购买其股票,取得相应股权。

我国还没有形成规范化、统一化的风险投资主导型投入方式。在引入投入方式的过程中应该结合我国风险投资的组织形式和风险投资现阶段发展水平。目前,我国风险投资的组织形式以有限责任公司为主,其比例为81%,股份有限公司和合伙企业所占比例分别为11%和2%^[11],风险投资规模增长较快,建立股权化的主导投入方式有利于我国风险投资规范化健康快速发展。

3.4 激励措施法律化

美国、欧盟和日本为了促进风险投资的发展,相继制定了政府资助、税收优惠、政府担保等多种激励政策和措施,同时为了保证政策措施的长期性、稳定性和权威性,普遍实施了风险投资相关政策法制化、规范化、标准化。其中,风险投资企业规章制度涉及项目投资、管理、退出、金融工具、风险控制、激励与约束、企业文化建设等方面,涵盖了公司业务运作的各个方面。

鼓励和保护风险投资的政策及法律环境是风险投资快速发展的重要影响因素,我国需要制定针对风险投资和创业企业的更加具体的微观鼓励政策,发挥政府在风险投资中的积极作用,加大政策支持力度。在税收方面给予免税和减税,在利率方面给予优惠,完善风险投资的相关法律措施^[12]。同时,我国要完善现行公司法、证券法及税法等法律,鼓励银行和信贷机构向风险企业投资和贷款,减免风险投资公司发展初期的相关税费和投资高科技研发项目企业的收入税。在资金方面支持中小企业对基础和应用阶段的技术进行研究开发,营造有利于风险投资发展的法制环境。

3.5 优化人才储备

现代社会的核心竞争力是人才,依靠激励和约束机制培养和储备优秀人才,形成知识结构合理、拥有丰富投资与资本运作经验及研究分析能力的人才储备,是促进风险投资事业健康快速发展的重要动力因素。

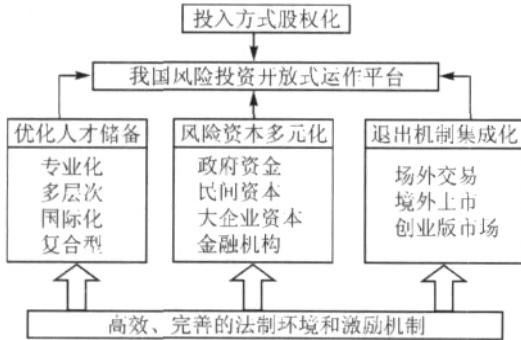


图3 我国风险投资本土化开放式运作模式

国际经验表明,风险投资的专业人才能够提供创业企业发展所需要的增值服务,其专业素质是影响风险投资成败的重要因素。目前,我国十分缺乏具有丰富实践经验,精通现代企业经营管理,具有专业科学技术背景和敏锐市场洞察力的复合型人才。所以,应注重跨学科、宽领域的培训

机制,加快国内风险投资人才的选拔培养和国外相关人才的引进,借鉴国际风险投资成员本土化经验,吸引具有良好国内和国外教育背景,具有丰富风险投资经验的专业技术人员。

4 结论

目前,美国、欧盟和日本风险投资市场资金充足,风险投资规模继续扩大,投资领域不断多元化,管理模式规范化、法制化、标准化。我国风险投资在本土化的发展过程中,应借鉴国际先进经验,在发展战略上结合我国客观环境等因素,以完善、高效的法制环境和激励机制为基础,实施风险资本多元化、退出机制集成化、投入方式股权化、优化人才储备的我国风险投资本土化的开放式运作模式。

参考文献:

[1] 苏素,熊风华.风险投资中分阶段投资研究[J].科技管理研究,2006(7):174-175.

[2] 王丽娜,王业.美日风险投资运行机制比较[J].北方经贸,2001(11):135-136.

[3] 李振祥.美国风险投资及高新技术产业化的做法和经验[J].安徽科技,2003(5):42-43.

[4] 郑魁春.欧盟加快发展风险投资市场[J].金融信息参考,2000(7):52.

[5] 刘玘.风险投资的国际比较[J].广州市经济管理干部学院学报,2001(1):11-16.

[6] 傅康生.风险投资的国际比较[J].世界经济与政治论坛,2001(6):34-36.

[7] 徐宪平.风险投资模式的国际比较分析[J].管理世界,2001(2):63-68.

[8] 王卫东.风险投资运行模式的国际比较及对我国的启示[J].中国金融,2006(10):68-69.

[9] 张陆洋.美国政府支持风险投资业发展的模式研究[J].世界经济情况,2005(6):1-5.

[10] 黄永金,秦涛.搭建我国风险投资退出机制的设想[J].金融经济,2006(18):35-36.

[11] 杜沔.我国风险投资公司制度创新——一个制度变迁理论的视角[J].科技管理研究,2006(2):126-129.

[12] 李海燕,吴泽锋.美、日、以色列发展风险投资业的经验及对我国的启示[J].科技进步与对策,2001(3):172-173.

(责任编辑:焱 焱)