

利用民间资本发展我国风险投资的策略

郭明伟

(武汉理工大学 外国语学院,湖北 武汉 430070)

摘 要:针对我国民间资本进入风险投资存在的制度和法规障碍、税收壁垒、风险企业的苛刻限制,以及退出渠道不畅等问题,在借鉴国外成熟的风险投资经验的基础上,提出了我国民间资本参与风险投资的一些建议,包括民间资本参与风险投资的法律法规,调整民间资本进入风险投资的相关税收优惠政策,以及完善风险资本的退出机制。

关键词:民间资本;风险投资;风险投资基金

中图分类号:F832.48

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2009)15-0016-04

1 利用民间资本发展我国风险投资的理论综述

1.1 研究意义

随着全球科学技术的突破与发展,以信息技术和生物技术产业为重点的高科技产业迅速成长,已经成为当前世界经济发展的动力。统计数据表明,在发达国家中,高科技产业对经济增长的贡献率逐步提高,科学技术贡献率,在20世纪初为5%~10%,20世纪中期为50%左右,而到20世纪末,则已经上升到75%以上^[1]。同时,众多学者研究表明,高新技术产业的发展与风险投资的发展有着直接的联系。风险投资是行之有效的使高新技术成果产业化、市场化的支持系统。其在孵化创新型中小企业、推动高技术产业发展、优化资源配置、培育新的经济增长点等方面发挥了巨大的作用。

但是,目前我国的高新技术产业面临着投入不足、投资结构不合理的问题。造成这种问题的原因,主要是我国高新技术产业发展的资本市场结构不健全,投资主体过于单一。高新技术领域是属于竞争性很强的领域,国有资本应当从该领域逐步撤退,而不是成为风险投资的主导。国有程度太高,容易导致很大的外部性。因为,既然是国有资本占主体,那么就存在投资给谁的问题,而从理论上讲,高新技术企业都存在获得政府资金的权利。这样导致的结果是,企业和政府存在很大非经济关系:和政府关系好的可以获得风险投资;相反,却获得不了风险投资。往往那些最需要投资的企业却不能获得政府的风险投资;而以民间资本为主体,可以把外部性内部化,因为民间资本可以通过考虑未来某时的收益成本倾向,试图将现期价值最大

化。民间资本还可以分散由政府投资所带来的风险,将外部收益内部化。

根据中国风险投资研究院的统计数据^[2](见图1),可以看出,我国风险资本的构成,是以政府投入为主。根据对已注册的风险投资公司分析,70%以上的公司是在政府的主导投资下创立的,其资本形成表现为政府独资或控股。正是由于风险投资主体的单一,导致了我国风险投资资金的不足。而另一方面,我国大量的民间资本却在闲置,因此将民间资本引入风险投资,就显得尤为必要。

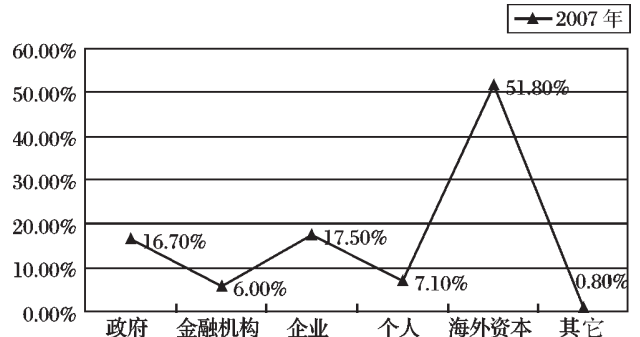


图1 2007年度我国新筹集风险资本来源分布

所谓民间资本,是相对于国有资本而存在的。在我国,民间资本包括民营企业所掌握并用以投资的一部分资本,以及居民储蓄存款、市场游资、居民手持现金、退休基金、房屋保险基金和非国有经济等^[3]。民间资本作为资本的一种,其最主要的特点就是逐利性和分散性。另一方面,从国外成熟的风险资本构成看,民间资本是风险投资的主体。虽然我国有丰厚的民间资本,但是并没有很好地利用起来。因为政府没有能力长期单独支撑庞大的风险投资需求,而且,具有政府背景的风险投资主体过度介入风险投资市场,极易诱发垄断性和特权交易,滋生不公平的市场

环境,加之其市场信息传递和信息处理方面的反应不及民间投资,与风险投资充分快速的信息要求不相符合,因此,引导民间资本进入高新技术企业,是发展风险投资和高技术产业的关键,也是政府的现实选择。

1.2 理论综述

1.2.1 风险投资的定义和特点

风险投资又称为风险创业投资,是指投资主体甘愿冒风险将风险资本投入到具有良好市场条件、未来发展潜力、值得冒险的高技术企业,并为之合作经营,完成高新技术的研究发展及其产业化,待风险企业成长为规模企业后,以出让其股权获取收益的一种商业投资行为^[4]。

风险投资不同于传统意义上的投资,具有很高的失败率,许多组成部分对公司成功有着关键性意义,任何一个成分上执行的失败都可以破坏整个公司^[5]。实践表明,许多情况下,10%成功背后的收益完全可以弥补90%失败背后的损失。

高新技术产业是建立在最新科学成就基础上的,具有高度的创新性。高新技术企业创始人一般是懂技术且有经营头脑的科技人员,他们有研究成果,然后经过中试、批量生产,建立新企业以开发新产品,实现商品化。高新技术一旦开发成功并且获得广泛的市场认可,则会高速增长,投资收益率将会大大超过传统产业的收益率^[6]。

1.2.2 民间资本参与高新技术产业风险投资中的政府行为

政府行为是民间资本参与高新技术产业风险投资中一个不可忽视的因素。政府相对于一般组织承担了更多的社会责任,特别是在风险投资发展初期,政府替代部分市场行为可以有利于风险企业的发展和风险投资行业的培育。从中国风险投资的现阶段发展来看,政府应该对风险投资的发展提供较多的帮助和支持,用以承担由于制度环境、技术环境等带来的额外风险和不确定性。政府应该从直接投资转变为间接投资,利用一元政府资本撬动多元民间资本;应该进行产权制度改革,将政府单一投资主体转变为多元投资主体;建立完善市场交易制度,特别是风险投资的退出制度和产权交易制度。

1.2.3 高新技术产业风险投资中民间资本运行的支撑体系

(1)投资者、基金、风险资本家和风险企业存在三重委托代理关系。第一重委托代理关系即为投资者和基金之间的委托代理关系,主要依赖于基金的组织形式^[7]。有限合伙人与风险资本家之间构成第二重委托代理关系。Seppa & Laamanen^[8]认为,在动态环境下,风险资本家的首期业绩将成为投资者衡量其技能水平的依据。风险投资家在创业投资的初期,往往基于建立声誉的考虑,愿意接受较低的报酬。如果风险资本家参与投资组合的创业企业失败过多,则他们的声誉受损,以后很难再募集到资金,或加入其它创业投资公司。风险资本家和风险企业之间是第三层委托代理关系,风险企业为了从外部获得风险企业发展所需的资金,必须以放弃对公司的部分控制权为条件,从风

险资本家那里获得资金。这是因为,风险资本主要是以权益资本的形式进入企业的,所以融资后的企业更多地表现出风险企业和风险资本家之间的合作博弈。

(2)风险资本的退出途径。Bascha和Walz^[9]认为,风险企业经营者和风险资本家在某些情况下,对考虑退出的渠道上有分歧。他们认为,退出方式有4种:首次公开发行、出售(包括二次出售)、企业回购、投资失败而进行的清算和冲销。从实证研究来看,企业首次公开发行能使创业投资公司获得较高的收益,而出售则次之。更重要的一点是,风险资本家与风险企业之间存在着这样一个隐性契约,即首次公开发行后经营者可以重新获得企业的控制权。

2 民间资本进入我国风险投资存在的问题

目前,我国拥有雄厚的民间资本,但是其并未成为风险资本的有效供给主体。主要表现在,一方面,银行存款居高不下,风险资本却相对缺乏;另一方面,由于主板市场对上市公司资格审查的严格规定,一般风险企业很难达到条件,虽然目前已经设立中小企业板块,但从中小企业板块目前的表现来看,其短期内很难成为我国风险资本退出的理想途径。本文认为,民间资本进入我国风险投资存在的主要障碍有以下几个方面。

2.1 风险投资的制度和法规障碍

风险投资机制实际上是委托、代理关系的博弈,这种关系的成败与风险投资机构的运作水平和效率密不可分。因此,建立有效的风险投资内部控制机制对风险投资的发展尤为重要^[10]。民营资本创业投资虽然不存在所有者虚置和预算等约束问题,但是很可能出现治理机制问题,如内部人控制时空、总裁独断专权等。但是目前我国的内部控制制度有激励无约束,其无法将风险投资者、风险资本家和风险企业家的利益有效地统一起来。在我国,民间资本进入风险资本,不仅要面临控制委托人和代理人分离所产生的道德风险和逆向选择问题,而且还要面临较高的项目风险。正是这种原因,导致民间资本很难进入风险投资。

另一方面,风险投资的相关法律尚不完善。目前,我国涉及到民间资本参与风险投资的法律主要包括《公司法》、《证券法》、《合伙企业法》和《信托法》等。但是,这些法律中的有些条款对风险投资的限制十分严格,另一方面,相关的风险投资产业法如《风险投资法》、《风险投资基金法》等一直未出台,这也阻碍了民间资本大规模地进入风险资本。

2.2 税收壁垒

对风险投资来说,税收是其直接成本,影响着风险企业的资本构成。如果税率过高,将会降低风险企业的期望收益,遏制风险企业对民间资本的需求。尤其是我国实行的生产型增值税,对于资本密集、技术附加值高的风险企业而言,其实际税收负担比传统的工业企业要高很多。有资料显示,我国高新技术企业的税费总负担率为30%,已经接近甚至超过发达国家传统工业的税负水平^[11]。同时,

国家税收政策对国有风险投资公司的倾斜和优惠,进一步阻止了民间资本和民营风险投资机构参与风险投资。

2.3 风险企业的苛刻条件限制

对风险企业来说,风险投资不仅给风险企业提供了必要的资金支持,而且风险投资本身就是集资金、信息、管理和知识创新于一体的企业,其目标也是以高风险为代价追求风险价值的实现。但是,目前我国的风险企业对风险投资的要求十分苛刻,最主要的表现就是抓住企业的控股权不放,要求技术入股比例达到十分高的比例。这带来的两个问题就是:一是风险资本的不足;二是由于股份比例较小,风险投资家事实上无法参与企业的有效管理。正是由于这些苛刻条件的存在,阻碍了民间资本大规模地参与风险投资。

2.4 风险资本的退出渠道不畅

对风险资本来说,完善、有效的退出机制是风险投资体系的核心。从发达国家的风险资本退出机制来看,风险投资退出的首选主要出口是二板市场。如在美国和台湾,其一般都采用公开上市的退出方式。在国际上,超过80%的风险资本都是通过证券市场退出的。而在我国,由于国家法律的限制,风险投资企业通过主板市场退出十分艰难,几乎没有可能。而且由于国家相关法规的制约,风险资本其它的主要退出方式也存在种种障碍,如股权回购等。由于风险资本的退出渠道不畅,使得我国大量的风险投资资金实际上被项目套牢,风险资本的性质也蜕变为实业资本。同时,也极大地制约了民间资本参与风险投资。

3 民间资本进入风险投资的对策

3.1 国外风险投资的启示

从国外成熟的风险资本市场来看,民间资本才是风险资本市场的主体。政府始终是风险投资的引导者,政府资金始终是民间资本的指引者,因为任何国家的政府都无力也不可能提供本国风险资本市场所需的全部资金^[12]。据资料显示,美国风险投资来源比例中,民间资本占据了风险投资的主体,见表1。但是需要明确的是,民间资本虽然是风险资本市场的主体,但其并不意味着政府资金比例越小越好,而是应尽量避免政府资金的直接参与。

表1 美国风险投资来源比例 (%)

年份	1988	1990—1995	1996—2002	2002	2003	2004
个人与家庭	32	18	11	9	9	13
捐赠资金	9	8	12	12	21	9
银行保险公司	16	13	12	17	5	1
公司	10	13	10	4	13	30
养老基金	15	31	45	49	43	40
其它	18	17	11	9	9	7

其次,有效的风险资本市场制度环境是关键。主要包括两个方面,一是国家法律法规的支持、相关的税收政策优惠、信用担保政策、政府采购以及产权市场的交易;另一方面,则是通过设立风险投资基金和成立民营中小银行来

完善风险资本市场的制度环境。同时,通过设置有限合伙制的组织模式,可以有效地降低签约成本、运作成本和代理成本,吸引优秀的风险投资家。

再次,正确衡量政府在风险投资中的职能。主要包括,第一,对风险资本市场的支持,如为风险资本的退出提供出口,以及投资工具的创新等;第二,增进高等教育与产业的融合;第三,注重企业家精神的培养,通过企业家精神的倡导来引导市场,并孕育出具有企业家精神的风险投资人才;最后,提供相关的信息服务,来推动技术创新和风险投资的发展。

3.2 我民间资本参与风险投资的对策

3.2.1 完善民间资本参与风险投资的法律法规

目前对我国来说,政府应尽快完善相关的法律法规,建立以民间资本为主体的风险资本投入体系。首先,政府应逐步减少对风险资本的投入,减少对高新技术企业的直接投入,避免因为政府在风险投资上的主导作用,而产生对民间资本的排挤影响。如,政府可以通过组建风险投资基金,或者以有限合伙制的形式组建风险投资公司,由这些基金或风险投资公司决定是否参与风险投资项目。这样,既可以充分调动风险投资公司的运营积极性,降低政府在风险投资过程中产生的决策失误,又可以保证政府保值增值的目的。其次,政府应通过立法的形式,减少民间资本进入风险投资的障碍因素。如,允许高新技术投资基金和高新技术企业以私募形式,向企业法人和自然人定向募集资金;允许境外高新技术投资基金和风险投资资金进入高新技术企业等。

总之,政府应完善相关的法律法规,通过引导、合作的方式,降低政府在风险投资中的比重,吸引民间资本进入风险投资领域,参与对高新技术企业的投资,并最终建立以民间资本为主体的风险资本市场体系。

3.2.2 调整民间资本进入风险投资的相关税收优惠政策

从发达国家风险资本市场的经验可以看出,税率的高低直接影响民间资本进行风险投资的积极性。税率提高,将减缓风险资本的发展;反之,税率降低,将会极大地提高风险资本的数额^[13]。目前,我国的税法对民间资本进入风险投资的限制,主要表现在两个方面:第一,对私人投资仍然实行双重征税,使得民间资本的税负较重。本文认为,可以按照资本统一征收资本利得税,减少营业税;可以适当提高资本利得税的起征点和税率等。第二,目前国家对风险投资的税收优惠政策,大部分都是偏向于以政府投资和国有资本为主体的风险投资。本文认为可以通过制定关于民间资本进入风险投资的相关税收优惠政策,鼓励民间资本进入风险投资。

3.2.3 建立民间资本参与风险投资的渠道

第一,组建“民投国营”的风险投资公司。有学者认为,在我国要想把社会闲散资金引向风险投资市场,最适宜的方法是,建立国营而非国有的风险投资公司。因为众多投资者在心理和财力方面承受不了正常风险和被私人经营

者贪占甚至诈骗的双重风险,公司主要应以股份制形式向政府机关、各商业银行、国内外企业和个人募集资金,公司以投资综合效益保持资金回收。考虑到我国投资意识风险意识较薄及国家信用较高的现实,为了有效利用民间资金,在我国可以组建“民投国营”的风险投资公司,采取股份制的形式组建,并可发行风险债券,民间投资者既可以持有股票的方式,也可以购买债券的形式投入风险投资公司。

第二,组建附属于民营企业集团的风险投资公司。我国目前发展良好的民营企业资金实力雄厚,有较强的承担风险的能力,可以向处于各个阶段的风险企业提供资金,同时也有利于提高大企业本身的投资效益。今后一个时期,我国经济发展的战略性任务是加速经济增长方式的根本转变,实现产业结构的升级。鼓励民营企业进行风险投资活动,将有利于优化产业结构,为企业带来新的利润增长点,当风险企业发展成熟后,可以将风险企业并入大企业集团或大企业集团控股的上市公司,有利于风险资本的退出。

第三,组建风险投资基金。我国已有的风险资本基本上以风险投资公司形式存在,大多数由政府出资组建。因此,在下一步发展中,应逐步发起组建风险投资基金,使风险投资基金逐渐成为我国风险资本的主流。如,民间投资者与现有风险投资公司共同出资组建的风险投资基金;境内民间资本为主体的风险投资基金;中资与外资联合组建中外合资科技风险投资基金等。

3.2.4 完善风险资本的退出机制

完善风险资本的退出机制,不仅有利于我国风险投资的发展,同时,也有利于民间资本进入我国的风险资本。本文认为主要可以从两个方面来考虑。第一,着重建立非上市产权交易方式。尤其是在民间资本置换高新技术企业内国有风险资本上,政府应发挥其职能,引导、鼓励民间资本置换政府资本,减少民间资本进入的障碍;同时,政府应在信息发布、信息披露上提供完善的服务,为非上市交易双方提供对称的信息,减少投资和转让的风险。此外,可以考虑加大股份回购力度。

第二,加强二板市场的建立。二板市场的建立,有利于我国的中小高新技术企业从证券市场上融资,满足企业在成长过程中对资金的需求。相对于主板市场而言,二板市场是对具有增长潜力的高新技术企业提供融资的市场。因为其对上市企业要求的门槛低,而且剪流动性强,因此,应根据我国证券市场的实际情况,建立二板市场。同时,应建设与二板市场相配套的中介服务体系,维护二板市场的健康运行,为民间资本进入风险投资提供更好的平台。

4 结束语

目前,我国民间资本的供求面临严重的错位现象:一方面,民间资本供应充分却处于闲置状态;另一方面,民营企业因资金缺乏而陷入经营困境。我国风险资本市场的主要问题就是投资主体单一,几乎完全由政府或政府直属企业投资经营,不仅效率低下、经营者没有偿还意识,而且拥有大量闲置资金的民间资本遭受冷落徘徊门外。因此,建立以民间资本为主体的风险资本市场体系,放宽国内民间资本的市场准入领域,将会进一步拉动投资的增长,进而推动我国国民经济的增长。

参考文献:

- [1] 谢雪梅,夏光.高新技术产业化中的风险投资问题[J].工业技术经济,2004(131):65-68.
- [2] 2007年中国风险投资行业调研报告[R].中国风险投资研究院,2008.
- [3] 袁建志.民间资本能否进入风险投资市场[J].中外企业文化,2004(4):61-62.
- [4] 成思危.风险投资家如何选择项目[M].北京:民主与建设出版社,2001.
- [5] 鲍勃·齐德.风险资本如何运行[R].方元,译.经济资料译丛,1999.
- [6] 李永周,辜胜阻.国外科技园区的发展与风险投资[J].外国经济与管理,2000(11).
- [7] DANIEL N D, VARMA R. Close-end versus open-end: the choice of organizational form[J]. Journal of Corporate Finance, 2002(8):1-27.
- [8] SEPPA T J, LAAMANEN T. Valuation of venture capital investments: empirical evidence [J]. R&D management, 2001, 31(2):22-35.
- [9] BASCHA A, WALZ, U. Convertible securities and exit decisions in venture capital finance [J]. Journal of Corporate Finance, 2001(7):285-306.
- [10] 刘曼红,胡波.风险投资理论:投资过程研究的理论发展和前沿[J].国际金融研究,2004(3):9-10.
- [11] 陈工孟.中国风险投资2004年呈现8大特点[J].世界商业评论,2005(4):22-25.
- [12] 陈德棉,蔡莉.风险投资运行机制与管理[M].北京:经济科学出版社,2003.
- [13] 刘曼红.天使投资与民间资本[M].北京:机械工业出版社,2003.

(责任编辑:陈晓峰)