

新疆财经学院文库丛书之三

张文中 马洁 著

# 新疆建立风险

# 投资制度 研究

新疆人民出版社

F832.48

(W) 1

XT0-0086248

# 疆建立风险

# 投资制度 研究

三

张文中 马洁 著

新疆人民出版社

捐赠



新疆维吾尔自治区图书馆 XT0-0086248

## 新疆财经学院文库丛书编委会

主 编：李儒忠

副主编：尤努斯 崔光莲

编 委：曲万良 阿西木 李再江 张新吉

王公达 李君辉 刘风雷 艾来提

马 洁 斯坎达尔 姜锡明 郭德辉

胡 毅 沈建文 哈斯木江 殷少明

许新强 惠尚文 费玉娥 乔 东

张文中 鞠文雁

# 序

张 文 岳

新疆的经济发展以其地缘、资源以及人文历史等方面的特殊性,在全国少数民族自治区中具有相当大的代表意义。多年来,如何使新疆经济更加快速、健康、平稳地发展,不仅成为从事经济工作的各级领导、管理阶层和企业家们始终关注的焦点,更是理论界特别关心、争论激烈的热门话题。这一方面说明新疆的经济建设与全国相比,特别是与东部发达省区相比,具有相当大的差距;同时,也说明新疆经济建设从理论到实践的各个方面都还有许多有待于解决的热点与难点问题。这些问题的存在,不仅仅表明了新疆经济发展所面临的困难和障碍,在某种意义上,则预示着新疆经济蕴涵着巨大的发展潜力。

新疆财经学院的理论研究者以致力于新疆经济建设与社会发展为己任,多年来始终把目光聚焦在新疆少数民族地区经济发展的宏观和微观的方方面面。在进行大量的社会实践与深入的理论研究的基础上,站在新疆经济理论研究的最前沿,牢牢把握新疆经济发展的脉搏,以独特的视角观察与分析新疆经济,取得了丰硕的成果。《新疆财经学院文库丛书》正是这一丰硕成果的结晶。

我国改革开放 20 年来的实践已反复证明,地区经济发展的水平在很大程度上取决于决策的质量。经济理论工作者有责任使决策更加科学化、民主化。经济理论研究的最终目的是为经济建设服务,为决策部门提供参考,有助于决策者以冷静、审慎的态度观

察新疆经济的运行、正确对待经济运行中存在的问题,并严格按照市场经济规律解决这些问题,从根本上提高决策的质量。

本丛书主要涉及了新疆宏观政策与理论、新疆资源、地缘优势及转化和新疆部门经济发展等问题的研究,重点是解决新疆经济发展的难点和热点问题。研究者既是从事经济理论的教学与科研的专业工作者,同时也是新疆经济建设的直接参与者,他们的分析更贴近于新疆的现实,一些观点切中问题的要害,其中也不乏真知灼见。因此,提出解决问题的办法也更具有直接性和挑战性。

本丛书尽管还不能代表新疆经济研究的最高水平,但它能够使社会各界对新疆财经学院的理论研究能力和研究水平以及研究者有一个比较全面的了解和认识。这些研究成果能够服务于新疆少数民族地区的经济发展,能够在迈向 21 世纪的新疆经济建设中发挥一定的作用。

1999 年 10 月 30 日

# 目 录

序 .....	张文岳(1)
绪 论.....	(1)
一、风险投资的特点 .....	(3)
二、风险投资的运作原理 .....	(6)
<b>第一章 世界风险投资的发展与特点</b> .....	(9)
一、美国的风险投资.....	(11)
二、英国的风险投资 .....	(14)
三、法国的风险投资 .....	(17)
四、加拿大的风险投资 .....	(20)
五、欧洲风险资本的联合.....	(22)
六、日本的风险投资.....	(24)
七、以色列的风险投资.....	(25)
八、印度的风险投资 .....	(28)
九、新加坡、韩国的风险投资 .....	(29)
十、台湾的风险投资.....	(30)
<b>第二章 我国风险投资的发展及问题</b> .....	(33)
一、高技术产业的特点和风险投资的产生 .....	(35)
二、我国风险投资发展过程、前景及存在的问题 .....	(36)

三、发展我国(新疆)风险投资的必要性与迫切性 .....	(41)
<b>第三章 风险投资的理论界定 .....</b>	<b>(47)</b>
一、风险投资、技术创新与买方市场 .....	(49)
二、风险投资与地区竞争 .....	(51)
三、风险投资过程中政府的角色定位 .....	(53)
<b>第四章 新疆风险投资运作框架 .....</b>	<b>(69)</b>
一、新疆发展风险投资的认识误区 .....	(71)
二、新疆发展风险投资的可行性 .....	(73)
三、新疆发展风险投资需重点解决的问题 .....	(75)
四、新疆发展风险投资的战略构想 .....	(84)
五、新疆风险投资的运作 .....	(88)
<b>第五章 新疆建立风险投资制度的微观基础</b> ——风险投资公司的设立与运作 .....	<b>(105)</b>
一、风险投资机制及新疆风险投资资源分析 .....	(107)
二、风险投资公司的组建与运作 .....	(111)
三、风险投资公司的项目管理及风险控制 .....	(114)
<b>第六章 风险投资的政策支持与建议 .....</b>	<b>(127)</b>
一、财政政策安排 .....	(129)
二、税收政策安排 .....	(145)
三、法律法规建设 .....	(150)
四、培养和完善市场环境 .....	(160)
<b>第七章 经验与教训 .....</b>	<b>(163)</b>
一、北京瀛海威信息通信有限公司 .....	(165)

## 目 录

二、中国新技术创业投资公司 .....	(166)
三、美国国际数据集团公司中国投资计划 .....	(170)
四、亚信公司 .....	(171)
五、北京四通利方信息技术有限公司 ...	(173)
六、前导软件公司 .....	(175)
七、爱特信电子技术公司(北京)有限公司 .....	(176)
八、金蝶公司 .....	(178)
<b>附 录</b> .....	(181)
美国研究与发展公司(ARD)简介 .....	(183)
关于尽快发展我国风险投资事业的提案 .....	(188)
欧洲创业风险投资基金的实践及其借鉴 意义 .....	(191)
北美风险投资公司印象 .....	(201)
美国第二板股票市场(Nasdaq)简介 .....	(208)
中国风险投资谨慎十大误区 .....	(214)
<b>后 记</b> .....	(225)

# 绪 论





随着 21 世纪的到来,以科技为代表的知识经济信息经济成为当代社会经济发展的主流形态,科技对国民经济的贡献率大大提高。为此科技因素特别是技术创新受到各国政府、企业和投资商的重视,如何尽快使科技的成果产业化、商品化是能否提升科技贡献率的关键,而资金问题又是制约科技成果转化的“瓶颈”,因为科技成果转化带有很强的不确定性,所以很难以传统融资方式解决其融资问题。于是就产生了风险投资这种独特的投融资方式,为科技成果转化提供了一种可行的投融资机制。

### 一、风险投资的特点

所谓风险投资(Venture Capital)又称创业投资,它是指投资者对风险项目的投资行为。或者说,投资者把资金投向蕴藏着失败风险的高新技术及其产业的研究开发领域,旨在促进新技术成果尽快商业化以取得高资本收益的一种投资行为。从实际操作来看,风险投资具有以下特点:

#### 1. 高风险与高收益并存。

与一般投资不同,风险投资具有更高的风险性。根据国外的经验,风险投资的成功率平均在 30%左右,有 7 成投资因各种原因失败。但正是这种高风险性却蕴藏着高收益。风险投资追求的并非正常利润或分红,而是在项目成功后通过股权变现取得超额的资本收益,就平均收益而言,它比证券投资要高出 2 倍。

2. 风险投资的收益衡量注重整体投资或全过程投资,一般不在乎某个项目是否成功或某个会计年度是否盈利。因此要求投资者不能急功近利,并能够承担风险。

3. 风险投资是针对中小型企业开展的中长期股权投资,平均投资回收期在 5~7 年左右,在此期间,需持续不断地投资。

4. 对接受风险投资的企业来讲,不需要担保,因而不同于银行贷款,但项目选择必须符合风险投资的特定要求。

#### 5. 资金融通和管理相结合。

风险投资人不但要提供股权融资,还要直接参与经营,提供管理、咨询和财务顾问服务。风险投资公司发展的基本规律是从成功的高技术企业的资金利润中分享大大高于银行利率的风险收益来弥补失败项目的亏损。损益相抵后的金额就成为风险公司的盈利,然后又利用这些盈利转为风险准备金,实现风险资本的滚动增值和循环周转,不断增强风险投资的实力。如下表所示:

指 标	风险投资	一般投资
投资对象	高新技术	成熟项目
投资特征	高风险高收益	风险适中,平均收益
财务基础	未来现金流量	过去财务记录
盈利要求	股权变现	年度盈利
决策主体	风险投资家	企业家
权力构成	不控股	控 股
股份构成	无形资产比例高	忽视无形资产
管理特点	专家管理	个人素质
投资原则	分散投资	集中投资
税收待遇	减免税	正常赋税

风险投资作为与高新技术相伴的特种融资制度在国外已被广泛认可,但进入我国却是近几年的事情。为理解风险投资对技术创新和科技成果转化的重要作用,我们不妨对各种融资方式做一比较。

### 1. 财政投资。

属政府支出,带有很明显的政策倾向,其特点是无偿性、专用性。因考虑财政预算平衡,资金规模常受到限制。更因为财政资金的政府性质,其投资收益和风险也由政府享有和承担,造成对资金使用效果的软约束。而高新技术往往蕴藏着巨大风险,故由财政资金担当科技创新的主渠道是不妥的,一是难以保证持续的巨额资金投入。二是财政投资后形成的高技术企业的产权关系模糊,不利于建立“利益共享、风险共担”的经营机制。我国的实践也

证明了依靠财政资金发展高科技是不成功的。

## 2. 银行贷款。

是我国目前企业融资的主渠道,它本质上属于借贷资金,具有一定使用期限,需要偿还和支付利息。银行贷款是债务性融资,因此并不直接参与企业经营,也不承担相应的风险。由于经营安全性的需要,借款人必须向银行提供抵押、质押等担保手续。而高新技术企业往往不具备上述条件,因此银行贷款只适用于企业在引进、吸收常规成熟技术方面的资金需要,至于对高新技术在产业化阶段前的资金需求是难以做出贡献的。尽管银行存款居高不下,我们却不能指望其成为技术创新的主要融资方式。但在政府信用担保体系下可向风险投资公司贷款。

## 3. 发行债券。

企业通过发行债券也是一条可以选择的融资渠道,但和银行贷款一样,发行债券也属债务性融资,有一定期限和偿还性,也不直接参与企业经营管理。所不同的是债券融资的广泛性和债券本身的可转让性。发行债券对借款人的要求较高,必须具备良好的财务记录和偿还能力,更为重要的是,在最初债务未偿还之前很难进行连续性融资。而高新技术企业在产业化前期很难达到上述财务要求且需要不断追加投资,所以债券融资也不适合高新技术企业。

需要说明的是,上述投融资方式都存在一个共同的缺陷,那就是信息不对称问题。由于债权人或投资人并不直接参与经营,很难掌握内部信息,所以无法形成资金供应者和经营者之间的“利益共享、风险共担”的经营机制,而这恰恰是高新技术企业所必需的。

## 4. 股权融资。

股权融资是通过出售企业的部分或全部股份进行资金融通的一种形式,其特点是资金使用无期限、无需偿还、无固定收益,但可参与企业经营。典型的股权融资是通过公募方式向社会发行股

票,筹资规模大,但为减少信息的不对称,保护投资者权益,要求信息强制公开。这种融资方式非常有利于形成“利益共享、风险共担”的企业经营机制,预算约束较强,因此是现代企业广泛采用的方式。但一家企业能否顺利融资,往往取决于企业过去的营业记录,筹资后发行人还必须按年支付红利。作为股东也可根据其对其对风险的判断随时变现退出,避免长期持有股权可能带来的风险。而高新技术成果在产业化之前往往需较长时间无利运作,其股权定价也不可能依靠历年的财务盈利,所以股权融资虽然比财政拨款和债权融资更有利于企业的经营机制形成,但却仍然不适合高新技术融资的需要。

风险投资被证明是适合高新技术发展的专业化投资方式,第一,从投资主体看,风险投资大多来源于民间资金,产权主体明晰,盈亏对称。第二,风险投资非债权融资,因此基本不存在因机制不健全带来的信息不对称问题,就这一点来讲,风险投资更接近于股权融资。但在特征上又有所不同,其中最主要的有以下几点,一是以未来现金流量和市场前景为投资依据。二是在项目产业化之前的相关风险一直由投资人承担,因此必须参与经营管理。三是收益来源于项目成功后出售股权的收入,而不是分红。四是不可随意转让股权,只能在项目成功后一次性出让股权退出,或项目失败后清盘退出。也就是说,风险在高新技术产业化成功之前一直与之相伴。总之,风险投资在收益要求、风险承担和股权转让方面都不会增加高新技术企业的财务压力,有效地解决了融资中的瓶颈。

从上述不同融资方式各自特点的比较中可以看出,政府投资、债权性融资以及传统的股权融资只适合成熟技术项目和一般企业,而风险投资才是高新技术企业最佳的融资途径。

## 二、风险投资的运作原理

从国外和国内风险投资的实际经验来看,尽管由于经济制度、

市场环境和政策法律的差异,两者的具体做法和投资对象不太一样,但风险投资的运作原理却大致相同。

1. 必须成立专门的风险投资公司,并确定适合于风险投资的管理结构。

从公司的组织形式上看,风险投资公司有多种形态,但很少有官办机构,大都采取合伙制形式。我国《公司法》未有合伙制的明确规定,故目前还只能以有限责任制或股份制组建公司,也可根据《个人独资法》设立私人性质的风险投资公司。但为了适应风险投资的管理要求,除在内部保留传统的组织结构外,还必须按国际惯例另设专家顾问委员会和投资决策委员会,以保证风险投资的决策科学和严谨。

2. 筹措风险资本。

风险投资公司成立后仅靠自身的资本金是难以长久支撑风险投资事业的,它必须不断地向社会筹资。从国际经验来看,风险资本的筹集在早期大都采取私募方式进行,随着资本市场的完善逐渐过渡到公募方式并以风险投资基金的形式存在,以信托方式进行管理。为保证风险资本的稳定性,必须对资金性质进行鉴别:一是产权明晰。用于风险投资的资金必须归属于具体的利益主体,这样才能独立地分享高额利润并承担高额风险。二是长期性。风险投资一般属权益性投资,其回收期平均都在5~7年,这要求资金来源必须具备长期性。因此,国有资本、银行贷款及各类短期资金都不适合风险投资。

3. 必须建立一套科学的风险投资决策机制。

这是风险投资运作的核心。风险投资并非一种投机行为(如炒买股票期货等),它有一套严密的风险控制制度。国际上已形成了比较成熟的投资决策制度。

(1)确定投资策略。根据投资项目所处的不同阶段和行业性质合理安排资金的投向和比例。

(2)制定项目评估原则、评估指标和决策程序,避免决策的盲目性和随意性。

(3)建立项目库,根据投资策略和评估指标,按一定的决策程序和评估原则对项目进行多级筛选。

(4)签定投资协议、注入资金并直接参与管理。

#### 4. 合理安排退出时机和方式。

风险投资追求的并非企业的经营控制权和一般意义上的股利分红,而是项目成功后股权转让的高额回报,因此,当项目进入产业化阶段后就必须择机退出,并重新选择新的风险投资项目。根据国际做法,股权转让可采取三种方式:一是通过公开发行上市转让股权。二是通过产权并购将股权出售给有实力的大公司。三是由发起人和技术持有人回购。但不论何种方式,及时退出都是至关重要的,否则就失去了风险投资的意义。

#### 5. 投资回报。

按风险投资管理规则,项目成功后股权转让的报酬在扣除风险投资公司(管理人)的佣金外全部分配给资金提供者,如果项目失败,其风险也主要由投资人承担。总之,风险投资是与高新技术项目相适应的投融资制度,就像财政拨款和银行贷款各有其特点一样,风险投资也有自身的运作机理。

《新疆建立风险投资制度研究》是一本探索在新疆从事风险投资事业的书。作为不发达地区,新疆与内地发达省份相比有着很大的差别,无论是硬环境还是软环境都居于劣势,在这种条件下,新疆有无必要建立风险投资制度?有无条件建立这种制度?如何建立?这都是亟待解决的认识问题。而风险投资是个新课题,无论对金融界、企业界还是科技界都有进一步探讨的必要,本书只是一个尝试,希望可以以此书引起全社会的重视,为新疆的风险投资事业尽一份微薄之力。

# 1

## 第一章

### 世界风险投资的发展与特点

美国的风险投资  
英国的风险投资  
法国的风险投资  
加拿大的风险投资  
欧洲风险资本的联合  
日本的风险投资  
以色列的风险投资  
印度的风险投资  
新加坡、韩国的风险投资  
台湾的风险投资



风险投资早在 20 世纪 30 年代就已产生,但发展缓慢。70 年代后,随着高新技术产业的发展,风险投资也活跃起来,不仅在发达国家发展迅速,在新兴工业化国家(地区)和一些发展中国家也陆续形成,有力地促进了高新技术产业的发展,现已形成了国际风险投资市场。

目前,国际上风险投资活动主要集中在美国、西欧和日本等工业发达国家。美、英、法、德、日五国风险投资占世界风险投资市场份额的 90% 以上,由于各国高技术产业化结构和发展水平不同,各国政府鼓励风险投资政策不同,因而各国风险投资的发展特点也不同。

### 一、美国的风险投资

美国是世界风险投资的发源地,20 世纪 40 年代就有了第一家风险投资公司。60 年代,在美国《小企业法》的促进下,一些保险公司和银行加入了风险投资行列。但 70 年代以前,由于高技术产业尚不发达,因而风险投资发展有限,到 70 年代前半期,风险投资总额还不足 1 亿美元。70 年代后半期,随着美国高技术公司的迅速发展,风险资本也进入了蓬勃发展时期。1975 年,美国风险投资额已达 14 亿美元。

80 年代后,美国政府为促进高技术风险投资,进行了税制改革,降低了风险投资税率,风险投资额的 60% 免除征税,其余 40% 减半征收所得税,使风险投资税率从 49% 下降到 20%。这项改革措施有力地推动了美国风险投资的发展,风险投资额大幅度增加。到 80 年代中期,美国风险投资公司已有 500~600 家,风险资本 200 多亿美元,向 3 000 多家高技术公司提供风险资本。目前,美国风险投资公司已经发展到 4 000 多家,接受风险投资的公司上万家,成为世界上风险投资最发达的国家。

美国早期的风险投资具有浓厚的家族经营色彩。目前,美国有三种提供风险资本的专业性公司:

1. 具有合伙关系的私营公司。
2. 各类金融机构(银行、保险公司、养老基金组织)。
3. 小型投资公司。

私营公司提供风险资本的比重为 40%，其他两种公司各为 30%，它们投资小型创新企业的总金额每年达数百亿美元。风险资本公司的任务不仅包括筹集资金、鉴定和选择项目、分配资本到具体的项目，而且还给风险企业提供各种咨询服务和在管理上的支持，即帮助风险企业制定发展战略、寻找新的资金来源、选拔技术干部和管理人才，帮助他们获得新的技术以便使研制工作节约成本，它们还通过与创新产品的潜在消费者联系，帮助风险企业安排营销。

金融机构提供风险资本不完全是追求利润、开发研制未来的技术和寻求生产多样化的可能性。银行开办这些公司，首先是对客户提供有关服务，因此它们的方向主要是从战略目标考虑，对接受资金的企业不那么苛求，企业的行为比较自由，它们提供的风险资本比私营公司提供的要多。

小型企业投资公司的工作得到国家的直接支持。它们不仅对技术密集型企业提供风险资本，对某些经济部门的小型企业也可以提供资金和长期信贷。联邦政府还从部门的预算中拨出资金鼓励小型风险企业开发科技的计划。联邦政府每年都有 1 亿美元以上的研究与开发的预算计划以支持小型风险企业的创新项目。风险资本与风险企业在法律上存在着合伙关系，在税率上享受一定的优惠，因而美国风险资本的业务每年都有很大的发展。

美国风险企业的特点就是接受风险资本公司提供风险资本的主要是小型企业。与传统的金融业务形式相比，风险企业经营亏损的可能性非常大。尽管如此，它的盈利率却仍然十分可观。风险资本平均盈利水平通常要比投资股票的利润高出两倍。这是因为资本虽然集中在小企业，但这是最先进的技术密集型领域，美国

3/4 的风险资本集中在微电子、生物工程、仪表制造、信息技术等高新技术领域。

美国第一家正规的风险投资公司是创建于 1946 年的美国研究与开发公司(ARD),它的诞生是风险投资发展的里程碑。随着竞争的全球化,科技进步和技术领先已经占据了重要的地位。而日新月异的科技水平,其要求的前期风险投资越来越大,美国政府和企业家认识到了这一点。在政府的支持下,美国的风险投资业于 80 年代得到了迅猛发展。1979 年的风险投资额仅为 25 亿美元,到了 1997 年已经达到 6 000 亿美元,18 年间增加了 240 倍。在硅谷,1997 年吸引了创纪录的 366 亿美元的风险资本,比 1996 年增加了 65%。目前,美国共有约 1 000 家风险投资公司,它们的资金主要投向信息技术、生命科学等高科技产业,使英特尔、微软、苹果、雅虎、3Com 等一大批新兴企业成为经济领域的佼佼者、高科技产业的领头羊。

迅速发展、规范运行的风险投资体制对美国经济的发展产生了重大影响和积极作用,主要表现在:

#### 1. 风险投资促进了美国经济的增长。

自 1991 年初起,美国经济已经连续增长了 8 年,风险投资的快速发展是一个重要因素,起到了不可忽视的作用。风险资本在向风险企业提供资金时,往往邀请多家公司联合投资,使风险企业形成多家持股的股权结构。从经营机制方面来讲,这种股权结构无疑要优于单个法人持股的股权结构。另外,风险投资公司在向企业输入资金的同时,还要向企业输入专家型管理,这对于处在初创阶段或破产边缘的风险企业来讲,无疑是至关重要的。

#### 2. 风险投资促进了美国的技术进步。

据研究,60 年代以后,美国经济增长有 70% 是靠技术进步获得的。一项新技术从诞生到形成产业化,往往需要巨额的投资,但新建高科技企业所面临的高市场风险和高技术风险却令一般投资

者望而却步。风险资本由于分散募集,投资分散组合,加之其独特的运作方式,可以有效地规避风险,获得高于平均利润率的投资回报,这就为社会资金进入高科技产业架起了一座桥梁,从而推动了美国的高科技向生产力的转化,使大批高技术企业成为全球著名的跨国公司。由于受风险资本支持的企业平均投入的 R&D 资金大大高于一般企业,从而带动了美国全社会的 R&D 投入水平的上升,大大提高了美国经济增长的科技含量。

### 3. 风险投资吸引了大量外资进入美国。

风险资本的收益率高于社会平均收益率并在不断提高,这使得美国国内资本市场平均收益率上升。1965~1985 年,美国风险投资的回报率平均为 19%,是股票投资的 2 倍,是长期债务投资的 5 倍。截至 1997 年 6 月 30 日的 5 年中,按年度计算,美国普通股基金的平均收益率为 17.5%,同期国际股票基金的平均收益率仅有 12.5%,而新兴市场股票基金的平均收益率为 11.7%,这就导致大量的国外资金进入美国。据统计,1993 年美国吸引外资 4 453 亿美元,居世界第一位。在这中间,风险投资起着非常重要的作用。

## 二、英国的风险投资

英国的风险投资在西欧国家中起步最早,但发展一直较慢。由于缺少风险投资,英国的高技术产业发展缓慢,与英国发达的科学技术形成了很大反差。80 年代以来,为鼓励风险投资,英国政府采取了一系列措施:

### 1. 政府直接和间接地向企业提供风险投资。

英国贸易和工业部将政府支付款项中的 33% 作为发展高技术的专款,20% 作为支持高技术产业的开发费用。

### 2. 通过税收和贷款等支持风险投资公司。

1981 年,英国政府制定了“贷款担保计划”,规定私人金融机构对高技术中小企业贷款,金额的 80% 由政府担保。1983 年,又

制定了“企业扩大计划”，规定个人投资者可免税。

### 3. 政府直接参与风险投资。

1981年，英国政府成立了英国技术集团(BTG)，已先后投资430个企业，累计投资额高达2.26亿英镑。

在政府的支持鼓励下，英国的风险资本迅速发展起来。据调查，英国风险资本协会(BVCA)成员的风险投资从1979年的2000万英镑猛增到1986年的4亿英镑以上，拥有风险资金达15亿英镑。仅1982~1985年间，BVCA成员就资助了约1500家公司。到1987年，英国共建立了105家风险投资公司，风险资本占西欧风险投资总额的2/3。英国风险投资资金大约90%是从抚恤基金和其他大机构中得到的，10%来自大工业公司。

工业投资者公司(Investors in industry,简称3I)是英国最大的民间风险投资公司，在国内25个地区设有办公室，投资主要来源于英国银行界。据英国风险资本协会的报道，英国1986年用于开办新公司的3.84亿英镑投资额中，3I就占6400万英镑。

3I的投资领域十分广泛，既有高技术公司，也有食品店等一般企业。3I的风险投资方式主要有两种：

一是发放企业支票。企业支票是一笔大约2.5万英镑的贷款，用来支持各种技术发明与试验。如果失败，贷款无须偿还；如果成功，3I就要求它帮助建立一个企业，并从中获得一定数量的股份。

二是通过研究公司对大专院校的研究成果进行商业性开发。该公司是3I同美国公司合资的联合企业，在英国拥有一个子公司。研究公司侧重对35岁以下的大学师生的发明作出估价，如认为该项研究成果值得进行商业性开发，就提供经费支持，寻找一家公司来许可这项技术，或者通过组成联合企业利用该项技术等办法来解决技术转让问题。风险投资所获得的收入40%归研究公司，其余60%为该大学和学院所得。在支付公司管理费后，研究

公司的所得税部分又以研究赠款方式回流到大学。1986年,研究公司收到381项资金申请书,被选中的有36项,总投资额为15.5万英镑。

英国技术集团是英国官办的风险投资机构,成立于1981年,是国家企业局同国家研究开发公司合并的产物。英国技术集团的主要活动是帮助公营部门取得发明专利和许可证,但也资助大学师生对一些有希望但尚未证实的想法进行早期开发,支持企业的产品和工艺开发,甚至帮助开办新公司。

英国技术集团主要以贷款形式进行投资,其报酬是分享产品许可证的部分收入。它发放的基金比风险资本基金的期限更长——可以长达20年之久。如果集团投资在私人公司的一个开发项目上,它们可以商定对产品和加工方法所创营业额进行分配。

英国技术集团比较重视对大学研究项目的支持,同一些大学共同安排代验项目,试验期间提供10~30万英镑的贷款,大学则可得种子经费。集团还以5000英镑的小笔赠款资助大学师生。1987年1月,英国技术集团发起了一场奖金总额为10万英镑的竞赛,以吸引大学师生和企业家对学术的发明成果进行开发。

在80年代初,由于经济困难和科技政策不合理,英国新兴产业急剧退潮,传统工业也停滞不前,在民办市场上英国的产品失去了竞争力,经济状况进一步恶化。在这种情况下,英国政府希望用风险投资来带动经济增长,推出了一系列措施加以扶持。十多年来,英国风险投资额年均增长30%。1984年,英国风险投资基金的海内外投资总额为1.9亿英镑;到了1996年,已经达到185.28亿英镑,是1984年的97.52倍;1997年占欧洲风险投资总额的20%,成为全球第二大风险投资国。现在英国科技领域90%的投资依靠风险投资资本,85%的风险投资用于发展新型工业。从业绩表现来看,1996年度英国风险投资基金的净回报率为14.2%,超过了其他金融资产回报率,同年英国股票净收益率为11.7%。债

券净收益率为 7.6%，现金资产净收益率为 6.1%。

在风险投资的促进下，生物工程、信息技术产业等高科技领域的投资额比 1984 年增加了 9 倍，使英国在这些领域处于领先地位，而且每年增加 15% 就业机会。最近 10 年来，中小高科技公司新增岗位 100 万个。同时，英国风险投资的运作使得新设企业迅速成长并推动它们上市，给资本市场注入了生机和活力。据统计，1992~1995 年，风险投资所投资的企业在伦敦股票交易所占新上市企业的 40%，而且在上市后的表现也普通好于其他上市公司。

### 三、法国的风险投资

法国风险投资始于 70 年代，最初是一批技术创新投资公司和地区股份协会，1979 年建立了风险投资公共基金。80 年代，美国风险企业成功的范例对法国风险投资的发展起了很大的推动作用。到 1986 年末，法国亦有 120 多家风险投资机构，其中 13 家创新金融公司所积累的资本已达 7.4 亿法郎，资本超过 1 亿法郎的风险投资机构有 20 家。法国政府从 80 年代以来，一方面不断增加国家财政对 R&D 的支持；另一方面采取各种措施鼓励企业开展 R&D 活动。同时，又大力提倡多层次、多渠道增加 R&D 的投入。

Sudinnova 和 Sofaris 就是得到国家支持的风险资本投资公司。Sudinnova 是根据银行业和非银行机构的倡议于 1983 年创建的。该公司的股东有 40 多个单位。这些股东本身的资本比较雄厚，如梅里埃研究所、米歇兰工业集团、里昂人民银行等。

公司成立的宗旨是，以少量入股形式支持企业的创新计划或高新技术企业的创建。根据规定，任何股东所持股份不得超过公司总股量的 30%，公司参股量不得超过技术发展项目或创建企业总投资额的 40%。目前每个项目的投资额在 100~300 万法郎之间。公司现有总资本额 5 655 万法郎。参与投资的项目总数达 33 个。Sudinnova 的组织机构比较严密，但又非常有效。机构情况如

下:

董事会。由持股较多的各单位代表组成,定期召开会议,根据公司章程,对其活动进行检查和监督。

投资委员会。它由董事会任命的若干知名人士组成,其中包括地方政府和国家代表。它的任务是对申请投资的项目进行研究,并就投资选择和投资额最后作出决定。

通讯员网络。它由各个领域的专家组成,人数不定,随时聘任。其使命是就投资项目的技术可行性和市场情况提出意见,供投资委员会参考,以便作出最佳的决定。

常务小组。仅由 3 人组成,负责日常事务的处理。总经理是信息技术专家,副总经理是个具有丰富经验的商业管理人员,并配备 1 名秘书长,负责文件档案管理和来往函电的处理。

从机构设置情况看,该公司的组织层次分明,各司其职。在运行过程中,很少受外界的干扰,内部也无扯皮现象。总之,是一个简便的组织形式。

Sudinova 每年平均收到 120 个要求其投资的项目申请。常务小组将申请材料转有关通讯员(专家),请其提供有关情况和意见,然后一并交付投资委员会研究是否参与投资及参与程度。目前平均每年接受 10 个项目的申请,其中 7 个新项目,3 个再投资的老项目。

根据历年投资情况分析,现主要投资的领域有:电子和信息技术、医药和医疗设备、农业食品。这些项目的投资回收期一般为 5~7 年。资金投入的成功率在 85% 以上,失败的不到 15%。失败原因技术上的占 40%,市场问题占 60%。

该公司自 1983 年成立以来,资本额不断上升。初创期为 1 260 万法郎,1987 年达到 2 487 万法郎,目前为 5 650 万法郎。资本不断增加的渠道有:(1)新股东的加入。(2)股票的出售和转让,其中包括将股票投入金融市场,转让给其他企业家,或转让给

进行技术开发项目的企业主和新创企业主。(3)股息收入。

尽管公司对每个投资项目进行严格的审查,但终究带有风险,有近 15%的投资要失败。为此,公司向法国风险投资保险公司(Sofaris)申请保险,向其缴纳一定的保险金,约占每个投资项目总额的 0.3%。项目一旦失败,Sofaris 偿还项目投资损失的 50%。

法国目前有 200 家风险投资公司,Sudinnova 这样面向高新技术的只有七八家,绝大部分则针对传统技术产业。

Sofaris 在国家的提议下于 1982 年成立。公司的原始宗旨是为中小型企业和技术开发项目进行的风险投资提供保险。后来又扩大到技术转让、工业转产、国外投资等保险业务。公司的资金是两部分:自有资本 8 亿法郎,其中国家投资 34%,其他信贷机构和保险公司分别占 47% 和 19% 的股份;另一部分是国家财政拨款 10 亿法郎作为保险金。前一部分资金可参与金融市场活动,以便增加自有资本;后一部分只能作为保险赔偿金使用。由于新制企业和技术开发项目风险性大,政府不得不定期给予补足,以维持正常的业务活动。这种混合股份公司采用私营公司的管理方式。

Sofaris 公司总部设在巴黎,下设董事会、执行委员会、12 个地区代表处,总人数仅 80 人。接受投保的手续是:200 万法郎以下项目,只要风险投资者已决定,如果提出保险,一般均可接受;200 万法郎以上的项目由地区代表决定;重大的投保项目由咨询委员会主席在听取有关委员(银行、风险公司、地区和国家代表)的意见后最后裁决。

Sofaris 收取投保项目总投资额的 0.3%~0.6% 的保险金。保险赔偿额为该项目投资损失的 50%。对于新创企业可提高到 65%。根据估算,公司的每 100 万法郎可调动 800 万~2 亿法郎的资金用于技术开发和新创企业。公司现有 10 亿法郎的保险金,承担了 80 亿法郎的保险赔偿额。90 年代以来,法国政府制定了两项支持风险投资的措施:一项是将国家科研成果推广署用于技

术创新的资金资本化;另一项是加强技术保险基金。这两项措施进一步促进了法国风险投资的发展。

1990年,法国成立了由100多家风险投资公司组成的法国风险投资者协会。当年向731家企业的1000多个项目投资了35亿法郎,其中向法国企业投资32.72亿法郎,向29家欧洲企业投资了1.96亿法郎,向欧洲以外的9家企业投资了0.42亿法郎,海外投资的比率为7%。投资主要倾向于计算机、生物技术和新材料等领域。风险投资额的飞速增加使法国在纯资本方面跃居世界第三位,仅次于美国和英国。

法国风险投资的类型比较注重与企业的改造和开发。1990年,有314家企业在开发新产品和新技术方面获得了17.53亿法郎的投资;196家创办的新企业获得3.2亿法郎的投资;144家企业在转产方面获得9亿法郎的投资;39家企业在购并其他企业方面获得2.93亿法郎的投资。1990年,法国风险投资对创办企业的投资比1989年增加了41%,达3.2亿法郎(1989年为2.27亿法郎),企业开发的投资占总数的54%,达17.5亿法郎,其中314家企业的533个项目接受了投资,这一数字比1989年略有下降。在转产方面的投资比1989年的6.67亿法郎增加了36%,达9.06亿法郎,并占投资总数的28%。购买企业的投资占总数的9%,比1989年增加了17%。1990年,有一半的投资用于4个部门,它们是消费品(17%)、制造业产品(14%)、工业(9%)和计算机产品(10%)。对通信部门的投资增加了257%。总的来说,对高技术部门的投资占全部投资的23%。

#### 四、加拿大的风险投资

加拿大风险投资起步较早,1952年就成立了第一家风险投资公司——英法合资的加拿大查特豪斯有限公司。1958年成立了加拿大海外风险投资公司。1963年又仿照美国波士顿风险投资公司的先驱底特律美国研究开发总公司的模式建立了第三家风险

投资公司——加拿大企业开发公司。以后虽又陆续成立了一些风险投资公司,但在 80 年代以前,风险投资的规模仍较小,每年平均投资额在 1 000~1 500 万加元左右。

80 年代,加拿大的风险投资业进入一个顺利发展的新阶段。当时美国的资本增值税正在大幅度降低,抚恤金投资条例也明朗化了。这种政策的变化使美国的资本承诺和投资活动愈加活跃,这种状况吸引了加拿大投资家的注意。美加早年设立的各种基金开始意识到这种颇有吸引力的投资效益,它们显示了风险投资的强大生命力。在这方面,加拿大的 Mitel 和 Aes 等技术公司都有成功的经验。国际经济状况的改观所带来的经济变革把发展的重点从大规模制造业转向小规模的信息工业、高技术企业和服务业,造就了一个有利于企业家活动和开辟新的投资机会的环境。

这种有利的经济环境使加拿大的风险投资业迅速发展,用于投资的资本大幅度增加,参与市场活动的风险投资者的数目也增长很快。风险投资总额从 1980 年的 4 亿元增加到 1988 年的 25 亿元。

加拿大的风险投资数目近年来增长很快,仅 1987 年就有 8 亿加元流入工业界,大大增加了企业的活力。加拿大的风险投资有将近 50% 来自私人的独立风险投资公司,这类投资公司目前全国大约有 50 家左右,大部分公司投资活跃。这些公司多半注重长期投资(通常为 10~12 年),这是它们与政府所属的投资公司的最大区别。与此相反,政府的风险投资多偏重于中短期投资项目。私营风险投资公司多出自工业界,加拿大工业界这种按独立基金管理的股份近年来增长很快,这是加拿大风险投资业健康发展的重要标志。

金融和非金融公司的投资约占总投资数的 30%。加拿大约有 800 家工业公司和 7 家金融机构设立了风险投资业务,它们的目标不仅是良好的风险投资效益,而且也在寻求具有长远战略意

义的新技术和新产品的使用机会。政府投资机构的风险投资约占总数的 20%，其经济效益比美国更佳。联邦商业开发银行是惟一向全国投资的政府机构。过去十多年间，各省设立了若干基金，主要是用来填补私有企业市场的空白。

加拿大政府对风险投资的管理主要有两个途径：

官方途径——加拿大工业科技部。

这是联邦政府下属的工业和科技管理机构。它与私有企业、科研机构 and 各级政府合作，以提高加拿大的科技管理水平和生产水平，增进国际竞争能力。其重点是研究和制定有关政策，重点项目的管理和提供信息咨询等多种服务。在企业 and 科技机构的税收政策和制定法规等方面也有所参与。工业科技部在各省和地区均设有办事处，渥太华总部设投资与技术开发理事会和商业服务业部，风险投资方面的业务与这两个部门有关。

民间途径——加拿大风险投资公司协会。

这是一个代表中央和地方风险投资公司共同利益的民间机构，其成员从 1974 年成立时的 12 个增加到现在的 110 个，固定资产总额达 18 亿加元（每个成员至少要拥有 100 万加元的资金）。其目标是促进加拿大企业界对风险投资的使用和风险投资公司内部的沟通和协作。当前的工作重点是向加拿大的金融界和企业界广泛传播风险投资方面的知识。它是风险投资者与寻求风险投资的企业之间的重要桥梁。

### 五、欧洲风险资本的联合

进入 90 年代，欧洲一些大的风险资本公司认识到合作的可能性，欧洲风险资本联盟就产生了。该联盟拥有 100 个成员，其目的不只是促进风险投资业，还为其成员资助成立的新公司打开国际市场。

参加欧洲风险资本联盟的成员，要付 2 200 欧洲货币单位（合 1 540 美元）的费用。这使它们获得了参加国际会议和交换有关

顾客资产情况的机会,这也是它们能用一个声音去疏通欧洲委员会,以求欧洲经济共同体内有一个更加统一的法律和财政部环境。联盟使风险资本公司获得信誉,它有严格的行为准则,所有成员必须有名声才能参加。

欧洲风险资本联盟现已显示了它的联合力量,其最实在的成功是所谓风险合作计划——同欧洲委员会共同的一种计划。它的真正打算是帮助新兴公司在欧洲扩大,特别是鼓励进行跨越国界的合作。

一般说来,风险资本辛迪加是在一国之内形成的。欧洲委员会表示,如果资助开办和扩大新公司的国际辛迪加组成的话,它就会发放赠款,这样,需要从风险资本公司获得的钱就少了。这种赠款的意图在于补偿投资者因语言方面的问题以及为绕过欧洲各国法律和财政制度方面的障碍而付出的代价。

迄今为止,这种赠款正在起作用。指定用于计划内赠款的330万欧洲货币单位使投资额增大了12倍。委员会表示,它将为任何项目提供最大限额为30%的赠款,而风险资本公司竞争如此激烈,致使平均赠款率只有10%。

风险合作计划所支持的18个项目包括了从生物技术、基因操作技术、电子学一直到工业自动化、建筑材料和体育设备等许多方面。尽管委员会一再保证,它支持关于第三阶段的想法,但资金已经花光了,一直看不见新的资金。

委员会也一定能得利。虽然它许诺当一个项目失败时,它就把损失掉的钱一笔勾销,但是它同辛迪加的利润分成办法是对半开。风险合作计划还规避了布鲁塞尔官僚机构老一套的管理办法,一旦欧洲风险资本检查并选择了准备支持的项目,委员会就得在3周之内提出意见。如果它们没有这样做,就是通过了。

像欧洲经济共同体的其他计划一样,风险合作计划也会受到共同体调整预算时的拖延,但是它也有竞争。虽然欧洲风险资本

联盟是风险合作计划的主要设计者,但委员会对资助新公司还有一些别的想法。一般说来,小公司倒更具创新精神和胆略,值得伺机参加。

欧洲风险资本联盟想通过向尤里卡各项目提供风险基金的办法来支持它。作为交换,该联盟希望其成员的顾客得到同国内外一些大公司合作的利益。

这项交易已经开始具体化。尤里卡的项目建议连同它们的资金需要将尽快送交欧洲风险资本联盟的成员传阅,随后,由联盟找出它在哪些方面能给承担尤里卡项目的公司以支持。

## 六、日本的风险投资

在发达国家中,日本的风险投资属于后起之秀。长期以来,日本的风险企业习惯于从隶属集团的投资公司和银行寻求资金来源,因此,日本的风险投资形成了一个以大公司、大银行为投资主体的独特模式,私人风险投资大大落后于美国。1980年全日本的风险投资还寥寥无几,到1986年已突破90亿日元大关。有关统计材料还显示,日本的一些大城市先后建立了大小不一的风险投资机构,总数达100多家。风险投资的激增直接促进了日本风险企业的发展。1987年,日本合格的风险企业已达1800多家,比1980年增加了40倍。

战后日本在高技术领域内能达到很高水平,主要是由于政府的干预和指导。日本以技术立国为国策,通产省通过信息情报系统了解世界市场,然后拿出大量的研究和试验基金,合并私人研究所,封闭国内市场,使整个工业都为搞进攻性出口而努力。同时,还采取其他一系列措施,诸如设立研究基地,重视培养人才,给予税收优惠等,推动新技术革命,大力发展高技术工业园区。对风险企业,日本政府采取了一系列的资金优惠政策,除了中小企业金融公库、国民金融公库、工商会中央公库等金融机构要为一般中小企业提供优惠贷款外,1975年还在通产省下设了风险投资公司,其

目的就是促进银行向风险企业贷款,规定可给予银行贷款 80% 的担保。同年,又在东京成立了具有财团法人性质的研究开发型企业育成中心,对持有高技术但因资金不足难以向商品化转移的风险企业提供财务保证。此外,科学技术厅下设的新技术开发事业团对开发风险较大的新技术企业提供 5 年内无息贷款,成功者偿还,失败者可不偿还。

日本的风险投资是模仿美国而发展起来的。战后,在美国的影响和推动下,风险投资在日本得到迅速发展。六七十年代,日本经济进入高速增长时期,风险投资集中于当时的主导产业——微电子、半导体工业,并由此进入了风险投资的黄金时代,从而使日本的高科技飞速达到世界一流水平。1963 年,日本政府仿效美国的《小型企业投资法》制定了《日本小型企业投资法》,并同时在北京、大阪和名古屋成立了 3 家财团法人中小企业投资育成会社。1974 年,通产省设立了一个半官方的风险投资企业中心,籍以促进日本风险投资业的发展,并形成了日本第一次风险投资的热潮。据统计,1975~1981 年,风险投资基金额仅达 17 亿日元,1982 年就达到 2 亿美元。1983~1986 年期间,以对超导体、生物工程等领域投资为主,在日本又掀起了第二次风险投资热潮,一些经营业绩良好的中型证券公司与小都市银行都积极参与当时的风险投资活动。1993 年以来,日本兴起第三次风险投资热潮,除了证券公司、商业银行之外,保险公司、一般生产企业甚至大藏省、通产省、邮政省等政府机构、经济社团、地方公共社团也都参与了风险投资事业。

总的来说,风险投资对日本战后经济的迅速恢复,以及日本汽车、电子、半导体等产业的快速扩张并因此占据世界领先地位,都有着不可抹杀的重要作用。

### 七、以色列的风险投资

以色列的风险投资发展了近 30 年,已成为世界上最发达的国

家之一。它的发展过程大致可以分为三个阶段：

第一阶段,60年代到70年代中期。早在60年代,以色列就出现了风险投资行为,并开始对当时的新兴行业——电子行业进行投资。最早涉足风险投资领域的是以色列贴现银行,第一笔风险投资的金额是8万美元。70年代,获得风险投资的一家电子行业公司在美国 Nasdaq 股票交易系统上市获得了成功,投资者得到了相当丰厚的投资回报。从此人们认识到风险投资的操作技巧以及由此可能带来的丰厚利润,并开始效法早期风险投资者的行为。

第二阶段,70年代末到80年代末。以色列的许多公司财团建立了技术孵化器,并对技术先导型企业给以支持。1997年以色列与美国政府共同设立以美工业研究所开发基金会,对两国间开展的民用工业技术合作研究项目给予支持。进入70年代末期,以色列政府通过实施对新技术研究给予补贴的方式,加入了支持新技术研究的行业,与此同时,以色列政府还采取了一系列的经济宽松政策,其中包括取消一些官方限制和外汇管制方面的改进。后来以色列与埃及签订了和平条约,中东地区的紧张局势得以缓和,这时风险投资才得到真正的发展。进入80年代,随着技术进步和人们认识程度的提高,以色列涌现出一批风险投资者。80年代中期,几家由风险投资公司支持的公司成功地在纽约股票交易所上市。但是此时的外国投资者仍然拒绝对以色列本土的公司进行直接投资,80年代后期,以色列政府采取了进一步的经济宽松政策,经济的稳定、基础设施的改善、地区紧张局势的进一步缓和以及阿拉伯国家贸易抵制影响的减弱等因素,特别是政府对研究开发的支持政策为90年代风险投资事业的大力发展奠定了良好的基础。

第三阶段,90年代后。90年代是以色列风险投资事业飞速发展的年代,机会和风险并存,风险投资已经成为以色列一个重要的经济成分,风险投资资金也成为资金市场最重要的组成部分之一,并出现了两次投资高潮。1992年,以色列政府为了进一步促进风

险投资事业的发展,设立了1亿美元のYozma风险基金,同时成立了国有独资的风险基金公司Yozma。随着基金公司的建立,以色列进入了风险投资的第一个高潮。截至1995年底,基金公司吸引了1.5亿美元的外国资金,与外国的投资者合作,共同设立了10个风险投资基金。这些外国投资者包括:Walden、美国的Oxton、Advent等,另外也包括奔驰、Deg、Gan、新加坡的Technologies等国际上著名的集团公司,从而使以色列风险基金的总量达到了5.5亿美元。通过与这些外国投资者合作,不仅使以色列的公司很快加入了国际市场的行列,而且也使以色列基金管理得到了培训。1996年,以色列风险投资进入了第二个高潮。短短的几年时间,就涌现出3亿美元的基金。1992年以来,以色列第一次出现了多种基金竞争投资同一项目的情形,这在过去的30年中是绝对没有的现象。1992~1996年,共有150家企业得到了风险投资者的支持,其中已有22家企业成功上市,进一步筹集资金近10亿美元。大部分上市公司选择了美国Nasdaq股票交易系统,上市公司的数量超过了欧盟所有国家在该交易系统上市公司的总和,成为仅次于加拿大的第二大外国公司板块。还有18家公司被国际上知名的公司收购,其中包括西门子、Intel、Microsoft、NEC等。两次风险投资高潮的共同点是涌现出很多合资的风险投资企业,第二次高潮吸引了更多的外国投资者。这些外国投资者注入的不仅仅是资金,而且还带来了企业管理经验和市场网络,这是企业发展进程中最重要两个因素,也是风险投资取得成功的两个必要条件。以色列通过风险投资业的发展推动了经济的发展,改善了经济产业结构。与1990年相比,1996年以色列的国内生产总值增长了42%。90年代以来,以色列成功地完成了从依赖传统的农产品、钻石及军火出口向民用高新技术产品出口转变的过程。目前,民用高新技术产品出口占以色列工业产品出口总额的30%,占以色列工业总产值的比例也已从1990年的15%上升到50%。

## 八、印度的风险投资

从 70 年代起,为促进产业结构调整,扶植高技术产业,加快技术成果转让和高新技术产业化,印度开始发展风险投资。由于资金有限,印度的风险投资事业与发达国家相比,有许多不同的特点:

### 1. 国家是风险投资的主体。

印度风险投资业的产生有两种途径:一是由金融机构兼营风险投资,如国家在印度工业开发银行、印度工业控股公司、印度工业信贷与投资公司等金融机构建立风险投资基金,通过这些金融机构进行风险投资。二是建立专门的风险投资公司,如印度风险资金与技术投资公司。这种专业风险投资公司实际上是金融机构向风险投资领域的延伸。印度风险资金和技术投资公司的资本金来源于印度工业投资公司的一笔 2 亿卢比的风险资金基金。另一家印度技术开发与信息公司则是由印度工业信贷与投资公司和印度联合信托基金所经营的风险资金基金发展而来。

### 2. 注重支持技术的国产化。

印度风险投资公司的投资范围和方式鲜明地体现了国家目标,注重技术的国产化和项目本身对国家和当地经济发展的作用。既投资高新技术领域,对于利用本地原材料和有出口潜力的项目也给予支持,特别是国家科技重点项目以及对国民经济有重大意义的项目。

### 3. 风险资金规模较小。

印度风险投资个人额度不超过 150 万卢比,两人合营额为 250 万卢比,两人以上合营额度则不得超过 300 万卢比。一般情况下,风险资金的投资不超过项目投资的 50%,对采用国产技术且有市场前景的项目,公司也投入超过总投资 50% 的风险资金。

### 4. 投资以孵化企业为主。

印度风险投资主要扶持新建企业,为其承担风险,有些风险投

资的项目虽非技术型产业,也可以得到较优惠的风险投资。

#### 5. 以独立经营为主。

印度风险投资公司很少采用发达国家流行的联合投资、共担风险的投资方式,其主要原因是风险投资的项目以中小型项目为主,金额一般都不超过5 000万卢比。总的来说,印度建立专营风险资金和技术投资银行的实践是成功的,有效地促进了科技成果的商品化和加快技术转让。

### 九、新加坡、韩国的风险投资

近年来,亚洲新兴国家和地区为了加速高技术产业的发展,也加快了风险投资与风险企业的发展进程。总的来说,新兴国家和地区在发展风险投资过程中,采取了两条腿走路的方针。它们一方面用本国资金建立风险投资公司,另一方面用优惠的政策吸引外国风险资本。

新加坡1984年开始资助风险投资,创办高技术公司,并通过了一项立法,给予以风险投资建立的高技术公司免税10年的待遇。新加坡风险资本最大的投资者就是经济发展委员会(EDB)。经济发展委员会投资6 500万美元建立了EDB投资有限公司,专门资助具有战略性的高技术产业的发展。目前,该公司在美国的投资已占其投资总额的50%,其目的在于从美国获得新技术。EDB最具诱惑力的投资项目是国民生物工程控制计划,最近EDB为新加坡标准与工业研究所和新加坡国立大学合作兴办价值为660万美元的食品生物技术中心提供480万美元的资金。EDB还投资2 000万美元设立了1个生物技术投资公司,主要为国内外生物技术公司提供资金,该公司已经开始了5个投资项目,并在美国加州建立了1个子公司。新加坡的一个主要风险投资公司,即东南亚风险投资机构是美国和荷兰共同开办的。这家外国风险投资机构以3 500万美元的资金与亚洲国家的风险投资公司一起进行风险投资活动。

另一个与政府有关的风险资本提供者是全国科技委员会(NSTB),其最大的受益者是海洋技术公司,该公司将获得的补助金 33.25 万美元用于快速存储纹光纤唱片存储系统的开发。另一位受益者是拉蒙尼克公司,该公司接受 NSTB 提供的 12.1 万美元,用来开发电子计算机绘图用的产品模型彩色图像处理系统。这一切都表明,新加坡总额为 6 亿美元的风险资本的投资效益是显而易见的。

韩国政府从 1986 年开始提供风险资本,扶植高新技术产业的发展。在《中小企业创立支持法案》和《新技术财政资助条例》的指导下,为企业进入高技术领域提供资金支持和税收减让。而今,韩国已有 58 家风险资本公司,掌握风险资本 7.3 亿美元,其中有 21% 的资金来自海外,这些外国投资给韩国带来了新的技术。如有 5 家日本公司购买了 CNB 技术公司的 25% 的股份,从而给 CNB 公司带来了许多技术专家和现成的国际营销网络。

韩国还采取走出去的方式进行风险投资。如韩国的 4 家电子公司用风险投资吸引 IBM、耶鲁大学等单位的科技人员在美国开业。通过海外风险投资来发现新技术萌芽,然后将其转移到国内,运用低廉劳动力加工返销,以此来提高韩国在亚洲市场上的竞争力。

这些成功的经验表明,如果一切听其自然,绝大多数亚洲私营企业都会将高技术开发视为不可接受的冒险事业,而韩国和新加坡当局却没有墨守自由主义的传统,通过为企业提供风险资金、税收优惠等政策,引导私营企业成功地开辟了一个有利可图的新天地。

## 十、台湾的风险投资

台湾风险投资(在台湾称为创业投资)的法定定义是实收资本额新台币 2 亿元以上,以投资未上市制造业为专业的股份有限公司,股份有限公司必须是具备科技投资管理经验的专职公司。其

中,30%可以投资于一般制造业,其余必须投资于高科技产业。

台湾地理面积小,人员密度不大,自然资源缺乏,市场狭小,经济发展不可能长期依赖于劳动力密集型产业。在传统的劳动力密集型产业逐渐丧失了活力和国际竞争力之后,自80年代开始,台湾当局进行产业调整,使产业结构由劳动力密集型转变为以科技事业为核心的产业体系,并分别于1986年、1987年和1993年三次修改相关的管理规则,阶段性放宽若干限制,给予风险投资事业更好的发展环境。

台湾风险投资的发展过程大致可以分为两个阶段。1976年,台湾第一家风险投资公司成立,标志着台湾风险投资的起步。1983年,台湾颁布了《创业投资事业管理规则》、《奖励创业投资条例》和《产业升级条例》等有关风险投资的管理法规,其中规定了风险投资事业的业务以及投资范围,投资于高新科技产业的公司的优惠和税收减免政策等。由于行业进入比较容易,再加上政府的一系列扶持措施,台湾的风险投资发展速度很快。到80年代中后期,台湾风险投资发展进入了第二阶段。当时台湾实施“科技发展10年规划”(1986~1995年),主要内容是加速发展策略性工业和科技升级。在这一背景下,台湾风险投资事业进入成长阶段。1990年,风险投资公司达到7家。1994年,财政部准许保险公司参与风险投资以后,又带动另一设立风潮。截至1995年5月,风险投资公司达32家,实收资本额共约159亿新台币。

1994、1995年台湾的风险投资公司获利显著。1996年以后风险投资公司进入成熟期。1998年4月,台湾风险投资公司已达102家,实收资本总额达596亿元新台币,是1984年的300倍。同时,102家风险投资公司无一亏损,业绩排名前10位的风险投资公司在1994年创造了平均每股(10元)盈余6.33元的良好业绩。

台湾风险投资事业十多年的发展,为台湾地区经济优化和发

展以及科技产业的进步做出了显著的重要贡献。首先,它引导了资金投入高科技产业并相应促进了产业升级。据统计,1996年在新竹科学园区引进的32家厂商中,就有9家台湾风险投资公司投资了其中10家厂商。其次,培育和扶持了一大批新兴的具有活力和发展潜力的中小企业。据统计,1997年台湾中小企业家数占总数的98%,就业人数占总体的80%,出口额占总体的51%,所创造的GNP占总体的52.7%,成为社会经济的主导力量。第三,它引进国外技术投资于台湾科技产业的发展。目前,一些风险投资公司都已经在硅谷设立据点,负责寻找投资机会;同时,过去以投资台湾岛内为主的公司和新募集的基金都以投资美国高科技为主。据统计,截至1996年底,海外投资部分已经占全部投资金额的28.59%,预计几年后,台湾风险投资在海外投资比重将超过在台湾本土的投资。据台湾的《科技白皮书》报道,台湾已经跃居世界第三大咨询业及第四大集成电路业地区,技术密集产业占制造业比例也由1986年的24%提高到1996年的37.5%。

以上可以看出,风险投资对各国的经济增长都有很强的推动作用,大多数国家的风险投资业都经过了认识或者试验、调整和迅速发展的三个阶段。我国正处在产业结构升级阶段和寻找新的经济增长点时期,发展风险投资正当其时,同时也要看到,我国的经济体制、经济结构和经济实力都不同于前述的国家或地区,所以引进这种资本经营方式可以先试点,根据试点经验进行政策和制度上的调整后再逐步推广。

## 我国风险投资的发展及问题

高技术产业的特点和风险投资的产生

我国风险投资发展过程、前景及存在的问题

发展我国(新疆)风险投资的必要性与迫切性



### 一、高技术产业的特点和风险投资的产生

高技术产业具有高投入、高风险、高收益的显著特点。高技术产业发展的每一个阶段(R&D、R&D成果的工程化,工程化 R&D 成果的产业化)都需要投资,并且投资规模逐级递增。根据美国硅谷高技术产业的发展经历,这三个阶段资金投入比重大约为 1:10:100。由于许多不确定因素,在上述各个发展阶段中都存在风险(如技术风险、财务风险、管理风险和市场风险等),总体上风险由高到低或由多到少分布,恰好同投资资金需求形成强烈反差。但是高技术产业也是一个高收益的产业。如果成功地开发某项高技术,而且顺利地完成了科技成果的工程化并实现商品化和产业化,那么企业就有可能在短期内利用它对该项高技术的垄断地位取得超额利润。据 1980 年美国小工商联合会调查,成功的高技术企业投资收益十分惊人,高技术企业同传统企业相比,销售率高 10 倍、资产增长率高 11 倍、纳税率高 6 倍。在市场经济国家中,现代企业中有三种基本的融资方法:企业内部积累、向银行借款、通过证券市场融资。高技术企业必须以大量的资金投入为先导,靠企业自有资金往往难以满足需求。而银行贷款通常以稳健为原则,强调收益与安全并重,因此,银行也不敢或不愿向高技术企业投资。证券市场汇集了大量的资金,价格的不规则波动使得证券投资本身就是一项风险投资,而高技术企业的高风险进一步增加了高技术企业证券的风险性。然而,证券市场上总是存在着一大批笃信高风险与高收益对称的铁律的投资者,为了获取高于其他证券的收益,他们甘冒风险向高技术企业证券投资。因此证券市场上一种为了博取收益,偏好风险,敢于将资金投入高技术企业(或风险企业)的新型投资方式就应运而生。这种投资方式就叫高技术产业风险投资(或风险投资)。近几十年国际上风险投资的实践表明,高技术创新是风险投资的重点。西方工业发达国家普遍认为,风险投资是以具有发展潜力但缺乏资本的中小型高技术企

业为主要投资对象的一种投资方式。最早的风险投资可以追溯到1946年设立的美国研究与发展公司。由于当时历史条件的限制,发展并不快。20世纪70年代以后,随着高技术产业的发展,风险投资也活跃起来,不仅在发达国家发展迅速,在新兴工业化国家和一些发展中国家也陆续形成,有力地促进了高技术产业的发展。

## 二、我国风险投资发展过程、前景及存在的问题

### (一)我国风险投资发展历程的回顾及前景

我国的风险投资最早萌发于80年代初,当时,全球正处在一场新技术革命时代。太平洋彼岸美国的硅谷以及风险资本对新技术革命的推动作用第一次被国人认识。1985年,中共中央在《关于科学技术体制改革的决定》中指出:“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作,可以设立风险投资给以支持。”这样,风险投资在中国的发展就有了政策上的依据和保证。同年9月,中国第一家风险投资公司——中国新技术创业投资公司获准成立。随后,各地相继成立了一些风险投资公司。

然而,由于80年代我国改革开放刚刚起步,整个经济运行还处在计划经济体制之下,与风险资本发展相配套的各项政策和市场环境还未建立和健全,因此,风险投资的发展在起步阶段非常缓慢。

进入90年代,随着我国经济体制的逐步转轨和对外开放程度的不断扩大,我国对高新技术开发区的建设和引导又逐步转移到吸引风险资本推动高新技术产业化的方向上来。许多人意识到开发区的设立并不是目的,而是一种吸引外来资本的手段,要形成美国硅谷的特色就需要引进风险投资的机制。

在这种情况下,1991年,国务院在《国家高新技术产业开发区若干政策的暂行规定》中指出:“有关部门可以在高新技术产业开发区建立风险投资基金,用于风险较大的高新技术产业开发。条件成熟的高新技术开发区可创办风险投资公司。”再次表明了中国政府

对这一问题的高度重视。但由于市场大环境尚未完善,风险投资并未真正起步。

第一次风险投资的浪潮来自于1995年国务院《关于加速科技进步的决定》和1996年《关于九五期间我国科技体制改革的决定》以及《中华人民共和国促进科技成果转化法》对科技风险投资的再次强调。在此后的两年中,各种风险投资公司、中心、顾问公司等大量涌现。据有关部门资料,全国22个省市各类科技信托公司、科技风险投资公司和科技信用社已发展到80多家,具备了35亿元的投资能力,其中规模较大的有山西科技基金发展总公司、广东科技创业投资公司、上海科技创业投资公司、沈阳科技风险中心、浙江省科技创业投资公司等。

同时,随着我国对外开放的进一步扩大和高新技术产业的迅速发展,国外风险投资公司也开始进入中国市场。1992年,美国太平洋技术创业投资基金在中国成立分部,这是美国国际数据集团(IDG)投资成立的中国第一个风险投资基金,该公司规模虽然不大,但引入了国际风险投资管理规范,又依托于美国国际数据集团遍布全球的信息网,在中国高新技术市场十分活跃,已投和承诺的投资总额达8000万美元,并与北京、上海、广东、天津科委建立了合资基金,对我国风险投资事业起到了一定的促进和引导作用。

1998年,随着知识经济对我国的冲击和影响,越来越多的有识之士认识到发展我国风险投资对我国经济发展的影响,1998年3月全国人大、政协两会上,民建中央提出的《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》被列为一号提案。这掀起了我国第二次风险投资的热潮。善于捕捉信息的国外大公司和风险投资公司更是捷足先登。在此之前,1994年8月,软件生产商四通利方吸收了三家国际著名风险投资公司(美洲银行罗世公司、华登国际投资集团、艾芬豪国际集团)为股东,增资650万美元,同时按照美国硅

谷软件公司的运作惯例,保留总值 10% 的股份作为期权留给公司重要的管理人员与技术骨干,从而完成中国软件公司的第一次国际性改造。

1998 年 10 月下旬,从国家科技部传出一则消息震动了海内外,未来几年内,中国将从美国国际数据集团引出 10 亿美元,创立风险投资基金。此后不久,北京市政府支持的两家风险投资公司——北京科技创业投资公司和北京高新技术产业投资公司正式挂牌。

上海市政府也确定,3 年内将安排 6 亿元资金,用于高新技术成果转化项目的贷款贴息、股权投资和融资担保。最近,由中国南方证券公司等国家投资机构为核心成员的上海市风险投资机构联网,100 多家的投资机构及上市公司申请加入并成为该网的成员单位。联合网将本着宣传引导、项目发布、投资研究、信息交流、咨询服务等目的,积极探索上海市风险投资和高科技成果产权交易相结合的新思路、新方法、新渠道。在上海市政府风险投资资金的引导下,各区县政府已建立了 3 亿元的区域性风险资金,一部分社会资金也纷纷投向高新技术成果转化项目,初步形成全市高新技术成果转化项目三级风险投资网络。截至 1998 年底,已认定的 158 个高新技术成果转化项目中有 70% 获得了金融支持。

1999 年 4 月 20 日,科技部等七部委联合发布了《关于促进科技成果转化若干规定》。同年 6 月 22 日,国家经贸委发布了《关于建立中小型企业信用担保体系的指导意见》。8 月 20 日,中共中央、国务院发布了《关于加强技术创新发展高科技实现产业化的决定》,其中明确指出:“要培育有利于高新技术产业发展的资本市场,逐步建立风险投资机制,发展风险投资公司和风险投资基金,建立风险投资撤出机制,加大对成长中的高新技术企业的支持力度。”这是 21 世纪来临之前我国高层第一次比较明确地表明了发展我国风险投资的坚决态度,必将推动我国风险投资的第三次

高潮。

实际上,我国风险投资潜力出人意料地好。1999年10月5日,中国第一届高新技术成果交易会在深圳召开,吸引了100多家国内外风险投资公司,其中有美国的IDG、华登国际、赛博基金,也有日本的野村基金、欧洲的霸菱投资、香港的苏伊士亚洲和上实——所罗门,此外还有深圳高新投、浦东科创、中科融和中银国际等国内风险投资机构。它们为此准备了超过200亿元的投资金额。IDG的总裁麦戈文先生透露:同等条件下,在美国进行风险投资大约有50%~60%的项目不能盈利,但在中国,70%的项目效益不错,投资回报率达35%,远远高于世界其他国家的平均水平。这充分证明了我国风险投资的市场前景是十分广阔的。

## (二)我国风险资本发展过程中存在的问题和原因

回顾我国风险资本的发展历程,我们可以清楚地看到,我国风险投资发展存在许多问题,主要表现在以下几个方面:

1. 风险投资企业的规模较小、数量少、资金实力弱,形不成产业规模,因而难以在高技术产业化方面起到主导作用。

受规模、实力的限制,无法进行组合投资、平衡投资来分散风险,缺乏抗风险能力,资金难以快速地滚动发展。风险资本不足是风险投资事业不能尽快发展起来的主要原因。

2. 投资渠道窄,没有充分利用包括个人、企业、金融机构等具有投资潜力的力量来共同构筑一个有机的风险投资网络。

风险投资主体目前主要是政府,在财力有限的前提下,风险资金无法形成良性循环。这是我国风险投资规模较小的直接原因。

3. 我国正处在由计划经济体制向市场经济转轨的历史阶段,市场尚不完备,没有建立起产权交易市场和完善的退出机制,使得一些潜在的投资者因惧怕“投进去、收不回”而对风险投资望而却步。

4. 我国的创业企业缺乏示范作用。

目前高技术企业利润率平均只有 10% 左右,加之对成功的创业企业和风险投资宣传不够,还缺乏对投资者的吸引力。在看不见高收益的情况下,人们很难为其承担高风险。

#### 5. 缺乏高效率的信息交流网络。

使得企业无法迅速了解和跟踪国内外高新技术的发展状况和最新动态,造成企业应变能力低下,在这种状况下的技术开发有着很大的盲目性,增加了技术风险。

6. 各种科技基金的风险投资职能很弱,风险投资行为也不规范。

从我国风险投资的资金来源来看,银行的科技开发贷款是主要的形式。这与国外风险投资的资金来源相比是根本不同的,因而也无法形成真正意义上的风险投资。

造成上述问题的原因主要有以下几个方面:

1. 决策层的重视程度不够,未能及时出台有力的推动措施。

2. 法规条件的约束。

由于我国到现在尚未制定出与风险资本相关的规范的法律。在实践中,从事风险投资运作的主体必然会受到来自各方面的干扰,使这些主体感到无所适从。

3. 金融条件的制约。

风险投资是一项极具特殊性的经济活动,它要求有完善的金融支持系统,特别是在退出机制方面,更要求有完备的市场条件与之相配合。但我国却基本不具备这样的市场条件。

4. 政策资源不足。

如果认定风险投资是关系经济结构调整、优化资源配置、提升民族经济持续竞争力的关键举措,就应该实行倾斜性的扶持政策,在市场进入、税收优惠、投融资管理等方面给予特殊待遇。但在我国却一直未出台此类扶持性政策。

5. 政府管理层缺乏分工。

建立风险投资体系实质上是在现有的投融资体系中再造一个为高新技术企业服务的金融循环系统,其工作牵涉到方方面面,从提高行政效率的角度说,必须有一个权责明确的政府管理层为之服务,但我国政府部门还未实行明确分工,使风险投资活动处于一种自发无序的运行状态。

### 6. 人才严重匮乏。

风险资本归根到底靠人来运作,但在我国目前条件下,既缺乏了解国外情况、熟悉中国国情、能提出系统实施方案和政策设计的研究专家,也缺少在微观投资活动中能担负风险资本家重任的人才。

## 三、发展我国(新疆)风险投资的必要性与迫切性

### (一) 风险投资是高新技术发展的催化剂

高科技产业是一种全新产业,在其发展过程中存在着不确定性,因此,其投资具有巨大的风险,但是投资一旦成功,将获得高额回报。如,美国研究发展公司 1957 年在 DEC 公司投资 7 万美元,到 1971 年其价值 3.55 亿美元;风险资本家罗克 1975 年投资苹果公司 150 万美元,到 1978 年其价值达到 1 亿美元。高技术产业投资风险来自于三个方面:(1)技术风险。高新技术是全新的技术,这种技术上能否顺利转化为生产工艺和新产品有极大的不确定性,因此,高技术产业存在由于技术失败而造成的可能。(2)市场风险。市场上能否接受以及什么时候能够接受这种技术创新产品,这种工艺和创新产品的扩散速度以及竞争能力都存在不确定性,因此,存在产品能否销售出去或迅速被代替的可能性。(3)财务风险。对于一个新项目,投资预算通常很难完全确定,而且投资能否得到回收并没有确切的把握。

从国外经验看,由风险资本组成的创业基金在培植高新技术企业中发挥了重要作用。在具体投资产业的分布上,风险资本投资主要集中在信息产业(包括软件、计算机和网络设备、通讯产品

等等)、医药保健产业、生物技术产业等等高科技领域。如美国1978~1980年在13.54亿美元的投资中有6%投资在生物技术产业,4%投资在商业通信产业,20%投资在计算机硬件和系统产业,7%投资在医药保健产业,3%投资在软件和服务产业,5%投资在电话和数据通信产业,等等。1987~1989年在108.55亿美元的投资中有8%投资在生物技术产业,4%投资在商业通信产业,12%投资在计算机配件和系统产业,12%投资在医药保健产业,10%投资在软件和服务产业,9%投资在电话和数据通信产业,等等。1992年在25.42亿美元的投资中有2.61亿美元投资在生物技术产业,0.53亿美元投资在商业通信产业,1.38亿美元投资在计算机硬件和系统产业,4.42亿美元投资在医药保健产业,5.62亿美元投资在软件和服务产业,3.66亿美元投资在电话和数据通信产业,等等。正如一位美国研究风险投资的经济学家所说:“如果没有风险资本支持公司的产品的服务,我们今天的生活将会非常不同。”“风险资本对20世纪三个重要的科学发现(可编程序计算机、晶体管、DNA)的最终商业发展起了至关重要的作用。正是科学发现、企业家才能和风险投资三个关键因素促进了新兴产业的出现,并导致社会变革。”事实上,世界著名高科技企业的发展,无不与风险资本的支持相关。如在信息技术产业中,数据设备公司(DEC)是在波士顿的美国研究发展公司(ARD)的支持下成长起来的,而ARD是美国高技术风险投资的先驱;著名的半导体公司英特尔(Intel)就是在风险资本家罗克的支持下发展成世界电子工业的巨头;此外,康柏(Compaq)计算机公司、戴尔(Dell)公司、Sun计算机技术公司、苹果(Apple)电脑公司和世界闻名的软件厂商微软(Microsoft)公司、莲花(Lotus)发展公司同样是在风险资本的支持下成长起来的。在生物技术领域的基因技术有限公司(Genentech, Inc)在创业期也得到风险资本家斯旺森的支持。当时美国最早合成生命的科学家博耶和斯坦利已经从两个不同的生

命有机体中培植了 DNA 株,并把这两个 DNA 株接合在一起,从而创造出了从来没有存在过的某种生命体。博耶让斯旺森相信这个科学成就能够商业化,他们两人成了利用重组 DNA 方法创造解决各种医疗问题途径的合作伙伴。到 1993 年,美国销售额前 10 位的生物技术药品有 5 种是该公司开发的,其中 3 种由该公司经营。5 种药品销售额占生物药品销售额的 21.6%,占前 10 位生物技术药品的 38.8%。以这些高新技术企业为核心的高技术产业对美国 90 年代经济的“低通货膨胀、高就业和高增长”做出了重要贡献。据认为,1993 年以来,美国工业生产增长的 45% 是信息产业带动的,美国职工中 60% 属于知识型,每 10 个新创造的就业机会中,有 8 个与信息产业有关。因此,发展风险资本无疑有利于培植高新技术产业,并通过促进高新技术产业的发展培植未来经济增长点,加速知识经济的形成。

### (二) 发展我国(新疆)风险投资是必要的

实现经济增长方式由粗放型向集约型的转变是我国经济发展的重要任务之一,而技术进步和技术创新是实现经济增长方式转变的重要条件。从世界各国技术进步的途径看,不外乎两种途径,一是内源性技术进步,即研究开发型技术进步。二是外源性技术进步,即技术引进型技术进步。无论哪种技术进步,最终都取决于科技成果能否在产业领域中实现。而科技成果能否在产业领域中实现,一取决于科技成果是否能够提高和改进生产工艺条件以及提高生产效率或者说能够创造符合消费者需要的产品,二取决于是否能够获得足够资金来实现科技成果转化成为现实的生产力,形成高科技产业。

从我国目前情况来看,一方面企业技术装备水平极为落后,另一方面科技成果转化非常低。根据有关资料,我国目前每年产生省部级以上科技成果大约 3 万多项,专利产品 7 万多件,目前高新技术区的高新技术企业应用的科技成果仅仅是我国科技成果的

极少部分,大量科技成果由于风险资本的缺乏没有得到应用。根据有关资料:我国专利技术的实施率仅仅为 10%,科技成果转化为商品并且取得规模效益的比例为 10%~15%,远远低于发达国家 60%~80%的水平;高技术产业产值仅占工业总产值的 8%左右,也大大低于发达国家的 30%~40%的水平。尽管我国也有一批从事高科技产业化的中小企业,也有些企业形成气候,如北大方正、四通、联想、清华同方等等,但大部分高科技中小企业处于艰难的经营之中。我国科技成果转化率低和高科技产业化进程缓慢,究其原因不外乎三个:一是资金总量不足。据此测算,1993年,我国科技成果转化资金应为 1 960 亿元,但我国实际投入仅仅为 334.59 亿元,约为理论需求的 17%。二是投资结构不合理,缺乏技术开发投资。如在发达国家,从基础研究到技术开发再到产业化,投资的比例是 1:10:100,而我国为 1:0.7:10。我国投资的分配用于技术开发的资金明显不足,而技术开发却是提高科技成果转化率的关键。三是缺乏专门从事风险投资的产业投资基金。根据有关资料显示,在我国已经转化的科技成果中,成果转化的资金主要靠自筹的占 56%,国家科技计划贷款占 26.8%,风险投资仅占 2.3%。国外专利成果转化率高,风险投资起了关键作用,尤其是种子型风险资本更是如此。正如美国前总统科技顾问基沃斯博士所指出的那样:“至少 50%的高新技术中小企业在其发展过程中得到风险投资的帮助。”因此,面对知识经济的挑战,作为一个发展中国家,我们不仅要创建面向 21 世纪的国家知识创新体系,而且要大力发展风险投资事业,建立风险投资机制。

改革开放以来,新疆以“火炬计划”为旗帜,以“一区多园”建设为中心,加快发展高新技术产业,到目前为止,全区已实施“火炬计划”项目 120 多项,累计实现产值近 8 亿元,销售收入 7 亿多元,新增利税 1.5 亿元,出口创汇近 8 000 万元。并涌现出一批有望成为支柱产业的高科技成果,如啤酒花浸膏、电熔爆、低聚糖热敏

电阻等。在生物工程、信息科学、材料科学等重点高技术发展领域,在某些方面上取得重大突破性进展,就在国内外占有一席之地。如动物生物反应器、大赖草转基因大穗小麦的研究和 Z 元件三个重大高科技项目取得突破性的进展。新疆每年的科技成果近 100 项,其中有些具有新疆特色的高新技术成果急需资金的投入,如可有望形成新疆支柱产业的 500~600 千瓦国产化的风力发电机组。

风电是无污染、可再生能源之一,是当今新能源中技术上、经济上最成熟的发电技术,是 21 世纪最有希望的能源。我国近地层可供开发的风力资源约有 4.74 亿千瓦,仅新疆九大风区就可装机 1.6 亿千瓦。目前新疆已从法国、丹麦等国引进 500~600 千瓦电机达 4.7 万千瓦,进口风机造价为 9 000 元/千瓦左右,单机每千瓦造价太高,和火力发电机相比,没有竞争力,其前途是使引进的风机国产化,使其造价仅为进口价的  $2/3 \sim 1/3$ 。新疆风电一厂、二厂都在做国产化的工作,并取得良好的效果,但如形成批量还需要较大的投资。

工程菌固定化细胞生产 L-蛋氨酸进口每吨 9.8 万美元,而新疆中科院科技人员经过几年的努力已经研究成功,急待转化生产并使之形成规模生产。另外,动物生物反应器、家畜胚胎工程等高新技术成果急需资金的支持,使之尽快形成产业。

新疆高新技术产业发展采取一区多园的战略布署,即乌鲁木齐高新技术产业开发区,昌吉、米泉、石河子、奎屯、农科院等五个高新技术园区。几年来,一区多园的建设取得明显的进展,成为新疆发展高新技术产业发展的重要基地。截至 1997 年底,乌鲁木齐高新区共有法人企业 576 家,其中高新技术企业 192 家,三资企业 46 家,技工贸总收入 16 亿元。并涌现出一批可望成为高新技术的支柱产业。如中科院物理所的热敏电阻传感器及仪表项目已完成成果转化,形成年产值 250 万元的生产能力,该产品将对我国航

天事业发挥重要作用,纵横股份有限公司生产的低聚糖生产项目,是拥有自主知识产权项目,它是利用新疆丰富的玉米资源,经现代生物技术——酶工程催化生产而成,被列为国家“九五”期间重点产业之一。缓解了新疆玉米的滞销状况,而且促进玉米的深加工,提高了产品的附加值,对新疆非棉区的农民脱贫致富和经济发展会产生重要影响,目前已达年产 2 000 吨的生产能力。利用新疆啤酒花资源生产啤酒花颗粒和啤酒花浸膏生产线也为新疆创汇和促进新疆经济发展做出了应有的贡献。

但应当看到,进入高新区的高新技术企业,除部分依托大中型企业有一定的实力和能够得到银行支持外,大部分高新技术企业是由高等院校、科研单位等科技人员创办的,他们找不到担保单位,也没有什么可以抵押的财产,因此得不到银行贷款,虽有高新技术成果,但无力形成高新技术产业,使得进区的高新技术企业被迫倒闭。

据统计,到 1998 年初,进区的高新技术企业 275 家目前只剩下 192 家,在 192 家中有 80 多家转为以一般产品的经营为主,高新技术成果迟迟不能形成产业。还有六七十家高新技术企业因资金的问题处于小打小闹状态没有形成批量生产,剩下的 40 多家发展较好,但由于资金投入强度不够,也没有形成经济规模生产。新疆几年来列入火炬计划的有 115 项,但资金到位率也只有 40%~50%。资金投入问题已制约了新疆高新技术产业的发展,新疆高新技术产业的发展还迫切需要新疆风险投资事业为其注入动力。

## 风险投资的理论界定

风险投资、技术创新与买方市场

风险投资与地区竞争

风险投资过程中政府的角色定位



#### 一、风险投资、技术创新与买方市场

自1997年以来,我国经济便出现了经济增长率持续性下滑的局面,买方市场状态已成定局。为扩大内需,政府采取以财政政策(主要是国债政策)为主导的一系列宏观经济政策,但效果甚微。

究其原因,我们认为,这和单一产业结构下的总供给大于总需求有关。1996年以前,我国一直是短缺经济,卖方市场特征十分明显。可以说整个80年代和90年代初这十几年里,我们一直都在为解决短缺经济而努力,时时刻刻的通货膨胀压力使我们只注意在数量上扩大供给,却忽略了科技投入和产品的升级换代。结果随着供给数量的急剧增多,造成单位产品的边际效用递减,社会的消费倾向自然下降。再加上经济体制改革带来的未来生活的不确定性增加,消费需求不可能扩大。

如果我们在80年代末和90年代初就注意科技投入和新产品开发,积极培育新兴产业的话,那么按产品的生命周期理论推断,目前正是产品的增长期,这样,产品结构得到了及时调整,市场状态恐怕就是另一番景象了。遗憾的是,我们对市场的变化缺乏预见性,买方市场的到来似乎过于突然,宏观政策的改变也显得仓促,一些实质性政策的出台也因认识的滞后而显得“远水解不了近渴”。

所以我们认为,目前市场状态的疲软具有针对性和必然性,对于普通商品而言大部分都已过剩,居民增加此类商品的消费已没有效用增加的福利意义。但对那些注重技术创新和新产品开发的企业来说,卖方市场却是常态,也就是说经济的持续增长离不开技术的支撑。

根据一般的经济学常识,人们对某种特定商品的消费会出现边际效用递减现象,即当持续地消费同一种商品时,消费欲望会降低,用通俗的话讲就是“喜新厌旧”。而克服这种现象的办法就是根据产品的生命周期不断地开发新产品,以持续地刺激消费者的

消费欲望,即以生产去创造需求,而技术是实现上述目的的惟一手段。而任何产品都是在一定的技术条件下进行生产的,如果改变了技术条件,也就改变了产品本身。通常技术可以两种途径对市场需求发生作用,一是提高老产品的质量和性能,从而巩固老市场。二是开发新产品,创造新市场。可以说技术天然具有扩大需求的内在功能。一种产品之所以出现供大于求的买方市场状态虽然也有需求不足的问题,但多数情况下都是生产者在单一固定技术条件下的生产过剩。同样,一国经济如缺乏技术创新和转化机制,其经济增长不可能继续下去。在这种情况下,经济增长与否就不单纯是需求不足问题。

按这种思路去分析我国目前的经济现状,从表面上看,统计指标似乎显示国内投资需求和消费需求都呈下降态势,但银行存款居高不下,巨额国债销势不减,都说明社会潜在需求很大。另一方面,我国企业技术水平低,科技成果转化难,经济增长中的科技含量不高,也是不争的事实。两相对照,我们不难得出结论:我国目前经济问题的实质是技术不变条件下的生产过剩,并非需求不足。就目前的经济状况来看,要想实现持续的经济增长,就必须鼓励技术创新和成果转化,提高产品技术含量,以刺激新的消费。

但技术创新和成果转化并非是毫无代价的,一项技术从研制到成熟并非短期内能够完成,往往需要大量的资金支持。但是什么样的融资方式才适合技术创新活动呢?我国受传统金融方式的影响一直没能发展出一种适合科技融资的模式,长期以来科技活动都靠财政拨款和银行贷款来支持,虽然也取得了一些成果,但因其融资要求与技术创新的特点不相适应,极大地限制了技术创新和成果转化。因此,建立一种适合于技术创新活动的投融资机制是经济发展的关键。

国外的经验表明,风险投资在支持技术创新和成果转化上,一方面创造出大量高质量、新颖化的物质产品,极大地刺激了消费需

求;另一方面,也促进了人们称之为第四产业的信息业的发展,为满足人们对信息和知识的精神需要奠定了新的经济基础。这造就了知识经济,即以知识共享为特点的边际效益递增的经济。

总之,风险投资因其自身的特点,总是在开发一种新型稀缺的商品和劳务,总是在这种商品和劳务还未达到供求平衡时就及时撤出。对风险投资而言,根本不存在买方市场的行业和产品。风险投资是所有社会资本的开路先锋,也是新兴产业的缔造者。因此,我们建立风险投资制度,决不只是为了暂时对付目前的买方市场,它是经济发展的内在要求,是防止出现大面积持续买方市场的根本保障。

#### 二、风险投资与地区竞争

1999年8月20日,中共中央、国务院联合发布了《关于加强技术创新发展高科技实现产业化的决定》,明确指出:“要培育有利于高新技术产业发展的资本市场,逐步建立风险投资机制,发展风险投资公司和风险投资基金,建立风险投资的撤出机制,加大对成长中的高新技术企业的支持力度。”这是中共中央、国务院第一次明确对发展风险投资的态度。可以说,风险投资制度的建立和发展对我国经济的作用可与银行体系的改革同日而语。也可以预见,新一轮风险投资高潮会迅疾到来。

在这之前,各地都已不同程度地进行了风险投资实践的探索,特别是发达地区在建立风险投资制度方面的实践经验和做法对全国的示范作用较大。由于风险投资制度对科技成果产业化的巨大推动作用,各地也就不可避免地存在着地区竞争。但由于我国经济发展在地区上的不平衡,所以在风险投资制度的建立方面也存在着明显的地区差异,并依照东、中、西的经济格局呈现梯度传递效应。东部发达地区在程度上虽然高于中西部,但如果以1998年3月民建中央提出的风险投资案为限(在全国引起风险投资热),地区间的差距并不太大。不过如果对风险投资的作用和紧迫性认

识不清,未来地区经济发展将会有本质上的不同。

由于国内经济的一体化,地区间既有合作也有竞争,那么在竞争中如何赢得竞争优势,这是各地区首先要考虑的问题。按照流行的经济理论,各地都应发展自身具有比较优势的产业,似乎这样就可实现地区经济发展目标。但由于经济发展的不平衡,落后地区与发达地区并非在同一基础上发展,如果按比较优势原则选择产业发展方向,那么落后地区只可能是发达地区的原料基地和制造品的市场,这等于承认落后地区永远落后。但从动态的比较优势来看,除自然资源具有天然的垄断优势外,一切非自然的比较优势都是可变的,其中最重要的就是制度优势。国外和我国的大量事实都说明,在影响经济增长的因素中,自然资源优势并非占主导地位,它不比人才、资本、技术、信息等任何一种要素更重要。换句话说,地区的经济优势并不决定于自然资源优势,而人才、技术、资金、信息等的综合优势才是关键,这种综合优势的形成靠的就是能够吸引和聚集各类非自然要素的制度安排(包括政策设计)。日本、香港、台湾等在自然资源方面都不具备优势,但却拥有国际竞争能力,其奥秘无非是通过培育非自然优势来提升整体的竞争优势。当然,能将自然资源和非自然资源的优势相结合无疑是最佳组合,但目前世界上也只有美国具备这种条件,我们认为这是它能成为世界头号强国的真正原因。

风险投资制度也是一种制度安排,由于它主要针对那些高新技术和新兴产业进行投资,所以它最容易吸引那些具有创新意识敢于冒险的人,在这种制度安排下,他们会带来技术、资金、管理和信息。因此我们说,风险投资制度也是地区竞争优势的组成部分,在21世纪知识经济来临之际甚至是较为重要的组成部分。一个高新技术项目往往在许多地区都具备一定的产业化条件,但谁先建立风险投资制度,谁就拥有了地区经济的优势,科技成果就可能先在这个地区转化。我们主张新疆尽快成立风险投资公司,引进

风险投资制度,就是要在 21 世纪到来之际尽早拥有科技转化的竞争优势,虽然不一定能减弱与内地省份的比较优势,但至少使新疆本地的人才、技术和资金不再外流,为科技兴新和 21 世纪的可持续发展奠定制度基础。

自 90 年代以来,新疆的资源转换战略主要是基于资源优势而提出和实施的,但却忽略了其他非自然优势的培育,结果并未明显增加新疆的经济优势,在一定程度上还成了负担,可以说新疆人才、技术、资金、信息等非自然资源的缺乏是优势资源难以转化为经济优势的关键,而这些都是可以通过一定的制度安排逐步得到改善的。1998 年 7 月,江泽民来疆考察时虽然肯定了优势资源转换战略在方向上的正确性,但我们也不能因此就否定其他非自然资源的重要性,两者的协调发展才是至关重要的。中共中央、国务院在《关于加强技术创新发展高科技实现产业化的决定》中肯定了风险投资制度的重要意义,并指出:“各级党委、政府以及有关部门要充分认识加强技术创新、发展高科技、实现产业化的必要性和紧迫性,切实加强对该项工作的领导。要认真调查研究,根据本地区、本部门的实际情况,解放思想,大胆创新,形成具有地方特色和优势的科技与经济发展战略。”这为新疆建立风险投资制度提供了政策依据。

### 三、风险投资过程中政府的角色定位

#### (一) 风险投资离不开政府的引导与扶持

##### 1. 风险投资催生的对象是高技术产业。

高技术产业不仅具有极高的成长性和效益性,而且对国民经济具有极强的带动性和渗透性,是国民经济的先导产业,关系到国家的综合竞争实力和经济安全。所以,发展风险投资具有极其重要的战略意义,政府应该对此加以引导和扶持。

风险投资具有极其重要的战略地位,它直接影响本国在未来国际商战中能否取得战略优势,并关系到本国的经济安全。这是

因为:第一,风险投资是科技成果转化和高新技术产业化的“孵化器”,风险投资的发展程度决定着本国经济中的高新技术产业的发达程度,而高新技术产业具有极高的成长性和效益性,决定着—国国际竞争力的强弱。第二,高新技术产业具有较强的带动性和渗透性,—方面,高新技术产品为其他厂商提供生产要素,带动本国整体产业结构的升级换代;另—方面,它也向全社会提供消费品,从而改变整个社会经济的生产和生活方式。第三,风险投资催生的高新技术产业的发达程度,决定着本国相对于他国能否享有生产技术上的比较优势,从而直接影响—国的贸易收支能否保持平衡,而贸易收支平衡状况对本国货币币值能否保持稳定有着决定性的影响。因此,风险投资关系到本国是否会发生货币危机等国家经济安全问题。

风险投资的这种战略性无法在纯粹竞争市场上反映出来。因为市场反映出来的只是当时的信息,而不能反映较长时期以后的信息。每个投资者获得的也只是局部的信息,而不是整体经济的信息。当时发展风险投资的收益可能不大,但是不久之后收益就会变得很大,每个投资者认识的只是风险投资给经济社会做贡献的一部分,而风险投资的总贡献实际上要大得多。由于风险投资的战略重要性无法在纯粹竞争市场上反映出来,而风险投资是一种商业行为,当民间部门决定是否要追加风险投资时,它依据的是市场反映出来的信息以及根据这些信息所做的成本收益分析。所以,在纯粹竞争市场条件下,风险投资的供给往往达不到与其战略性相符的水平。这时,政府应该从全局的高度和长远的目标出发,鼓励并支持风险投资的发展。

2. 风险投资是一种高风险的投资,具有极大的外部性和不确定性。

风险投资的外部性和不确定性必然导致市场失灵,这就要求政府采取适当的措施纠正风险投资领域的市场失灵。在纯粹竞争

市场中,当风险投资家将一项高科技成果转化成为批量生产的商品后,其他厂商的仿冒行为使它只能在很短的时间里获得创业利润,就其总额来说,他获得的创业利润远远小于他从事投资所承担的风险。差额部分被其他厂商和消费者以及整个社会获得。这就是风险投资的外部性,确切地讲,是风险投资的外部正效应。风险投资的外部性决定于它所要转化的科技成果的外部性。并且,科技成果水平越高,它的外部性就越大。根据西方经济学的原理,某种投资行为如果存在外部正效应,那么,就会出现“市场失灵”,即依靠市场自发力量诱致的这种投资行为就会不足。这是因为,对于民间部门的投资者来说,他无法克服其他厂商的搭便车行为,他付出的成本明显大于他获得的收益。比如,当风险投资家与风险企业家一起辛辛苦苦把一项科技成果转化成批量生产的商品后,由于他们的产品与别的厂商提供的产品不同,他们可以获得较高的垄断利润,以弥补他们创业时所承担的创业成本和风险。但是,其他厂商很快地就会制造出仿冒产品,并且,由于仿冒者并未承担创业成本的风险,他们的要价可以很低,从而迫使风险投资家和风险企业压低产品价格。这样,风险投资的垄断利润很快就消失了。这种成本收益关系会彻底打消经济主体从事风险投资的热情,使整个社会中的风险投资供给不足。

风险投资具有的不确定性,会进一步减少风险投资的供给。不确定性是指某一事件有发生多种不同结果的可能性,即可能产生积极结果,也可能产生消极结果。由于不确定性难以事前预计和事前估算,因而也无法事前处理。由于风险投资主要是支持高新技术成果转化成为商品,它不仅面临着普通投资都要面临的源自市场的不确定性,还要面临普通投资不会面临的源自高新技术的不确定性。所以,风险投资具有典型的不确定性。一方面,风险投资的成功率平均只有30%左右,故有所谓“成三败七”之说;另一方面,风险投资一旦成功,就会获得极高的回报率。但是,由于外

部性的存在,当风险投资成功时,其他厂商的仿冒行为使风险投资达不到预期的盈利目标,而一旦失败,所有的损失都由风险投资者自己承担。所以,不确定性进一步加剧了纯粹竞争市场条件下风险投资的成本收益不对称性,使风险投资的供给进一步不足。风险投资的不确定性还通过另一个更为直接的渠道减少风险投资的供给:大部分人都是风险回避者,对于面临巨大不确定性的风险投资,自然会望而却步。

综上所述,在纯粹竞争市场中,风险投资会出现不足。这时,为了增大整个社会的福利,政府就应该采取措施纠正风险投资领域的市场失灵,增加风险投资的供给。这类政策应该包括:以税收优惠、专利产品保护等手段促使风险投资的外部正效应内部化,确认对风险投资企业管理人员实施激励的合法性,保证风险投资家与风险企业风险共担、利润共享,等等。

3. 风险投资是针对科技成果的工程化、商业化和产业化的一种投资工具,具有周期长、投资量大、投资管理过程复杂等特点。这样一种特殊性強和战略性高的投资,迫切需要政府的引导和扶持。

风险投资参与科技成果转化的全过程,具有以下特殊性:(1)投资周期比较长。一般需要5~7年。这使得普通投资者难以获得必要的流动性。(2)投资量大。风险投资的典型投资方式是分阶段追加投资,后一阶段投资额往往是前一阶段投资额的10倍左右,所以从全过程来看,风险投资的投资量是比较大的。这使得只有少数富有的个体投资者可以直接从事风险投资。(3)投资管理过程复杂。从科学研究、成果评估到管理风险企业、组织股票上市,风险投资涉及的先进的科学技术和复杂的金融学、管理学知识,即使专业人士也只能精通其中的一部分环节。这种情况会导致两种后果:第一,在科技成果创新者、风险投资家和其他市场主体之间形成信息传递上的障碍。即产生所谓“信息屏蔽效应”:拥

有资金的人不了解技术成果,拥有技术的人不懂得融资方法,而拥有管理经验的人可能既找不到资金,也找不到技术。根据信息经济学的观点,经济社会中的信息是不完全和不对称的,信息传递机制也是不畅通的,因而获取信息的成本构成了市场交易成本的重要部分。风险投资中的信息屏蔽效应使风险投资的交易成本较高,阻碍了风险投资的形成。第二,难以建立风险投资的监督机制,可能造成普遍的道德风险。包括技术创新者对风险投资者的道德风险(如科研成果以次充好),风险投资企业对普通投资者的道德风险(如隐瞒亏损),风险企业对风险投资企业的道德风险(如隐瞒利润)。这些道德风险严重影响风险投资的健康发展。

为促进风险投资的健康发展,政府必须:(1)努力发展风险投资中介组织,使普通投资者能够获得必要的流动性,并能够把闲散资金投入回报比较高的风险投资中去。(2)努力降低风险投资的信息成本,防范道德风险发生。政府可以采取的措施包括:对科研成果提供权威的鉴定书,加强推行企业财务信息披露制度,提供引导资金等等。

4. 风险投资是一种商业性投资,需要有一套保证投资者高风险共担、高利润共享的市场机制,需要以股份制为特征的现代企业制度与之相适应,而建立现代企业制度离不开政府的引导。

风险投资从本质上说是一种商业行为,经济主体从事风险投资的目的是获得利润。当经济主体决定是否进行风险投资时,他首先要进行成本效益分析,只有在风险与收益对称并且有利可图的情况下,他才会从事风险投资。所以,要促进风险投资的发展,就必须建立一套保证投资者高风险共担、高利润共享的市场机制,以调动经济主体从事风险投资的热情。而要保证高风险共担、高利润共享,最好的办法莫过于建立以股份制为特征的现代企业制度。在这种制度下,投资者根据自己的股权承担风险、分享利润。现代企业制度不是自由企业制度,政府制定的法规政策和政

府的监督管理是现代企业制度规范运行的重要条件。所以,建立现代企业制度需要由政府的引导。

5. 风险投资对高利润的分享是以上市和出售为投资前提的,这就需要政府通过对金融制度的设计来保证风险资本的出口。

风险投资虽然是股权性投资,但是它具有周期性。风险投资主要解决高新技术企业在初创时期的资金短缺问题,等到创新企业有能力从传统金融市场上获得资金时,企业所面临的风险就会变得比原来小得多,企业增长速度也大幅度下降,风险投资就不再能获得原来那样高的回报率。这时,风险投资就要从创新企业中退出,以实现已经形成的利润,并寻找新的投资对象。简言之,风险投资具有周期性和循环性,它对于高利润的分享是以风险企业公开上市或出售所持风险企业股权来实现的。因此,政府应该完善本国的金融制度和资本市场,为风险投资提供退出的出口。

6. 风险投资需要一系列的投资规范、必要的社会支撑条件和保护知识产权的法律制度,而只有政府才能提供这样的保障。

风险投资涉及到向社会公众筹资和向风险企业投资两个阶段的行为,涉及到较为复杂的契约关系,加上它本身的高风险性质,都要求为它的运行建立一个完备的法律架构。发展风险投资离不开三项法律制度:(1)规范风险投资运营机制的法律制度。风险投资是为风险企业提供“种子”资金和创业资本,通过参与企业管理将科技成果“孵化”为现实生产力的特殊投资,它不同于任何形式的传统投资。因此,严格规范风险投资的运营机制,是保证风险投资业健康发展的必要措施。最重要的是要做到两点:第一,严格规定风险投资企业的性质、经营目标、投资方式、投资方向等等,将风险投资与常规投资区别开来。第二,明确规定风险投资企业对于风险企业的权力和责任,防止风险投资信贷化和永固化。(2)维护和重建信用准则的法律制度。只有市场主体普遍遵循“有借有还、到期归还、还本付息”的信用准则,并且相信交易对手也会遵循这一

原则,风险资本才能顺利筹集和退出。而在我国目前的经济中,缺乏起码的商业信用观念,因此,信用准则是发展风险投资的重要社会支撑条件。要在我国发展风险投资,必须重建社会经济中的信用观念。(3)保护知识产权的法律制度。风险投资与普通投资不同之处在于它将高新技术成果转化商品。高新技术成果的存在是风险投资兴旺发达的基础。而要想有比较多的技术成果不断面世,很重要的一点就是要保护知识产权,激发全社会的从事高科技成果创新的热情。政府是经济社会中法律制度的制定者和维护者。上述三项法律制度只有依靠政府的力量才能提供并得以贯彻执行。所以,政府必须在风险投资发展过程中发挥重要作用。

7. 风险投资具有极强的专业性和对人才要求的特殊性,对人才的激励是风险投资成功的关键。政府需要在制度上通过技术共享、信息共用、利益分享来调动创新者、创业者和投资者的积极性和创造性。

风险投资具有专业性,是指从科学研究、成果评估到管理风险企业、组织股票上市,风险投资涉及先进的科学技术和复杂的金融学、管理学知识,即使专业人士也只能精通其中的一部分环节,技术创新者精通科学技术,创业者具有较强的管理能力,风险投资者具有丰富的金融知识。所以,风险投资需要由多个具有不同专业特长的人共同完成。风险投资能否成功,关键是能否吸引到这些人才并激发其工作热情。而要想吸引这些具有不同专业特长的人才,政府需建立一种技术共享、信息共用、利润分享的制度,来调动创新者、创业者和投资者的积极性和创造性。

8. 风险投资的成功还取决于科技成果的可转换性和产业化、市场化潜力,其中的关键是科技成果的创新性。这里要求政府对教育制度重新定位。教育不仅要直接孵化高新技术产业,而且要培养大量的创新型人才。

风险投资的转化对象是科技成果,只有当经济中存在大量具

有可转换性和产业化市场化潜力的科技成果时,风险投资业才能兴旺发达。所以,是否能够提供足够多的先进科技成果是决定风险投资能否顺利发展的关键因素。而科技成果的数量和领先性在很大程度上取决于教育制度,关键是两点:第一,教育界尤其是高校与产业界的联系是否紧密,教育能否直接孵化高新技术产业。第二,教育的目标是培养什么类型的人才,能否培养一大批具有开拓精神和冒险精神的高素质人才。要促进风险投资的顺利发展,政府就要对教育制度重新定位:教育不仅要直接孵化高新技术产业,而且要培养大量的创新型人才。

9. 风险投资的发展还要有经济与科技的互动、产学研的有机结合和各部门的配合。这就迫切需要政府提高对高新技术产业的协调层次,加强互补,形成合力。

发展风险投资涉及到科技界、实业界、教育界和金融界等社会各个方面的密切协作问题。在这方面仅仅依靠市场是难以奏效的。因为市场上的分工会形成一些壁垒,有科技成果的个人找不到资金,拥有资金的人找不到科技成果,有资金有成果之后又找不到管理人才。经济界和科技界如果是隔离的,将使经济界无法借助于高新技术产业化获取高额利润,而科技界也无法将科技成果转化成产品和利润以反哺科技研究工作。要发展风险投资,就必须打破这种壁垒,沟通社会各方面的信息,为此,政府必须提高对高技术产业界的协调层次,加强经济与科技的互动、产学研的有机结合和各部门的配合,形成合力。

10. 风险投资还需要良好的市场环境、公正的中介机构和完善的支撑服务体系。这就迫切要求政府打击仿冒行为、规范中介机构的行为和强化服务职能。

风险投资的发展还需要另外一些条件,包括:(1)仿冒商品难以存身的市场环境。风险投资的最终结果是生产出高新技术产品,而对生产高新技术产品的风险企业损害最大的(从而也是对风

险投资损害最大的)就是仿冒行为。所以,政府对仿冒行为从快从重惩罚,是风险投资得以顺利发展的重要条件。(2)公正的中介机构。风险投资过程中需要有多种中介机构,包括技术成果交易所、会计师事务所和风险投资公司等。这种中介机构是否公正和行为是否正当,严重影响着风险投资业的发展。以风险投资公司为例,如果它有不正当的行为,如隐瞒投资利润、夸大投资损失等,则普通投资者的投资热情就会受到打击,从而使风险投资公司筹集不到足够的资金,使风险投资的发展受到挫折。所以,一定要加强对风险投资公司的会计监督,建立信息披露制度,防止风险投资公司这个中介机构利用信息不对称损害普通投资者的利益。对其他中介机构也要采取类似的措施,以保证其行为的公正性。(3)政府的热情服务。风险投资支持一些白手起家的公司,这些公司在创业之初会面临很多具体的困难。政府应该强化自身的服务职能,为风险企业解决这些切实的问题,促进风险投资的发展。

#### (二)风险投资中的角色分工应是政府搭台,企业唱戏

我国风险投资业的发展刚刚起步。在我国发展风险投资的过程中,首先面临的一个重大问题是如何摆正政府和企业在发展风险投资中的角色。

风险投资本质上是一种商业行为,而非政府行为,在发展风险投资过程中,只能是“政府搭台,企业唱戏”,实行“民办官助”的模式,使企业成为风险投资主体。这是因为:(1)风险投资具有商业性,是一种企业行为。追求自身的增值和利润是风险投资的本能,企业追求利润最大化的原始动机是发展风险投资的最基本的动力。作为企业行为的风险投资,由于复杂性和不透明性等原因,若由官办将导致腐败现象产生。(2)政府主办风险投资不利于引进创新、激励与竞争精神,风险投资的效率会因此下降。(3)政府在收集市场信息、判别投资机会方面弱于市场,政府作为投资主体会出现政府失灵现象。长期实行计划经济的经验告诉我们,靠政府

来收集和处理经济中的各种信息,再由政府来作出决策,指挥整个经济运转的经济模式是低效的。风险投资决定应该由民间部门依据市场信息分别作出。(4)政府经营风险投资会出现较高的监督成本,导致道德风险和短期行为盛行,损害投资者利益。在市场经济中,政府应该只当裁判,不当球员。如果政府自己经营风险投资,就如同裁判既当裁判又作为球员参加比赛。在这种情况下,政府肯定不可能对风险企业的经营管理进行有效的监督。(5)风险投资是个竞争性极强的领域,政府不宜进入这一领域充当主要投资者。(6)政府办风险投资同机构改革的思路不符。在市场经济中,政府应该有所为有所不为。我国正在进行精简政府机构的改革,政府经营风险投资是与我国建设社会主义市场经济的改革思路不相符合的。(7)政府主办风险投资不能调动大量的民间投资,不能满足风险投资流量大、周期长的特点。在市场经济条件下,政府作为投资主体必定会压抑民间投资主体的积极性,而且,在国家财政比较有限的条件下,政府也无法满足风险投资巨额的资金需求。(8)国际经验表明,在市场经济条件下,政府对风险投资只能引导,不能作为投资主体。以美国为例,中小企业投资公司(SBIC)计划是按照美国政府的意志兴办的,到1988年,SBIC管理的风险资本占全美风险资本总额的比率降至1%,可以说计划遭到彻底的失败。美国经济学家对中小企业投资公司计划失败的原因进行了大量的研究,得出的主要结论如下:第一,政府以4倍的杠杆向中小企业投资公司发放优惠贷款,表明在SBIC计划中风险投资的主体已经是政府,而不是民间部门。同时,发放优惠贷款也不符合风险投资的股权投资性质,而是为中小企业投资公司提供了寻租的机会:中小企业投资公司面临着还款压力,还要向政府支付一定的利息,于是,他们将政府贷款转贷给经济效益较好的普通工商企业,以赚取利差。这样,政府的贷款中有很大部分并未能用于风险投资的目的。这从一个侧面反映了政府的监管能

力非常有限。第二,SBIC 计划失败的主要原因在于,这一计划从一开始就采用了一个错误的假定,认为政府能够判别向哪个企业或项目投资会获得较高的经济效益和社会效益,而许多经济研究都表明,政府不具备这种能力。第三,中小企业投资公司由于有政府的大力支持而又缺少对风险投资家的激励机制,难以培养和吸引高素质的风险投资人才,因而造成管理不善和严重的亏损。总之,美国中小企业投资公司计划的失败表明,政府不应当主办或主导风险投资。

但是,风险投资的发展又离不开政府的引导和扶持,政府应该创造有利于风险投资发展的政策法规环境,并给以积极的扶持。具体来说,政府宜采取“支持而不控股、引导而不干涉”的态度推动风险投资事业的发展。

1. 加强对研究与开发的投入,科学规划研究与开发的方向,建立科技创新体系,改革科研激励机制,提高科技成果的创新性、可转化性和市场化潜力,为风险投资提供项目源头。

我国对科学研究和技术开发的投入是较低的,先进的科技成果是风险投资转化的对象,政府要推动风险投资业在我国的发展,就要在基础科学研究和技术创新中扮演重要角色,为风险投资提供更多的可供转化的科技成果。为此,(1)政府应增加研究开发的资金投入,特别是有重点地抓住对国家安全和长远发展起着至关重要作用的关键技术,完善研究开发的基础设施和环境。(2)通过政府、产业界、学术界和研究机构的密切合作,制定具有前瞻性、实用性的具有较大市场潜力和能充分推动产业升级的一系列关键技术研究开发计划。(3)加快国家创新体系的建设步伐,充分发挥大学、科研院所的知识生产作用,发挥企业技术创新作用,发挥教育机构的知识传播作用,实现产学研的有机结合。(4)改革现有的科研激励机制,将科技成果转化率高和转化效益多少作为衡量科研机构绩效的重要标志,以提高科技成果的创新性、可行性和市场

化潜力。

2. 进行金融创新,加大股票市场对风险投资的促进作用,为风险投资提供退出渠道,拓宽资金来源,施行投资主体的多元化,努力使民间资本在风险投资中扮演重要角色。

风险投资与银行贷款的最大区别在于:银行贷款靠固定利息获取回报,不干预企业经营管理;而风险投资则靠股权转让来分享回报,风险投资家参与项目经营管理。风险投资追求超常规投资收益和尽可能减少风险的投资动机,客观上要求有一个能使风险投资者“进可攻退可守”的机制。风险投资必须同风险企业上市相联系,只有通过上市,风险投资才能通过股权转让而套现。由此可见,风险投资运行机制的基础是有利于风险企业股权或股票转让的市场,而资本市场正是为风险投资提供了这样一条安全通道。为此,政府必须大力推动高科技企业与资本市场的对接,对经过国家有关部门认定的高技术企业,应允许其股票优先上市,不受地区和额度的限制。

此外,风险投资业要真正成为科技成果转化和高新技术产业化的资金支持体系,必须有雄厚的资本。因此,拓宽资金来源,实行投资主体多元化,努力使民间资本在风险投资中扮演重要角色,是发展风险投资的首要条件。结合中国国情,中国在解决风险资金短缺难题时,必须广开筹资渠道:原有的政府风险投资需要保持和增加,特别是发挥政府风险投资在主导产业的作用及对其他投资主体的市场导向作用;原有的银行科技贷款要继续向风险企业发放,使之成为风险资本的一个相对稳定的来源;企业特别是大中型企业 and 企业集团要高瞻远瞩地肯于投入,逐渐使企业投资成为风险资本的一个重要来源;要切实采取措施,创造条件,吸引总量超过6万亿元的民间资本流向风险投资企业,使民间资本成为中国风险投资的主要来源;要充分利用香港地区及其他国家金融市场,加大风险投资领域,吸引外资工作的力度,大力发展外资、中外

合资风险基金,使外资成为风险投资的重要补充来源。

3. 政府对风险投资主要扮演引导的作用,要达到“四两拨千斤”的效果,调动社会投入,为企业进入风险投资领域铺平道路。

在科技风险的资金来源中,政府风险投资要起引导民间资金的作用,以提高风险投资企业的信誉,调动社会投入的积极性。为此,必须提高政府投入的集中度、关联度和示范效应。(1)政府的投入不应分散进行,而应坚持有所为有所不为的原则,有重点地抓住对国家安全和长远发展起到至关重要的关键领域,抢占高科技的制高点。(2)发挥政府投入的导向作用,通过完善风险投资发展的基础设施,引导社会资金流向风险投资领域。(3)把政府资金投入技术集成度高、市场前景广阔、经济效益巨大的重大项目,提高政府投入的示范效应。

4. 创造有利于风险投资的法律环境,制定完善的风险投资市场法规和监管法则,为风险投资的正常运转提供法律保障。

风险投资涉及到向社会公众筹资和向风险企业投资两个阶段的行为,涉及到较为复杂的契约关系,加上它本身的高风险性质,都要求为它的运行建立一个完备的法律架构。因此,加强风险投资的立法工作是发展风险投资的重要保证。政府必须加快风险投资的立法步骤,研究制定完整的风险资本市场法和监管法规,并颁布与此相配套的政策措施,确认对风险投资企业的税收政策、财政补贴和信用担保制度,保护外资和民间资本的合法权益,为风险投资提供法律保障。

5. 改革分配制度,重视人力资本,让技术、管理等要素参与分配,通过制度建设形成对创新者、创业者、投资者的激励机制。

在以科技安身立命的高科技风险企业中,专利、版权、商标、商业秘密等技术要素一般占有很大比重,但是由于这些技术要素无实物形态,可扩散可分享,容易受到仿冒、窃取、盗版等不法行为的侵害,因此,必须加大加强对技术要素的保护,在制度框架内保证

技术要素的保值增值。为此,政府必须引导高科技风险企业进行分配制度改革,通过技术股、创业股、管理股等制度创新的实施,让技术要素参与企业分配,建立一种风险分摊、利益共享的新型分配机制,调动广大科技工作者、创业者、管理者的积极性和创造性。在这方面,可以借鉴美国高科技企业中普遍实行的股票期权制度,即允许高级管理人员在一定时间内用事先约定好的价格购买公司一定数量的认股权,从而建立起一种将关键人物同企业发展前景紧紧绑在一起的机制。

6. 进行组织创新,集中力量办好科技工业园区,建立各种类型的科技成果孵化器,为风险投资提供配套环境和载体,营造硅谷土壤。

美国硅谷是世界上第一个科技工业园,也是科技成果转化产业的典范。研究表明:硅谷内的高科技企业成功率可达60%,而一般条件下高科技企业成功率近16%,在美国风险投资总额中,硅谷占43%,每年有近1000家风险投资支持的高科技企业在硅谷创立。硅谷风险投资成功的主要原因在于硅谷良好的土壤环境:肯于冒险的文化、敢于创新的精神、规范的信用关系、较低的交易成本等。知识经济时代里,科技工业园区融人才、知识、技术为一体,是一种集约化和高效化的社会组织形式,必然成为风险投资由点到面扩散的基地和先行区。建设我国的科技工业园区,其基本原则是要按照科技特区的模式为风险投资的运作营造良好的经营环境,降低风险投资运作的交易成本。同时,要在科技工业园区兴建各类技术中心、工程中心和创业中心,为科技成果孵化提供地域载体和实验基地。

7. 实行税收优惠和政府采购政策,在上市、产权交易、信贷等方面对风险投资进行倾斜,建立风险投资的政策支持体系。

风险投资在某种程度上有公共产品的性质,一项风险投资的成功,会产生很大的外部正效应,因此,政府采取一些倾斜政策对

风险投资业进行扶植,使风险投资的外部正效应内部化,是发展风险投资的重要举措。为此,政府应当:(1)建立和完善风险投资的风险补偿机制。通过税收减免和政府补贴,建立风险投资的支持体系,对风险投资企业为支持科技成果转化而兴办的公司应按照国家高新技术企业对待,实行15%的所得税税率,并给予若干年免税期。(2)采取贴息、担保等方式鼓励商业银行向高科技企业提供贷款,优先安排高科技企业股票上市。(3)优先采购国内高科技企业产品,同时支持高科技企业开拓和占领国外市场。

8. 建立科技与经济互动,官、产、学、研、银相结合的机制,形成部门联动,调动科学家、企业家、创业者的积极性。

为了改变目前我国风险投资发展力量分散、条块分割的局面,我国应成立一个高层次的、权威性的协调组织,聚合政府各部门的力量,形成政策聚集和政府合力,以强化对风险投资的组织领导。为了调动一切积极因素,政府还应主动参与官、产、学、研、银的结合,以资金、政策、信息来推动官、产、学、研、银的合作向纵深方向发展。

9. 改革教育体制,高等学校不仅要成为科技产业的孵化器,更重要的是要培养创新人才、复合型人才和经营者人才,为风险投资提供人力资源保障。

选拔和培养优秀的风险投资人才是发展风险投资的必要条件,风险投资的发展途径需要一大批精通技术的专业人才,更需要一大批复合型人才。这种复合型人才应该是懂市场的学者和懂科技的企业家。为此,必须深化教育体制改革,打破高校现有学科设置障碍,对学生实行通才教育和终身教育,提高学生的综合能力和创新能力,不拘一格地培养跨学科、跨行业的人才。



## 新疆风险投资运作框架



新疆发展风险投资的认识误区  
新疆发展风险投资的可行性  
新疆发展风险投资需重点解决的问题  
新疆发展风险投资的战略构想  
新疆风险投资的运作



### 一、新疆发展风险投资的认识误区

建立风险投资制度的困难很多,但关键是要转变观念。目前理论界、科技界、金融界及政府有关部门对发展新疆风险投资事业仍存在着许多亟待澄清的认识问题。

第一,认为在新疆开展风险投资事业还为时过早。

的确,在新疆建立比较完善的风险投资体系存在很多障碍,但任何事情都不是一蹴而就的,都是由初级到高级、由简单到复杂、由局部到整体的逐渐变化过程。20多年的改革开放已经为风险投资事业的发展造就了最基本的条件,目前的主要问题是缺乏风险投资意识。应该说资金还是有的,一笔资金是否属于风险资本关键是看资金持有人是否具备风险投资意识并理解风险投资的运作原理。其次,各类科技发展计划已培育和开发了大量的技术项目,各地高新技术开发区也孵化了一些技术企业,只要我们建立起风险投资机制就可能进行风险投资。当然在投资规模和程度上还不能与内地发达地区相提并论,但有一个开端总比等待要好。党中央、国务院对风险投资已给予了肯定,只要我们不否认“科教兴新”战略的正确性和紧迫性,风险投资制度就是对此最有力的支持。所以,我们认为可以研究先成立一家风险投资公司,以此作为一个良好的开端来推动新疆的风险投资事业。

第二,认为银行、保险公司、社会保障基金等由于安全性的要求不能用作高新技术产业化的风险投资。

为了整顿金融秩序、确保资金的安全性,暂时不允许这些机构参与风险投资是正确的,但是随着市场体系的完善和风险投资制度的建立,将一部分长期资金提供给风险投资机构从事高新技术产业的风险投资与确保资金的安全性并不矛盾。因为风险投资机构也是企业,追求盈利和控制风险是第一目标。从社会效益上讲,推动了高新技术产业的发展;从经济效益上讲,起到了保值增值的作用。

第三,认为高新技术产业化风险投资与其他的风险性投资一样有很大投机性。

目前的股票、债券、期货、房地产市场确实存在过度的投机性,但是风险投资机构是经严格的评审之后直接投资于高新技术企业,不是抽象地买空卖空,它要直接参与企业的决策与管理,是实实在在的实业投资,它所拥有的资产并非股票、期货等虚拟资本,与其他的风险性投资是截然不同的,因此风险并不等于投机。

第四,认为风险投资只是一种投资技巧和方式,对其重要性认识不足。

目前社会各界对于高新技术产业化的风险投资不太了解,不少科技人员虽然已经从科研机构中勇敢地走了出来,创办了科技企业,但对如何融资来解决企业的资金问题仍未跳出传统的思维定势,对“以产权换资金”的风险投资望而生畏。金融界则因为行业习惯和制度约束,普遍担心资金有去无回。证券管理机构则无暇顾及风险资本的退出(第二板市场)等问题。而实际上,风险投资是一种制度,它是资本市场的重要组成部分。如果说银行贷款、证券市场是成熟企业融资的合适方式,那么风险投资则是未来成熟企业(高新技术)融资的最佳选择,它们是经济持续性发展的两个轮子。所以,建立风险投资制度是具有远见和战略意义的事情。

第五,认为中国新技术创业投资公司的失败说明我国目前无法开展风险投资活动。

1998年8月,有十几年经营历史、我国风险投资事业的先驱——中国新技术创业投资公司宣布关闭。这对我国风险投资事业无疑是一个考验。但关闭的因素是多方面的,既有外部经济环境的因素,也有企业自身的因素,我们不能因此就否定了风险投资的作用。发展风险投资市场并不是一帆风顺的事情,美国发展风险投资几十年的经验充分说明了这一点。中国新技术创业投资公司的关闭不仅不会动摇我国发展风险投资的决心,从某种意义上

讲,反而是一件好事,它可以促使我们多方面思考我国风险投资事业的发展战略,从制度安排的角度推出更适合中国社会主义市场经济体制所需要的风险投资融资模式。

## 二、新疆发展风险投资的可行性

新疆从整体上虽然不如内地,但这并不能说明风险投资事业在新疆不可行。这可从以下七方面得到印证:

1. 新疆经济发展的科技含量较低,即使一些成熟技术也因资金短缺而难以转化应用。因此技术转化有着广阔的市场前景。

如热敏电阻(NTC)、电熔爆、低聚糖等,以及与农业、畜牧业相关的生物工程技术。另外,新疆每年有近100项科技成果,但真正获得资金得以转化的不到1/3。这为风险投资提供了丰富的项目来源。

2. 银行等金融系统虽然也开办了科技贷款,但因规模小、贷款需担保等因素制约,远不能满足科技对资金的需要。

3. 新疆有着潜在的风险资本来源。

新疆金融机构各项存款余额已达1400亿元,仅居民储蓄存款就高达700亿元左右,有至少50亿元以上的资金投入证券市场。另外,新疆还有14家上市公司和多家大型私营企业,它们最具市场意识,最理解科技的重要性,这都为风险投资提供了潜在的资本来源。

4. 风险投资意识已在新疆萌芽。

一批先行者二三年前就已开始调查、研究风险投资在新疆的可行性,并已做了大量的前期工作。自治区科委等单位于1999年2月首次召开了风险投资论证会,6月召开了风险投资研讨会,引起了人民政府及社会各界的高度重视。

5. 以乌鲁木齐高新技术开发区为龙头的全疆科技园区已形成体系,已有一部分高新技术企业被孵化出来,这为风险投资提供了活动的空间和基地。

6. 我国证券市场和产权交易市场的发展,为股权转让创造了条件。另外,随着香港二板股票市场的运作以及我国二板市场的建立,风险投资的顺利退出就有了保证。

#### 7. 政策法律环境。

风险投资是一种不同于银行贷款和普通投资的特殊投融资制度。因此,一开始便离不开政府的支持。1985年3月,中共中央发布了《关于科技体制改革的决定》,第一次提出了以风险投资支持高新技术开发的思想,1985年9月,成立了第一家风险投资公司——中国新技术创业公司。1996年5月,颁布《中华人民共和国促进科技成果转化法》,第一次在国家法律中明确了国家鼓励设立风险基金,为风险投资提供了法律依据。1998年3月,全国人大副委员长、民建中央主席成思危在全国政协会议上提出了《关于尽快发展我国风险投资事业》的提案,引起了党中央的高度重视,至此,风险投资才在我国普遍引起重视。北京、上海、广州、深圳、天津、大连、西安、成都等地纷纷成立风险投资公司,以高新技术开发区为基地进行风险投资。各地政府为鼓励高新技术充分利用风险投资实现成果转化,通过直接投资、担保、税收优惠、土地使用费减免等措施给予支持。国家在总结各地经验的基础上,对科技成果转化给予高度重视,并出台了两项重大措施,一是由国家经贸委牵头,在全国普遍建立中小企业信用担保体系,通过成立担保公司、设立担保基金的方式为中小企业利用银行贷款提供服务,以解决中小企业在技术转化过程中的资金短缺现象。二是科技部、财政部、中国人民银行等国务院七部委于1999年4月联合颁布了《关于促进科技成果转化的若干规定》,对科技成果的入股比例作了明确的规定,并再次肯定了风险投资在科技成果转化过程中的作用,消除了《公司法》中有关无形资产入股的比例限制,对提高科技人员进行科技成果转化的热情起到了决定性作用。同时,为规范风险投资行为,使我国风险投资健康发展,国家有关部门拟在近

期出台《风险投资基金管理办法》。这说明,风险投资在我国的建设已具备了良好的政策法律环境,新疆应抓住这个历史机遇,尽早准备,为在新疆引入风险投资制度打好基础。

总之,从新疆目前的情况来看,风险投资已具有了发展的条件。更为重要的是,风险资本不可能自发存在,一笔资金是否属风险投资,关键看资金持有人是否具备风险投资意识,而这种意识是可以植入和培养的。只要我们加强宣传和引导,相信风险投资会大有作为。新疆人对于股市的参与热情也不是先天就有的,我们不应该怀疑风险投资在新疆的可行性。

### 三、新疆发展风险投资需重点解决的问题

#### (一)新疆风险投资的功能定位和投资主体的确立

在新疆发展风险投资,有不少具体问题需要加以解决,而且还必须从整体上进行系统规划,只有这样,新疆的风险投资才能走上规范的发展轨道。为达到此目的,我们认为急需解决两个问题:一是如何定位新疆风险投资的功能,二是如何确立新疆的风险投资主体,这个问题也就是由谁来为风险投资提供资本和由谁来经营风险资本的问题。

关于风险投资的功能,一般认为主要是催化高新技术或者说是孵化风险企业。国外的风险投资实践也是这样。我们的看法是,风险投资的这个基本功能在新疆依然要保持并加以发展,但同时我们还认为,风险投资的功能还有必要结合新疆的实际进行拓展,这就是把风险投资的发展和新疆的中小企业(特别是非公有制企业)发展联系在一起,充分发挥风险投资培养中小企业活力的独特作用。在经济发展过程中,大型或者超大型企业的主导作用不容忽视,但从另一方面看,国民经济的活力却与中小型企业的发展状况密切相关。从美国、瑞典、德国、挪威等国际竞争力居前的国家的经验看,中小企业为提升这些国家的国际竞争力发挥了巨大的积极作用,也正因为如此,这些国家以及其他许多国家无不把发

展中小企业作为重要的国策。在新疆经济已进入全面转型的特殊发展阶段,对于提高新疆经济的活力和竞争力,中小企业有着大型企业或者超大型企业不可替代的作用。特别是在新疆现阶段,如何搞活新疆中小企业已是经济发展所提出的一种现实需要。可以说,中小企业是提高新疆经济增长质量和促进新疆经济活性化的重要因素。我们认为,风险投资对刺激中小企业的活力和推动中小企业的发展是有其特殊功能的,这是因为风险投资不但可以不断地培养出新的中小型企业,而且通过风险投资的股权和风险项目运作还可以重整中小型企业的组织结构和重塑中小企业的活力。

尽快确立新疆的风险投资主体、经营主体是发展新疆风险投资必须解决的另一个重要问题。本质上,风险投资进而形成的资本既是一种特殊的金融资本,也是实现投资的一种载体和工具,是一种集融资与投资为一体的以承担高风险为基本特征的特殊投资机制。这里的关键是风险投资的资本形成问题,也就是说,谁来成为风险投资本身的出资人或者说风险投资本身如何筹资的问题。从这方面看,要使新疆的风险投资能迅速发展起来并产生相应的效果,首先必须建立特殊的风险投资的资本形成机制。根据现在发展新疆风险投资的特殊需要并结合新疆的实际,我们认为在新疆有必要建立以风险投资公司为主导的多层次风险投资主体体系,确立和完善社会化风险资本形成机制,使风险投资活动既有专业性风险资本经营主体,又有广泛的社会参与。为了达到这一目的,当前新疆应重点培育和发展以下三类风险投资主体:

第一类是功能全面但管理专业化的风险投资主体,这就是风险投资基金。

风险投资基金既是风险投资实现其投资目标的一种专门具体的组织形式,又是一种以促进高新技术产业化和孵化风险项目为目的并进而获取投资报酬的一种专门基金形式。欧美等发达国家

近 20 年的经验表明,风险投资基金在促进高新技术产业化和孵化风险投资项目方面发挥了重要作用。为了使新疆的风险投资在比较短的时间内有一个较快发展并取得较好效果,采取风险投资基金形式不失为最有效的选择。因此,新疆当前完全有必要发展一批风险投资基金。根据新疆现阶段的经济水平和发展程度,可以采取三种方案设立风险投资基金:(1)由实力雄厚的证券公司、信托投资公司等具有投资职能的非银行金融机构,共同出资发起设立全能型风险投资基金。(2)由大型国有企业、民营企业发起设立专门投资于某几个产业的风险投资基金和具有风险投资基金功能的高科技投资公司。(3)选择部分上市公司特别是高科技上市公司联合发起设立旨在孵化前沿科技领域某些特殊项目的风险投资基金。先以私募方式设立封闭型的风险投资基金,待时机成熟后再过渡到公募方式并采取开放型。按以上三种方案,就可以在较短的时间内形成一定规模的风险资本并迅速进入有效地运作,而且有完全的可行性,因为就新疆目前的金融投资而论,上述风险投资基金的发起机构都有一定的风险投资管理、资产管理、项目评价、价值评估、证券投资等方面的经验,因而具有明显优势,不但一经成立就可以开展风险投资活动,而且可以迅速走上规范化的发展轨道。

第二类是采取公司制运作的风险投资。

这类风险投资就是在一定的法律法规的框架内,有一些特殊的优惠政策诱导并采取公司制形式设立。既然新疆有必要加速风险投资的发展,政府就应该根据现阶段的经济状况,制定优惠政策,如实行优惠税收政策、低息贷款政策,鼓励社会各界人士采取有限责任公司制、股份制形式,自发地组织投资于高新技术的风险资本。从现阶段的社会资金看,新疆完全具备采取这种方式发展风险投资的条件。新疆已经积累起来的庞大的社会资金就是采取这种方式发展风险投资的资金基础。近几年来,新疆迅速增长

的居民储蓄和证券市场的大量投资金表明新疆有大量的社会闲散资金。在我们这样一个经济发展严重受制于资金短缺的地区,会产生形式上的严重资金过剩,大量的资金游离于实体经济之外,一个重要的原因就是当前这个特殊的发展阶段缺乏正确的投资诱导机制,不能发现具有潜在超常报酬的投资机会并敢于投资。我们认为,采取风险投资形式使大量的过剩资金重新归于实体经济体系,使它们在新疆经济转型过程中通过高新技术产业化这个环节而转化为产业资本,可以收到一石二鸟的效果:一方面增加新疆风险投资的资金供给,加速风险投资大发展;另一方面又可以通过高投资报酬的诱导吸收社会过剩资金,防止它们在金融市场上引发动荡。

第三类是通过项目制形成的融资性风险投资。

这种方式就是以高新技术和风险项目为载体,通过项目本身的特殊性,吸引社会资金并形成风险投资。新疆大量的高新技术之所以被闲置而不能及时产业化,许多风险项目胎死腹中,一个根本的原因就是缺乏资金。在这种条件下,根据高新技术和风险项目的特性,采用项目公司制专门进行孵化并使之产业化,不失为一种可行的办法。这样形成的资本可以说是真正意义上的风险投资,因为它能真正完全独立地创造出一个全新的企业。新疆许多高新技术的产业化和风险项目的孵化都可以采取这种方式,特别是一些需要有较大投资规模的高新技术项目,采取项目公司制更具有操作上的优势。这种风险资本的来源也完全可以是社会化的。此外,也可以由政府投资。在一定意义上,新疆的财政支出性投资和国家的政策性投资中,涉及到产业结构升级和高新技术产业化方面的,都可以采取这种方式进行。对一些有实力的大型企业,也可以采取这种方式孵化高新技术,特别是一些既有经济实力又有技术研究开发能力的企业,这是一种培育企业本身新成长点的有效而又直接的方式。总之,在新疆的现阶段,采取项目制形式发展

风险投资既有必要也完全可行。

#### (二) 培育风险投资运作的市场体系

要使新疆的风险资本需要快速发展,还需要一个必不可少的条件,这就是风险投资运作的市场环境。新疆虽然进行了一定的高新技术投资,但成功的机率极低,从严格意义上说,新疆的风险资本还是一个空白。应该说,这是新疆缺乏风险投资运作所需的市场环境的必然结果。

由此不难看出,要发展新疆的风险投资,首先必须根据风险投资的运作特点培育其发展必需的市场条件,从风险投资的运作特点看,它本质上是一种货币形态的资本。它对高新技术和风险项目的孵化,实质上只是它实现自我价值增值的一个中间环节。从功能上看,它又是以孵化高新技术产品和高新技术企业为基本职能的一种投资形式。从收益与风险的关系看,它又是一种以承担高风险为条件、以追求超常投资报酬为目的的投资形式。风险投资自身的这种特点,决定了其正常功能的发挥需要一定的特殊条件。这个特殊条件就是发育成熟的资本市场条件。在国外,风险投资发展的条件是在市场经济已经很发达的基础上随着资本市场发展而自然发展起来的,尽管风险投资雏形出现很早,但从70年代才开始在发达市场经济国家迅速发展,也就是说,风险投资是在近30年内才迅速发展为投资市场上的一种最为重要的投资方式并在国民经济增长中起着其他投资形式不可替代的作用。风险投资之所以能在很短时间内获得迅速发展,其原因就在于:一是发达的资本市场为其发展创造了充分的条件,二是社会的需要。第二次世界大战之后,世界主要市场经济国家不但有着非常成熟的资本市场,而且普遍进入新的技术创新时期,大量的技术创新需要产业化。从投资的角度分析,技术创新的产业化创造了获得高额投资报酬的机遇,因为新技术的产业化一旦成功就可以产生丰厚的投资报酬。但是另一方面,这种投资报酬的获得又面临潜在的巨

大风险,而这种风险又不是一般的投资主体所能承受的。这样,客观上需要有一种新的资本形式出现。这种新型的资本必须具备这样一个特点:为了追逐巨大的超常投资报酬而主动承担巨大的风险。正是这种社会需要的催化作用,使风险投资应运而生。

新疆经济结构调整和新疆经济增长模式的转型及“科教兴新”战略的实施,为风险投资在新疆的发展创造了客观需要,但客观地说,目前新疆还缺乏发展风险投资的条件。其原因在于,新疆的市场经济还处在低水平阶段,经济运行的金融化程度也很低,特别是与风险投资发展密切相关的资本市场,其本身的发展还不很成熟。这表明,新疆资本市场自身的发展水平还不足已形成风险投资发展所需要的社会化的金融投资机制和相应的市场环境条件。这就为新疆风险投资的发展提出了一个在条件不够的情况下如何发展新疆风险投资的问题。所以,在新疆要使风险投资在较短时间内有一个较快的发展,并充分发挥其在高新技术产业化方面的独特作用,真正达到催化新疆高新技术的目的,就必须大力培育风险投资发展的条件。在风险投资发展的各种条件中,其中最基本和最重要的条件是市场条件,我们认为,当前需要重点培育决定风险投资发展的三个市场条件:

#### 1. 培育和发展风险投资的咨询服务市场。

尽管风险投资是以承担高风险为其基本特征,但承担风险并不是风险投资的目的,相反,尽可能地获得最大的投资收益,才是风险投资始终追求的最高目标,并且降低风险是其获取高额投资报酬的前提条件。因此,如何降低风险仍然是风险投资运作时需要考虑的首要问题。由于风险投资的投资对象都具有无法预期的许多不确定性,所以,要达到降低风险投资的投资风险目的,或者说,为实现基于新的超常收益目标而使整体投资风险尽可能地降低,就必须在投资进行之前对所有投资对象的收益与风险有全面透彻的分析,也就是说,能否达到在承担经营风险的条件下实现风

险投资的整体收益最大化,有赖于风险投资主体对所有投资对象的收益与风险相互关系的认识深度。国外风险投资发展的经验表明,要达到这一点,是与服务于风险投资的专业咨询市场的发达程度密切相关的。实际上,一项风险投资决策涉及经济增长与经济政策预期分析、产业选择与产业市场容量及其市场增长潜力分析、新产品的营销策略及其潜在的市场结构分析、项目的财务评估与价值评估等许多方面,上述所有方面都必须在未来的不确定性中探寻出确定性。而要做到这一点,只有具备一个发达的咨询服务市场条件才有可能。所以,相应咨询市场的发展是风险投资成功运作所必不可少的市场条件之一。

#### 2. 发展两种经纪市场。

作为高新技术载体的风险项目的选择以及相应的投资决策是风险投资运作最为关键的环节。风险投资的基本职能是促进高新技术的产业化、孵化风险企业。但是,风险投资要实现这一功能并提高其自身的运营效率,还有赖于两个市场的发育,这就是项目经纪市场和技术经纪市场。风险投资在进行投资活动时,必须寻找可供开发的高新技术和可进行投资的风险项目。高新技术和风险项目都具有极强的专业性,作为风险投资的经营主体和以不同方式参与风险投资活动的一般投资者,在寻找这样的高新技术和风险项目时会遇到天然的技术障碍,因为它们一般不具备技术开发可行性的鉴别能力。所以,如果由风险投资主体去从事这种活动,就会引致风险投资机会成本的增加和投资风险的扩大,其结果是一方面导致许多具备开发前景的高新技术和风险项目被漏掉,另一方面是投资投向了一些本不该投资的技术和项目。这种运作上的困难,可通过技术经纪市场和项目经纪市场的相应发展而获得有效的解决。从新疆的实际情况看,只有具备较为成熟的技术经纪市场和项目经纪市场条件,风险投资的运作才可能更为准确地选择可进行产业化的高新技术和可进行孵化的风险项目,在投资

对象选择上真正做到有的放矢,优化投资组合,降低投资风险和提高整体投资的收益水平,同时真正起到促进高新技术产业化和孵化风险项目的作用。

### 3. 股权套现市场。

风险投资虽然一般以股权形式进行,但其目的并不是为了持有股权去获得股息报酬。不断地套现股权并通过套现股权而获取巨额投资回报才是风险投资的最终目的。这既是风险投资的一般运动形式,也是风险投资作为一种独立资本存在的条件。可以说,能否及时顺利套现股权,是风险投资运作是否成功的标志。因为高新技术产业化和风险项目的孵化不断面临众多的不确定性因素,而且它们都有一个或长或短的产业化周期和孵化周期,所以,风险投资的任何一项投资都必须使资金凝化一段时期并始终面临亏损的威胁,导致投资呆滞或损失的可能性随时都会发生。在这种投资条件下,它必须不断地套现股权,以成功项目的巨额收益来弥补失败下马的亏损,才能保证资金的流动性并在整体规模不断扩大的条件下保持整个风险投资运作的连续性。因此,一个好的套现市场是风险投资顺利运行的前提条件。从这个意义上看,发展新疆的风险投资,首先必须发展套现市场。有了一个充分发育的套现市场,风险投资就能根据投资的需要及时进行套现,保证资金的流动性和有效地捕捉各种投资机遇。为此,有必要发展两种套现市场,一是交易所式的风险资本流通市场,可以在现有的深沪交易所创设类似于香港的第二板市场,或是像美国一样建立纳斯达克式的风险企业股票的专业交易市场。但这取决于国家对风险投资的规划,新疆并没有主动权。二是有组织的产权交易市场。这种市场就是由证券公司等专业中介机构牵头,不定期地举办股权交易会,有组织有针对性地邀请重要风险投资机构、风险企业家及其他投资者和投资机构参加,使买卖双方直接面议并促进风险投资股权的套现。这种市场的优点,就是直接沟通风险投资股权

的买卖双方,从而一方面能为没有流通渠道的风险投资股权创造流动性,加快风险投资资金的周转;另一方面为风险投资专家、风险企业家、追求稳定收益的投资个人和投资机构创造交流机会,使风险投资的运营直接建立在社会需求上,促进风险投资的发展。

### (三) 风险投资的管理

风险投资的管理涉及宏观和微观两个层次:宏观层次就是国家如何对风险投资实施监管,微观层次就是风险投资机构自身的内部管理。但不管哪个层次,依法经营、依法规范、依法监管应是发展新疆风险投资所必须遵循的基本原则。风险投资是一种特殊的金融资本,而金融资本一旦失去有效的监管和缺乏规范有效的内部制度安排,就有可能失控甚至酿成系统性风险,这是国际国内金融资本发展史所证实的一条规律。我国证券市场在发展过程中出现的许多问题和教训是我们发展风险投资时所必须引以为鉴的,否则的话,我们就有可能欲速而不达,反而从根本上制约新疆风险投资的发展。所以,发展新疆的风险投资,从一开始就必须加强风险投资的管理,使之纳入法制化、规范化的轨道。当前,我们认为必须做好以下几方面的工作:

#### 1. 建立风险投资的监管体制。

这一体制包括三方面的内容:(1)监管主体。可以明确由自治区科委担任。(2)监管范围。明确风险投资的行为准则和投资方向。(3)市场进入准则。即明确经营风险投资的资格和条件。为了建立适合新疆区情的有效率的监管体制,原则上应有专门的政策规章,也就是说,为了使新疆的风险投资一开始就在规范的制度下发展,必须有个专门的风险投资管理办法。在新疆还缺乏风险投资实践的条件下,可以借鉴国内外的风险投资营运经验,由自治区人民政府颁布一个风险投资的暂行管理规定。

#### 2. 建立风险投资的内部风险控制机制。

风险投资虽然是以承担高风险为特征,但这并不意味着风险

投资可以忽视风险管理。所谓风险投资的高风险,实质上是受高收益所诱导的。风险投资虽然主要投资于前景不很明朗的产业和产品,但这些产业和产品无不蕴含着成功与失败的两重性,因此控制风险和获得高收益是互为因果的关系。从一定的角度看,控制风险是获取高收益的前提,所以风险投资的运作也和任何其他投资行为一样,应始终把风险控制放在首要的地位,为此,就必须在风险投资内部相应建立起风险控制机制。风险投资的风险控制机制主要包括两个层次:决策风险控制系统和过程风险控制系统。决策风险是最大的风险,决策层次的风险一旦发生,往往会导致整个投资的失败;反过来说,只要控制了决策风险,在一定的意义上就意味着投资成功。为了有效地控制决策风险,可以在内部设立投资决策委员会和投资咨询委员会等机构,力争做到投资决策万无一失。风险投资除了要有效地控制决策风险外,过程风险控制也极其重要。因为风险投资从拨入资金到套现实现超常收益,一般需要相当长的时间,这是由高新技术产业化和风险项目孵化本身的技术因素决定的,在这一过程中,随时都有在决策阶段不可预料的风险因素产生,而这些因素不单会降低投资效率,而且往往导致整个投资的失败。因此,在风险投资内部制度安排上,建立过程风险控制机制是完全必要的。这套机制的主要功能是跟踪高新技术的产业化进程和风险项目的孵化进程,随时进行风险评估,不断探寻新的风险因素,以达到有效控制风险和实现超常收益的目的。

#### 四、新疆发展风险投资的战略构想

##### (一) 战略选择

##### 1. 发展模式。

根据新疆财政的实际情况和风险投资的特点,应采取“以民间资本为主、以政府资助为辅”的官民结合模式,首先在乌鲁木齐市成立风险投资公司。根据《公司法》的规定,风险投资公司的组织形式应为有限责任公司或股份制,公司注册资本暂定为1~2亿元。

公司股东优先考虑 14 家上市公司、科技管理及科研部门、非银行金融机构、大中型企业(包括私人)和具备风险投资意识的个人。同时鼓励其他形式的风险投资,逐步形成新疆的风险投资体系。

#### 2. 地区战略。

应以乌鲁木齐高新技术开发区和经济技术开发区为基地,充分利用开发区的各种政策优惠,与创业中心和生产力促进中心紧密合作。这样可利用乌鲁木齐作为首府城市的信息和人才优势,为在新疆全面推广风险投资制度奠定基础。待取得一定经验后再逐步依托各地高新技术开发区向全疆拓展。

#### 3. 筹资战略。

风险投资需要持续不断的投资,除原始股东外,风险投资公司必须寻找其他资金来源。新疆本身就是个资金短缺地区,因此,除本地资金外,还应积极引进内地甚至国外的风险资本。特别是内地一些较为著名的证券公司、上市企业和民营企业,结合新疆资源优势,共同进行风险投资。其次,要考虑利用信托方式公募筹集风险投资基金,然后按基金运作原则委托风险投资公司管理。

#### 4. 退出战略。

新疆本地的资本市场并不发达,如果以封闭的眼光看待风险投资的退出问题,则会得出悲观的结论。因此,在选择退出渠道时,除要考虑本地的潜在客户外,更应将内地作为新疆风险投资退出的主渠道,这要求风险投资公司与内地著名证券公司或投资银行机构保持密切联系,为构建方便快速的退出机制打好基础。

#### 5. 与同行的关系。

随着风险投资制度的发展,会有越来越多的风险投资公司成立,这虽然会带来竞争,但也为联合投资创造了条件,还可有效分散每个风险投资公司的投资风险。另外,还必须与北京、上海、广州、深圳、天津、大连、西安、成都等地的同行保持联系,除加强信息交流外,还可为联合投资提供战略伙伴。

## (二)组织体系设计

根据风险投资的特点,在新疆引入高风险投资制度必须建立专事风险投资事业的组织机构体系。从产融结合的角度理解,它不同于银行信贷和一般的资本市场运作,作为与高科技项目或企业相关的特殊投资制度,除应具备健全的经营机制外,更为重要的是要形成较为完善的风险投资机构体系,以实现功能互补。虽然新疆在经济发展、技术水平、市场环境及资本市场方面都与内地存在着差距,但这并不能构成否定风险投资在新疆发展的理由。就基础条件而言,我们完全可以以乌鲁木齐高新技术产业开发区为基地进行风险投资事业。

### 1. 建立专门的风险投资公司。

这是风险投资制度的核心和主体。风险措施公司主要负责风险资本的筹集、风险投资决策和经营管理,为使风险投资运作比较规范并能持续发展,风险投资公司不应像企业集团那样由政府行政性组建,而应由那些对风险投资运作原理比较了解且有投资意愿的先行者发起设立,政府可以非控股股东的身份参与,以示对风险投资事业的支持。这样便从产权结构上保证了非政府股东对风险投资效益和质量的深度关心。同时,要防止国营企业中普遍存在的逆向选择和道德风险问题在风险投资领域重现。另外,从新疆的现实来看,风险投资的概念和有关知识还不普及,即使相关性较高的金融界和科技界对此了解也十分有限,所以目前只能通过私募方式定向发起设立风险投资公司,待运作一段时间后可考虑通过公募向社会公众筹资成立风险投资基金,并委托风险投资公司管理。

### 2. 政府性组织的建立主要包括管理机构和服务机构两部分。

管理性机构的职能主要是从宏观角度对风险投资进行规范,并就有关事项同政府其他部门协调,以排除障碍。从内地的经验看,由自治区科委牵头负责风险投资事宜比较妥当。服务性机构

主要包括高新技术开发区下设的创业中心和生产力促进中心。其主要职能是对高新技术进行孵化和提供促进服务,为风险投资提供项目来源。

3. 社会化服务机构、风险投资公司和风险企业都不同于一般意义上的经济实体,其运作原理和特点决定了它比一般企业更需要社会化的中介服务,就像上市公司比非上市公司要求更严格一样。从功能上讲,风险投资至少需要以下机构的社会服务:

##### (1) 一般性中介服务机构。

主要包括律师事务所、会计师事务所、资产评估机构、技术中介,它们为风险投资提供法律、会计、评估及项目来源的服务,特别是会计师的作用尤为重要,因为风险投资的成败最终是以风险企业未来现金流量为基础,如果缺乏规范的会计记录,则会影响对风险项目的财务评价,最终影响风险投资的退出时机和回报。

##### (2) 专业投资顾问公司。

和一般投资(包括项目投资和证券投资)不同,风险资本专门投资于高新技术项目或企业,除应符合一般投资规律外,还具有自身的特点,因此必须设立专业顾问公司,专门为风险投资提供咨询服务,并代为进行项目评估。

##### (3) 相关研究或学术机构。

风险投资在国外虽然有较长的历史,并形成了成熟的理论,但在我国风险投资如何运作却仍在探索之中。为此,需要成立专门的风险投资研究机构,通过学术活动,探讨和总结我国风险投资的运作经验和模式,以便为实践提供理论依据。新疆在引进风险投资制度之前,就更应该从理论上进行深度分析,以便从战略高度把握风险投资的方向,防止盲目介入可能带来的问题。

##### (4) 投资银行。

风险投资能否成功一般取决于三个条件,一是有无资金,二是有无备选项目,三是能否及时退出。三者缺一不可,相互制约。在

实际操作中,上述工作也可由风险投资公司自身完成,但如果能依靠投资银行的信息网络,无疑会扩大搜寻空间,节约搜索成本,提高交易的成功机率。因为项目融资、产权交易与并购、承销债券、安排上市正是现代投资银行的业务特长,特别是国内外那些已介入风险投资领域的投资银行,在风险资本筹集和退出方面更能提供专业化的服务。

#### 4. 建立风险投资协会。

风险投资协会本应是以风险投资公司为会员的行业自律性组织,其职能主要是为维护整个风险投资业的形象,规范风险投资业务。目前全国还没有成立这样的组织。就新疆而言,我们认为应反其道而行之,首先成立风险投资协会或俱乐部,会员可包括上市公司、非上市公司、中介服务机构、证券公司、投资公司、银行等金融机构以及创业中心、研究机构、大学、科技部门等单位。将其作为一个论坛或媒介,广泛传播风险投资的知识,促进和加快社会对风险投资的认同,为风险投资在新疆的引入和推广奠定社会基础。

### 五、新疆风险投资的运作

#### (一) 风险投资的资金筹措(投资人选择)

就新疆的实际情况而言,风险投资的资金筹措渠道是十分狭窄的,如果仅靠本地民间企业的力量显然难以支撑新疆风险投资的发展,为此,必须遵循“政府与民间相结合,本地与外地相结合”的筹资原则。

#### 1. 政府直接投资。

为发展新疆风险投资事业,政府的引导和支持对培育风险投资主体是至关重要的。因此,自治区财政厅、自治区科委、计委、经委及乌鲁木齐高新技术开发区可根据情况,直接投资用于风险项目的 R&D 活动或认购风险投资公司一定比例的股份。同时,也应积极争取国家科委或国家自然科学基金对新疆的投入。

#### 2. 企业资金。

企业资金的使用方向因受其产权关系的影响,故在选择企业对象时,应主要考虑上市公司和有一定资产规模的民营企业。而对国营企业应有条件地选择,如经济效益好,有一定的科研开发资金等。同时,以优秀的项目吸引内地上市公司和民营企业投资于新疆的风险企业。这里需要特别提出的是如何利用上市公司来筹集风险资本。由于我国目前还没有专供风险企业上市筹资的二级市场,故起步资金只能靠私募解决,这十分不利于风险的社会分摊,因此必然带有天然的局限性。而上市公司却有着溢价发行和配股的资金优势,并且采用公募发行由全社会来分担风险。更为重要的是和一般企业相比,上市公司遇到的首要问题并非是资金约束,而是苦于找不到好的项目。特别是为保证持续的配股权,上市公司在目前主营业务的基础上,必须寻找新的利润增长点,这就为风险投资提供了契机。因此,如何将新疆的风险投资制度与上市公司的发展战略相结合应是解决风险资本来源的关键所在。如能实现,我们就打开了风险资本与主板股票市场的通道。

### 3. 金融机构资金。

从理论上讲,金融机构的中长期资金都可以资本的形式投资于高科技项目或企业。但从金融安全和分业经营的法律要求来看,并非所有的金融机构都可以从事风险投资业务。目前,银行、保险公司、养老基金等金融机构都被禁止从事股权等长期投资,自然不可能参与风险投资。信托业目前正面临规范化整顿(关闭或合并重组),即便可以从事投资业务,但由于受信托关系的约束,也不太可能从事风险投资。故只有证券公司具有潜在的投资可能,一是因为证券公司本身资金实力雄厚,二是风险资本的退出与证券市场具有天然的联系。证券公司要比其他金融机构更了解这点,故投资于风险企业不但可能获得高额回报,而且为今后的业务发展(包装上市)培育了潜在的客户,在证券承销日趋激烈的情况下,无疑是抢占了先机。

#### 4. 直接从国内外获取风险资本。

虽然从整体上来说,新疆技术水平比较低,但这并不能说明没有高新技术,只要符合风险投资的评估标准,就能构成对风险投资公司的吸引力,如新疆物理研究所的“热敏电阻(NTC)”技术、新疆华春集团的“电熔爆”技术在全国乃至世界都属先进之列。更为重要的是要将风险资本与新疆的资源优势相结合,推动高新技术在优势产业的运用,通过优势互补,吸引国内外风险资本。但由于新疆与内地的距离太远,对内地及国外的风险资本来说,管理半径太长,难以监控,有可能降低吸引力。为此就必须建立一个风险投资机构,并以托管的方式与国内外风险投资公司进行合作,以弥补上述缺陷。

#### 5. 个人风险投资。

尽管从银行存款构成来看,新疆居民储蓄存款已达 700 亿元左右,其他金融资产(含股票、国债)估计不低于 50 亿元,但这并不意味着居民个人就能成为风险投资的主要力量。随着改革的进一步深入,人们对未来生活的不确定性预期越来越大,出于预防需要,不可能将收入用于高风险的投资,国家自 1996 年以来 7 次降息(降幅累计已近 80%),银行存款仍呈递增之势,这足以说明居民个人对风险的态度。所以个人风险投资的筹资对象应是高收入阶层、科技人员及对风险投资有所了解的潜在创业者。

6. 为方便从外地融资,可在北京、上海、广州、深圳等地设立壳公司。

新疆与内地相比,在整体投资环境上是不具有比较优势的,这在一定程度上会限制内地及国外风险资本的流入。为此我们提出在内地一些经济发达地区设立壳公司,充分利用当地的地区形象(无形资产)为新疆风险投资事业服务,壳公司并不进行直接的风险投资,而是负责信息收集、联络客户、宣传和推销新疆的风险项目,从而将风险资本导入新疆。

最后值得一提的是,风险投资是一种制度,是一项事业,而不是单纯的冒险和投机。为此,在实际操作中必须注意风险资本来源的可持续性。这就要求我们必须在投资理念、项目选择、经营管理和退出机制方面保持清醒的认识,以最大限度地提高项目的成功率。

### (二) 风险资本的投资策略、决策程序和评估体系

#### 1. 风险资本的投资策略。

风险投资公司针对被投资公司所处的不同事业阶段,采取不同的投资策略。一般而言风险企业的发展可划分为种子阶段、创建阶段、成长阶段、扩张阶段和成熟阶段。通常越属于早期阶段,投资的风险越大,但投资报酬也越高。因此风险投资公司应基于投资策略和分散风险的考虑,投资不同数量资金比例于各事业阶段,以形成最佳报酬的投资组合。

#### (1) 种子阶段。

此时投资对象仅有产品构想和创意,未见产品原型,因此,风险投资公司主要考虑投资对象的技术研究能力与产品市场潜力,以及是否与投资公司的专长和产业范围密切关联。

#### (2) 创建阶段。

此时投资对象已完成产品原型和企业经营计划,但产品仍未上市,管理机构也尚未组成,因此风险投资公司主要考虑投资对象经营计划书的可行性,以及产品功能与市场竞争力。

#### (3) 成长阶段。

此时投资对象已基本度过创建阶段,初期产品完成上市,已有一定的市场基础,但有待开发出更具竞争力的产品,并较大规模地进行营销,以扩大市场占有率,因此需要较多的资金投入。投资公司主要考虑投资对象的成长能力、市场竞争力、财务计划以及进一步合作的基础。

#### (4) 扩张阶段。

此时投资对象已占有相当的市场比例,有相当的盈余,产品线已具规模,管理机制也发展成熟,因此要计划大规模地扩充生产规模、扩大销售量与市场占有率,以获取更多的利润,投资公司应主要考虑投资对象的获利稳定性、财务结构及组织健全程度、防御替代产品的能力、投资回收期长度等。

#### (5)成熟阶段。

此时投资对象的经营规模与财务状况已接近上市公司审查的要求条件,并有计划在公开市场筹集资金。投资公司对这一阶段投资的考虑主要是其能否成功上市、证券市场投资者的接受程度以及财务操作的效果。

总之,风险投资公司应根据对被投资者的整体评估,将风险资本按一定比例分别投资于处于不同阶段上的风险项目,避免将全部资金投资于同处于一个阶段上的风险项目。就新疆而言,在公司成立初期,投资重点应选择处于起步期和扩展期的中小型高科技企业。其目的—是有利于降低投资风险。二是积累风险投资的经验以及培养从事风险投资的专业人才。三是根据宏观环境的变化,有利于及时调整投资战略。对那些市场前景广阔,但投资量大、回报期较长的高科技项目,公司重点为其提供中介融资服务,待项目完成市场定位,初具规模时,再有选择地对项目进行股权投资。

### 2. 风险投资的决策程序和决策特点。

风险投资决策是一种在有限人力、时间以及资讯不对称情况下所进行的多阶段评估筛选过程。它必须在健全的组织结构与充分的信息网络支持下,凭藉评估人员丰富的专业经验与科学化的决策程序,才能作出有效率且正确的投资抉择。

#### (1)健全的组织结构。

除按《公司法》要求,设立股东大会、董事会、监事会,并实行董事会领导下的经理负责制外,还须由股东大会授权设立专业咨询

机构和投资决策机构。

(2)充分的信息网络。

风险投资公司为正确评估风险项目,必须与相关部门接触,以收集所需信息。一般而言,应着重进行投资环境、经营管理、市场与营销、技术与制造、财务状况等五个方面的调查,同时与技术创业家、股东及经营成员进行交流,以增进了解,确定未来可能合作的基础。

(3)决策程序。

第一,寻找投资项目。根据新疆的实际情况,投资项目的取得应主要有三大途径:风险投资公司主动寻找、技术创业家主动申请以及股东或关系人介绍。但无论哪种渠道,风险投资公司都需要在事前进行充分的产业研究分析,了解科技发展趋势,确定投资目标的市场价值以及可能产生的风险机率。

第二,项目筛选。在接到申请后,风险投资公司即进入项目筛选阶段,以快速过滤不适合的投资项目,一般应根据投资策略和产业偏好,建立适当的筛选准则。

第三,项目评估。经初步筛选,即进入评估阶段,首先是针对投资对象提出的经营计划书进行初评,在此基础上,再进行深入评估,以最后确定可以投资的对象。

第四,签订协议。申请的项目如通过评估,则进入投资协议阶段,此时协议的重点应是股权的形式、价格、数量、结构,董监事席位分配,重大资本预算的核准与确认方式,技术股价值的认定及权力责任,资金撤回的时机与方式,风险投资公司参与经营管理的方式等。

高新技术产业化风险评估决策是指在资金及信息资源约束条件下,通过对影响高新技术产业化风险投资成败的多种因素的突变扰动进行的分析和认识,正确衡量实施产业化方案可能受到的内在风险和外在风险影响的不确定程度。风险投资评估与常规项

目投资评估有很大的区别,主要表现如下:

(1)风险投资评估的误差可能性较大。

一般的投资评估可以根据以往类似的事件或进程作出假设和推理,从而减少不确定性;风险投资的评估由于项目本身是最新的和开创性的,因而无法找到相应的参照系统。

(2)风险投资的评估对评估方法要求颇高。

一般的投资评估在对具体技术的分析时,评估者的意见相对集中,比较容易处理;风险投资评估对象是高新技术,技术发展前景直接决定了风险创业的成功与否,所以,必须具体而详尽地进行技术分析,但对各种领域的科技发展了如指掌的评估者毕竟有限,评估时意见可能相当分散,因而评估工作的准确性就依赖评估手段或方法的科学与合理程度了。

3. 风险投资的评估体系和评估准则。

风险投资的评估体系。

风险投资的评估体系由产品、市场、技术、管理、财务和风险等评估组成,形成完整的评估内容(详细评估内容见第五章)。

风险投资项目评估的准则。

风险投资项目的评估是决策程序中最为核心的环节,其评估的准确与否直接关系到未来投资的成败。所以应制定明确的评估准则,一般应针对以下五个方面确定具体标准。

(1)经营计划书方面。

经营计划有无呈现出明显的竞争优势和投资利益;经营计划书整体逻辑的合理程度和可信度。

(2)经营机构方面。

创业家或主要经营者的经历与背景,创业家或主要经营者对项目有无献身精神和成功的强烈愿望,经营团队的专长能力和管理能力,经营团队的经营理念与风险投资公司是否相符,经营团队对经营计划书的认知程度和认同程度。

### (3)市场营销方面。

市场需求大小应有明确的目标市场和顾客对象;市场增长的潜力及规模;与竞争对手相比,产品的市场竞争优势;营销策略(包括定价、促销、网络建设、服务等)的可行性。

### (4)产品和技术方面。

创业家是否具备开发和生产产品所必需的技术能力,技术人才与研发能力、专利及知识产权是否存在问题,产品的技术优势所决定的附加值大小,生产制造计划与产业配套情况。

### (5)财务和投资报酬方面。

投资对象财务状况,投资对象股东结构,投资对象财务计划的合理程度,资金需求合理程序,投资对象的预期投资报酬率适当程度、资金回收年限、方式与风险大小。

### 评价标准。

#### (1)风险评价指标体系中标的确定。

由于目前国内对风险投资定量评价的资料较少,对高新技术及产业化风险评价标准还没有成文的规定,因此结合经济建设项目指标和商业银行信贷指标风险确定的原则,将风险投资项目的风险指标按区间分5个等级,如下表所示:

风险标准等级

风险程度	高风险	较高风险	一般风险	较低风险	低风险
发生的概率(%)	>70	45~70	30~45	15~30	<15

#### (2)效益评价指标体系中指标标准的确定。

按照人们一般划分标准的习惯,将指标分为极好、较好、一般、较差、很差5个等级,相应的分值定为90以上(A级)、80~90(B级)、70~79(C级)、60~69(D级)、60以下(E级)。

### (三)风险投资的经营与风险控制

#### 1. 风险投资公司的经营机制。

风险投资虽然带有高风险的特征,但在具体的运作过程中,仍然需要通过强化经营来尽量减少或防止风险,除了严格按决策程序和评估标准对风险项目进行筛选外,还必须对风险投资公司本身的经营机制进行规范。

从国外风险投资公司的组织形式来看,最为典型的普遍的企业结构为有限合伙制企业。在这种合伙制机构中,有两类合伙人:一是有限合伙人,他们是风险资本的真正投资人,为风险投资公司提供基本的资本来源。二是普通合伙人,即风险投资家。一般为风险投资公司的管理人员。他们掌握着风险投资的命脉。决定着风险投资的成败。并负责筹集资金,筛选并决定投资对象,参加被投资公司的经营管理,负责将所得利润在合伙人之间进行分配。

一般情况下,有限合伙人投资占风险投资总额的 99%,构成风险投资公司的基本资金来源,而普通合伙人仅占 1%,他们注入的主要是科技知识、管理经验和金融特长。风险投资是一种长期的权益资本,一旦成功,往往会带来十倍甚至百倍的收益。如果失败,有限合伙人损失他们的全部资金;如果成功,收益便在有限合伙人和普通合伙人之间进行分配,其投资结果在有限合伙人和普通合伙人之间的分配经常如下。

投资结果分配

	成 功	失 败
有限合伙人	收益 80%	损失 99%
普通合伙人	收益 20%	损失 1%

在风险投资公司中,普通合伙人与有限合伙人的配合至关重要,风险投资是否成功在很大程度上依靠于这种合作关系。尽管风险投资公司在内部机制中设立了种种措施使普通合伙人与有限合伙人利益结合起来,但两者之间的矛盾仍在所难免。一般采取两种方法解决:第一,固定投资期限,一般 5~10 年。到期后,如需

继续合作,必须经普通合伙人和 2/3 有限合伙人同意,否则就分手。这样以来。普通合伙人要想继续合作,就必须保持自己的投资誉。第二,使普通合伙人的报酬与他们的业绩联系起来,以形成激励和约束机制。如给予一定的股份,允许其在企业成功后增持股份(认股权)等。

另外,在股权性质上也给予明确规定,一般情况是规定有限合伙人拥有可转换的优先股,而普通合伙人所持股份为普通股。这样在企业清算时,有限合伙人可优先清偿,减少投资风险,普通合伙人则可能承担较大风险,以此激励管理层。

而我国《公司法》中没有合伙制企业的明确规定。因此不大可能采用合伙制的风险投资公司。从目前看,只能以有限责任公司的形式组建,这样一来,按“同股同酬”原则,管理层就可能缺乏一定的激励,而投资者又过多地承担风险,这从产权结构上为风险投资埋下了隐患。再者,我国目前还没有优先股的规定,投资者也只能作为普通股持有者承担相应的风险,不利于吸引和保护风险投资者的利益,因此建议采取信托的方式,将国外合伙制企业的做法引入到我国的风险投资公司中来,通过合同形式确定利润分配和风险分摊原则,特别是对高级管理人员应采取“分红+佣金”的报酬制度,以极大地调动其积极性。也可尝试期股方式。

#### 2. 风险企业的设立和运行。

风险企业是风险资本的投资对象,因此其经营好坏直接关系到风险投资的成败。就风险企业本身而言,其设立应采取有限责任制,除风险投资公司占有一定股份外,必须承认企业家或技术发明人的技术价值,即按一定比例对技术进行评估后折股,以激励企业家稳定持久地推动企业的发展。除此之外,还要求风险投资公司在选择企业伙伴时,必须关注企业家的个人素质,以便判断其是否是一位真正合格的企业家。一般而言,真正合格的企业家应具备如下特征:

- (1)对所在行业的市场状况了如指掌。
- (2)对自己的竞争对手知根知底。
- (3)了解本公司的动态财务状况。
- (4)懂得现金流量的重要性。
- (5)对企业具有充分的控制。
- (6)对自己的能力充满自信心。
- (7)制定计划并执行计划。
- (8)承担风险并注重实际。
- (9)重视人才,知人善用。
- (10)努力奋斗,自强不息。
- (11)喜欢自己的事业。
- (12)顽强、坚韧、百折不挠。

除此之外,风险企业的运作还必须在风险投资公司参与的前提下进行,为此,风险投资公司可以通过以下途径对风险企业进行监控,以防止风险的发生:

(1)参加董事会。

风险投资公司的经理人员(风险投资家)是风险企业最有影响力的外部董事,他们拥有的人力资源和在挑选项目过程中获得的信息使他们有能力实施监控。即使在风险投资公司所占股份较少的风险企业里,风险投资公司至少也要拥有一个董事席位,以便有效参与管理,及时获得相应信息。

(2)表决权的分配。

通常情况下,风险企业的表决权不取决于所持股份的多寡。对于重大决策(如股权变动、主要管理人员变动等),风险投资家享有一票否决权。

(3)控制追加投资。

风险投资公司可通过增加或减少追加投资的办法来强化对风险投资企业的控制能力。

#### (4)管理投资。

在完成投资以后,风险投资家不仅要监控企业,而且还向企业提供一系列顾问服务,通过向企业管理层提供帮助,使企业尽快增值。一般是帮助企业管理人员设计收入结构、安排外部融资、制定长期发展战略等。

### 3. 风险投资的风险控制。

风险企业面临的风险:

#### (1)技术风险。

即技术开发方面的各种不确定因素,如技术难度、成果成熟度、与商品化的差距、开发周期与技术寿命期。

#### (2)市场风险。

难以确定的市场需求、上市时机、市场扩张速度、竞争能力、产品替代性。

#### (3)管理风险。

人员素质欠佳、领导判断和决策失误。

#### (4)财务风险。

资金不足,难以周转,支付能力下降。

为降低投资风险,通常采取以下措施:

#### (1)平衡投资、组合投资,以分散风险。

即将风险资金投向不同企业、不同发展阶段或几个风险投资公司联合起来向一个风险企业投资。

#### (2)分类管理、区别对待。

风险企业可大致分为三类:成功、中等、失败。对于成功企业,风险投资者应强化管理,促其尽快成熟,尽早在股票市场上公开上市。对中等一般企业,应保持其稳定发展,鼓励与其他企业合并或协助从银行或其他渠道筹资。对于失败企业。则应尽早提出警告,协助其转移、改变经营方向,或干脆清算破产。

#### (3)开办高新技术信用保险。

保险业务的产生在于进行风险分散或风险转移。自治区各保险公司应大胆涉足高新技术创新及成果转化领域,适时开办高新技术信用保险业务,建立高新技术保险基金,确定高新技术创新及转化的失败率,本着“高风险、高收益”的原则,确定较高的保险费率。其业务范围可以包括高新技术成果或专利技术,在转让前提供保险,从而使转让方增加安全感,受让方在实施过程中出现风险损失时可得到补偿,另一方面还可减少投资者的损失。

保险业务进入高新技术风险投资领域,不仅降低了高新技术创新及转化活动的风险,而且可以增加企业进行高新技术创新和转化的积极性。在这方面,西方发达国家有成功经验,例如美国已有全美保险公司风险投资部。北京市保险公司也开办了技术转让信用保险,极大地促进了北京地区高新技术的转化。在现阶段,自治区保险公司应适时尽快开展这项业务。

#### (四) 风险投资的退出机制与资本市场

##### 1. 风险投资实现高效益的途径。

风险投资公司敢冒险大胆投资,就是为了获得高额回报,风险投资要承诺在一定时间以一定方式结束对风险企业的投资与管理,收回现金或有流动性的证券,给投资人带来丰厚的利润。因此,风险投资家必须构思一个清晰的退出路线,以便安全地撤出,完成整个风险投资计划。很显然,风险投资并非追求每年一次的红利,但为取得高额回报。必须忍耐较长时间无回报的投入期。

据美国因第弗斯公司的调查,1972~1982年,57家风险公司平均需要30个月才能达到第一平衡点即现金流动平衡点,需要75个月才能达到第二平衡点即损益平衡点(收回投资资本)。《风险经济学》曾于80年代中期对433个新创企业进行分析,对风险投资家来讲,从开始投资到退出一般需要3~5年的时间,其投资收益视不同撤出方式有较大差别:

撤出形式	平均周期(年)	平均收益率(%)
公开上市	4.2	610
被大公司兼并	3.7	70
公司自行收购	4.7	110
失败	3.7	-100

另据英国风险资本协会 1997 年研究报告,美国和英国风险投资基金的收益情况如下:

英 国	美 国
1996 年: 42.9%	1996 年: 29.7%
近 5 年平均:25.7%	近 5 年平均:18.4%
近 10 年平均:15.7%	近 10 年平均:15.8%

这些数字表明,风险投资有着两倍于一般证券投资的收益,但风险投资是一个冒险的行业。一般认为,风险投资的收益要通过风险投资组合的整体效益来计算,根据对美国 13 个风险投资基金的分析研究,风险投资收益的 50% 来自于其中 6.8% 的投资,总收益的 75% 来自于 15.7% 的投资,真正赚大钱的买卖还不到 1/4,而这不到 1/4 的投资支持了整个风险投资基金的综合效益。所以,如何减少项目的损失,确保成功项目的收益顺利回收,对风险投资家来说至关重要,这必须依靠风险投资家对退出方案的精密安排。

## 2. 退出的四种方式。

虽然风险投资公司在风险企业中占有一定量的股份,但其投资的目的是不是控股,而是退出。因此,退出政策是风险投资公司规划中至关重要的一部分。

从国外风险投资的经验来看,退出一般有四种方式。

### (1) 公开上市(IPO)。

对于风险投资,IPO 通常是最佳的退出方式。因为,股票公开

发行是发行金融市场对公司生产业绩的一种确认。公司管理层也欢迎 IPO,因为这种方式保持了公司的独立性,同时,IPO 还可获得在证券市场上持续融资的渠道。

但 IPO 也有不尽人意的地方,公司首次公开上市会受《证券法》约束,发起人股东出售股权的行为受到限制,妨碍风险投资公司的及时退出。再者,IPO 的发行费用较昂贵,审批手续也比较复杂。

#### (2) 兼并或收购。

即将风险企业全部股权出售给某大企业,或由某企业收购风险投资公司的股权。这种退出渠道费用低廉,执行过程简单,虽然没有 IPO 售价高,但实现的是现金。收购后,风险投资公司可立即全部撤出,遗留问题较少。

#### (3) 股本赎回或收购。

在这种方式下,风险投资公司将手中的股票全部返还给所投资企业,由管理层收回。如果是普通股,风险投资公司可直接将股票卖给风险企业。如果是优先股,就需要通过强制赎回条款来进行。

#### (4) 破产清算。

当风险投资公司的投资可能部分或全部损失时,投资就失败。为减少损失,应进行破产清算,退出投资企业。

### 3. 资本市场在风险资本退出中的作用。

以何种方式退出,在作出投资决策之前,风险投资家就必须向投资人(出资人)提供具体的退出方案,没有好的退出方案,投资人是不可能把资金投入的。因此,成功的退出就意味着盈利的出现,退出不仅是实现盈利的渠道,而且是惟一的渠道。

但因风险投资是权益资本,无论哪种退出(破产清算除外),其实质都是出让股权,所以风险资本的退出离不开资本市场特别是股票市场。但是一国的股票市场往往都是针对成熟企业设计的,其上市条件比较苛刻,虽然也可以作为一种退出渠道,但却不利于

风险投资的及时退出。根据国外经验,为加速科技的转化,一般采取设立二板股票市场的办法,以满足风险企业的筹资需要和便于股权的及时退出。该市场虽然也需要监控。但上市条件远比正板松,它是利用股票市场对风险的社会分摊机制,将风险企业的高风险转嫁给市场,从而为风险投资提供了良好的出口。

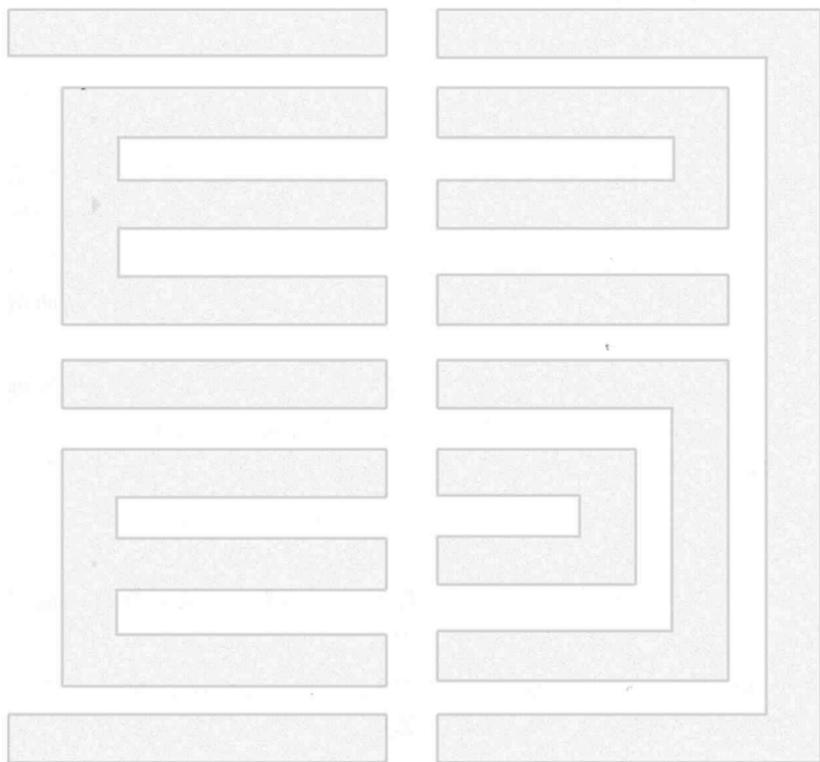
从我国目前情况看,真正建立全国联网的二板股票市场还有待时日,因此,我国风险资本的退出还只能采取兼并或收购的途径,这就需要充分利用现有产权交易市场。目前我国已有25个省市120多家产权交易所,且已基本实现全国联网交易,已基本具备交易条件。但因其于成立之初只是定位于为国有中小企业产权转让、资产重组服务,故在交易对象、入市资格、会员条件和资产评价方面都不适应高技术企业的特点,为此,需对目前的产权交易所进行改造,以适应高技术企业的发展。

此外,如何利用现有的法人股市场(STAQ NETS)以及各地的证券交易中心为风险投资开辟新的来源和退出渠道,也是一个值得研究的问题。上述交易市场本身就是场外交易场所,且券商之间也基本实现电脑联网,如果对这个系统加以改造,极有可能成为中国的二板股票市场。

总之,风险投资与资本市场有着天然的联系,风险投资的高风险特征排除了一般融资(银行贷款等)的可能性,而资本市场又天然具备吸纳风险的能力,虽然政府投资也可为风险投资提供部分资金来源,但却很难解决其退出渠道,只有资本市场可以动员全社会资金量并将其导入风险投资领域。所以说,一个健全、发达、多层次的资本市场是风险投资退出机制的重要组成部分,没有资本市场的存在,风险投资必将受到制约。

就新疆而言,应采取多层次发展的道路。第一,应充分利用新疆本地柜台交易。第二,加入全国产权交易体系和场外交易系统,利用券商的信息和专业优势寻求风险投资。第三,利用香港二板

市场作为风险资本筹措和退出的渠道。就目前来看,首要的任务是建立风险投资公司,尽快孵化和培育高技术企业。



## 新疆建立风险投资制度的微观基础

### ——风险投资公司的设立与运作

风险投资机制及新疆风险投资资源分析

风险投资公司的组建与运作

风险投资公司的项目管理及风险控制



从国外和内地发展风险投资事业的经验看,政府不是风险投资的主角,新疆的风险投资事业也应遵循“政府做主导,企业当主角”的运作原则,风险投资属于社会化的投资活动,因此,风险资金的来源应是多方面的,同时,风险投资又是股权性投资,应遵循企业化、市场化的经营原则,设立风险投资公司运作风险投资,可以避免政府背上包袱,同时,也有利于风险投资运作的独立性、安全性和效率性。

### 一、风险投资机制及新疆风险投资资源分析

#### (一)新疆的风险投资资源

西部大开发战略的实施,使全国的目光聚集西部的开发及未来的崛起,使得新疆具有了更好的条件尽可能充分地使用全国和全疆的科技、人才、资金资源发展新疆的风险投资事业。

经过几十年的开发建设和科技发展,新疆有了相当的科学技术基础。全疆现有 13 所高等院校、科研院所,拥有一支水平较高的科研队伍,每年完成大量的科研成果,像动物乳房生物反应器、动物胚胎移植、电熔爆等技术均为国际、国内先进水平。

新疆经济结构以农牧业和原材料资源性工业为主,整体技术含量不高。但在某些技术上,新疆居国内领先地位,如现代生物技术、基因工程在农牧业中的运用技术。这些技术对改造传统农牧业,加快农业产业化具有重要的意义

目前,新疆国有大中型企业总体比较困难,但有 14 家上市公司,实力雄厚,资金充裕,对涉足高新技术领域有较强的意识。另外,一批有实力的民营企业,对开发科技项目、提升经营结构也有很强的愿望。

只要政府制定优惠扶持政策加以引导,风险投资公司一建立就按规范运作,一定能以良好的社会形象和经济效益吸引社会各方的参与。

风险投资需要大量的人才,包括技术人才、管理人才和投资人

才,风险投资业务开展的好坏,在相当大程度上取决于人员的素质,从事风险投资应具备以下条件:

1. 强烈的事业心,能吃苦,有奉献精神。
2. 法律方面的专门人才。
3. 项目评审方面的专门人才。
4. 企业管理方面的专门人才。

风险投资所需要的人才,一方面可以从现有证券经营机构、银行、非银行金融机构及上市公司中选聘;另一方面可以通过与大专院校、管理咨询公司进行合作,邀请国内的管理领域的专家对公司投资管理人员、管理咨询人员进行培训。

从人才的储备上看,新疆每年来自全国和区内高校的大学毕业生逾数千人,可以说这些都是新疆经济发展的重要资源,风险投资作为新兴的产业,在国内有着广阔的发展前景,必然吸引大批量优秀的人才加盟风险投资行业。

## (二)三种风险投资机制

从目前国内外风险投资的发展来看,主要存在三种机制:政府主导型、混合型和市场主导型。

### 1. 政府主导型机制。

政府主导型机制是由政府作为主要出资人,成立风险投资公司,以国有企业的形式进行经营,从事科技成果转化的投资,以促进高科技的发展,我国早期的风险投资采取这种机制较多。

政府主导型公司存在以下缺点:

第一,政府主导型的机制由于社会各方参与程度低,缺乏一种利益制约机制和社会经济中专业分工合作的机制,造成效率低下和市场机制、法律环境建设的滞后,阻碍了风险投资行业的健康发展。

第二,易受政府主管部门的干预,使经营活动不能建立在科学论证和遵循市场规则的基础上。往往是长官意志决定项目是否投

资。

第三,缺乏发展后劲,表现在经营管理人员缺乏激励,经营者没有长远打算,比较注重眼前利益,与风险投资这种长期投资的属性相悖。

第四,政府拨款建立的公司经营者多是政府官员,缺乏经营管理经验,用政府程式化管理方式应付多变的市场,必然造成效率的低下。

第五,政府出资能力有限,往往是大量依靠贷款。资本结构是高负债型,抗经营风险能力弱。

事实上,从1985年成立的第一家风险投资公司——中国新技术创业投资公司至今已有十多年了,这种政府主导型机制并没有使风险投资在我国发展起来,1998年6月,中国新技术创业投资公司被关闭。但推动我国风险投资发展的初始推动力应来自政府,这是因为只有政府能起到引导的作用,通过政策扶持,才能逐步吸引民间的资本进入风险投资领域。

## 2. 混合型机制。

混合型机制是指由政府协调,社会各方参与,以市场机制运作,共同形成一个分工合作的体系,其中政府不仅充当政策的制定者,也是市场的参与者,提供资金,参与投资。

当前国内一些地区开始的新一轮发展风险投资的热潮多采用这种机制。和80年代由政府主导型机制的风险投资公司组建热潮相比,由于其引入了社会资本,一是规模更大,上海的风险投资基金为6亿元,深圳10亿元,广东3亿元,而且,广东还成立了一个新技术发展基金,到2000年达到4亿元。二是在机制建构上引入了市场机制,按市场规则来运作。

混合型机制的特点:

第一,政府是公司的投资者之一,公司的经营成果归全体股东所有,公司经营者由董事会聘用并有明确的责权利关系,对经营失

败承担责任。

第二,不受政府主管部门干预。一切经营活动依照公司经营战略实施,项目取舍与管理建立在科学论证和规范的制度之上。

第三,企业自我经营,自负盈亏,自我积累,自主发展。给予经营者(包括员工)以充分的激励,特别是使经营者的利益所得与承担风险和责任相对应,收入高低与经营业绩挂钩。

混合型机制是我国目前发展风险投资可以考虑采取的机制。也是美国、英国、日本等国家在风险投资发展初期较多采用的机制。

### 3. 市场主导型机制。

市场主导型机制是目前发达国家所普遍采用的形式,其特征是风险投资的资金来源主要由资本市场提供,在投资人、投资管理人、风险企业之间形成了一种互相依赖、互相制约的市场机制,保证了风险投资业的快速健康发展。政府的职责只是完善市场运行环境,监督市场秩序,利用法律和政策手段进行调控。从世界各国风险投资发展的历程及我国早期风险投资的实践来看,风险投资业的发展不应该也不可能全由政府投资创办的公司来完成,政府的资金也远远不能满足市场上对资金的需要。虽然政府的支持是必不可少的,但风险投资业的主体最终不是政府而是按不同形式如股份制、合伙制组建的风险投资公司。这些公司的股东来自大企业集团、上市公司、金融机构、各类基金、民营企业、富有个人等。

根据新疆的现实情况及风险投资的发展趋势,组建新疆风险投资有限公司宜采取混合型与市场主导型相结合的形式,原因是:其一,新疆各方面对风险投资认识不足,风险投资意识较弱,需要政府大力给以政策扶持甚至少量出资入股风险投资公司,以引导社会资本参与风险投资并为风险投资提供良好的外部条件。其二,考虑到新疆财政的严峻状况,政府不可能也没有必要投巨资搞风险投资,选择市场主导型机制,动员、鼓励、支持社会资本进入风

险领域,对于启动风险投资,迅速发展新疆风险投资事业,加快科技成果转化具有十分重要的意义。

## 二、风险投资公司的组建与运作

在风险投资公司组建与运作中,要重点考虑的是风险资本结构、公司架构、规范运作、控制与激励等问题,也就是使风险投资运行最有效的问题。控制是对公司的经营管理者的监督和制约,减少道德风险和代理人风险;激励是通过物质或精神的奖励,调动员工的积极性,提高工作的效率。

在国外,风险投资机构一般采用有限合伙制,它的优点是用资本的纽带将资金提供者与资金管理者联系起来,以达到充分的控制和激励,使风险投资的运作达到最高的效率。但这种机制要求有一个相对比较完善的资本市场,有一批既精通金融又懂管理的风险投资家,而这是我们目前所不具备的条件。根据《公司法》,我们现在比较好的选择是有限公司形式。

### (一)资金的来源与安排

风险投资的资金以上市公司及民营企业为主。这是目前比较现实的安排,政府财政十分困难,不可能拿出很多钱。政府主要是进行引导和扶持,当然也可以将财政支持科技的一部分资金投入风险投资公司。另外,也可以把一部分科技投资交给风险投资公司,以风险投资的形式使用,既体现财政资金的政策性目的,又提高资金的使用效率。

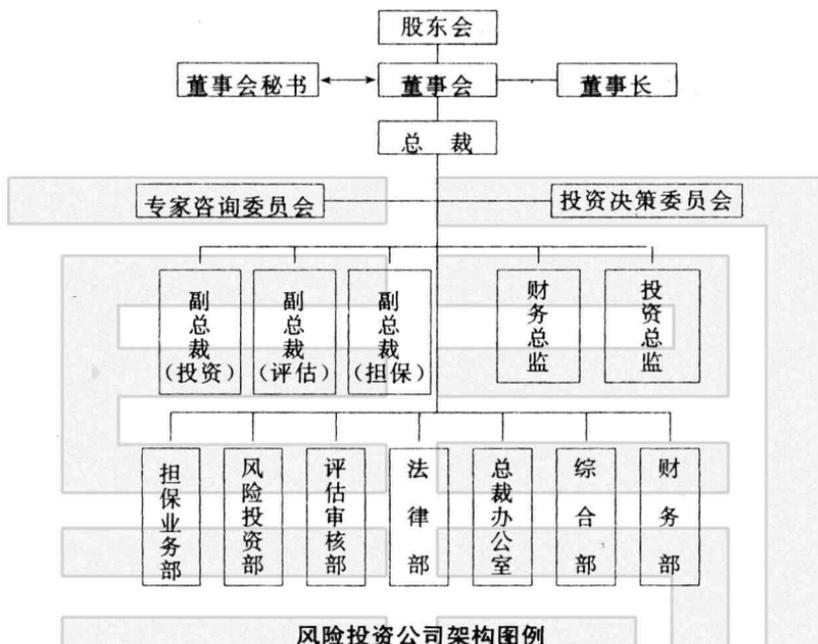
### (二)风险投资公司的组建

风险投资公司可以采取有限责任公司的模式。

#### 1. 公司的权力结构和组织结构。

公司的权力结构和组织结构见下图。它主要包括:

股东会:公司的最高权力机构是股东会,由各出资方组成,负责制定和修改公司章程、决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事会成员、决定董事会成员的报酬、审议公司的投资计划和



年度报告。

**董事会:**董事会是股东会的常设机构,负责监督风险投资公司的运作,享有重大投资业务和重大担保业务的最终决策权并负责高层管理人员的任命、审议公司的年度预算和决算。董事会设秘书1人,负责协助董事长召集股东会和董事会会议及其他日常工作。董事会还可设独立董事,可聘请专家担任。

**董事长:**董事会设董事长1名,作为公司的法定代表人,由董事会选举产生,主要职责是主持股东会和董事会会议、检查董事会决议的实施情况,但不参与公司的管理,也不直接干预公司的业务运作。

**专家咨询委员会:**负责投资项目的经济技术评估咨询。

**投资决策委员会:**投资决策委员会作为董事会的下属机构,负责风险投资的战略规划决策和控制,其职能是制定每年的投资计划、贷款额度,投资组合设计,进行风险管理和控制。

**总经理:**公司的管理采用董事会领导下的总经理负责制,总经理由董事会聘任,原则上是由精通投资业务、金融和企业管理的专家来管理,可在一定范围内招聘或由猎头公司推荐的办法。可设财务总监 1 名,由董事会任命,负责资金筹集、计划和使用。设投资总监 1 名,负责投资决策委员会工作。设副总经理若干名,分别主管风险投资项目评估、风险投资项目监管及贷款担保等业务。

风险投资公司组建方案关键在于既要保证出资人利益,即具有权力制衡的机制,同时又要考虑到机构设置的精简、高效。

### (三)风险投资公司的运作

#### 1. 业务范围。

支持中小型高科技企业发展,加速科技成果转化,主要从事风险投资和对中小科技企业贷款担保的业务,公司应稳健经营、积累风险投资的经验、注意人才的培养、建立与国内外风险投资机构的合作关系。

#### 2. 项目运作与部门分工。

在项目的运作中,坚持“评投分离”和“评保分离”,建立分级审批制度、民主监督制度和项目、岗位负责制度,对项目的评估采取一票否决制,杜绝人为因素对决策的干扰。

风险投资公司可设立项目评审部、风险投资部、担保部、法律事务部、财务部和综合部等。投资部和担保部负责项目的前期调查和筛选,并负责投资后的管理、担保项目的监督;评审部负责对投资部筛选和初评出的项目进行详细的评估,并把评估意见反馈给投资部,如果担保金额在担保部部门负责人审批权限范围之内,该负责人有权根据评审部的意见作出是否承保的决定,如超出其审批权限则上报副总经理或总经理,而所有股权投资的项目都要

经过董事会或投资委员会的批准;法律事务部负责起草各种合同,并负责抵押物变现、转让、折让及诉讼等事宜;财务部负责公司财务及投资担保项目资金管理、财务监督;专家咨询委员会负责对投资项目和重大担保项目向董事会和总经理提出咨询意见。

### 3. 公司的分配模式。

公司的分配采取在董事会批准的公司的日常管理开销和业务支出的费用计划的基础上,每年从公司的盈利中提取确定比例作为奖励金,奖励金作为员工的奖金、福利发放和使用,应制定详尽的激励分配制度。特别是对管理层应探索有效的激励机制。

## 三、风险投资公司的项目管理及风险控制

### (一) 风险投资公司的项目管理

#### 1. 风险投资项目的运作程序与制约机制。

在每个项目的运作中,投资部的人员作为项目经理负责项目的收集、筛选和初评、制定工作计划、投资方案的谈判和制定、进行投资后的监管工作。在评估中,投资部人员的权限在于对申请项目的筛选和初评,对在筛选中不合格的项目具有否定权。

投资部将通过筛选和初评的项目移交评审部进行详细评估。

评审部的评估工作是独立的,评审部根据企业报来的投资计划书等材料和投资部收集的信息,在征求专家意见、收集第一手资料 and 指标评估的基础上写出评估报告。评估报告由评估人、部门经理签字后报送总经理,所有签字的人都对评估结果负责,要保证评审部的评估工作的独立性,评审部应对每一项评估业务撰写工作备忘录,并定期向董事会提交业务报告。

总经理审阅并签字后,开始进入协作谈判阶段。

在谈判阶段,由投资部、评审部和法律部共同组成项目小组与被投资企业进行谈判,制定投资方案,投资部项目经理负责组织和协调。

投资方案完成后,经公司总经理审批签字后报送公司投资决

策委员会或董事会,当董事会和投资委员会批准后,由投资委员会向托管银行发出资金调动的指令,完成投资。

在投资完成后,由投资部和评审部共同负责后期的管理和咨询服务工作,投资部的人员通过参加董事会参与企业的经营管理,而评审部则定期查账、定期评估、提供咨询意见。

风险投资退出的最理想的形式是被投资风险企业的上市,一般情况下投资的退出应根据投资协议中对资金退出的有关规定执行。风险企业也可能会遇到其他非正常情况需要退出,一般有两种情况:投资部提出申请,并提交项目退出申请书或由评审部提出评估研究报告,建议公司退出对某个项目的投资。

完成一项投资的退出后,应由投资部评审部进行投资项目的收益评估,确定该项投资项目的收益或损失情况,并以此确定奖励分配。

制约机制主要体现在项目的运作程序中所贯彻的坚持评保分离、评投分离和分级审批的制度。

## 2. 项目运作的几个阶段。

### (1) 获得项目信息。

投资部负责接收中小企业报送的申请材料,辅导企业编写投资计划书。风险投资公司可通过以下几条途径得到投资项目:①创业者申请;②金融中介结构、律师事务所、会计事务所或其他风险投资公司推荐;③已投资企业介绍;④风险投资公司自行寻找。

### (2) 项目筛选。

在风险投资公司里,项目的选择是风险投资家最为关心的问题,也是衡量风险投资家眼光和素质的最重要的指标,一个投资项目最后的收益很大程度上取决于项目选择的对错。项目的选择过程是风险投资公司业务运作的核心环节之一,包括项目的筛选、评审、详细评估、决策和制定投资方案阶段,可以说只要没有签订投资方案,项目就还处在评估的状态中。风险投资项目评估的淘汰

率很高,在美国,风险投资公司每年得到的投资申请项目通常多达几千个,但最后投资的为数很少,一般只有千分之几个。但在国内,由于高科技企业数量较少,为了加强对高科技企业的扶持力度,可以适当提高投资的比例。

项目运作的第一步是根据企业交来的申请材料和投资计划书进行筛选,筛选的目的是对大量的投资申请进行快速评价,选出值得作进一步评估的申请。评价的标准是形式的审查,即投资计划书的撰写是否符合评估的要求,评估所需要的材料是否齐全,企业所处的行业、企业发展阶段、项目规模、企业的地理位置等内容的筛选一般只按标准进行选择,不作分析,只依靠投资人员的主观判断,而不需要详细地对每个指标都进行量化评价。

项目筛选的原则是:

①投资计划的产业素质:主要考虑产业、市场、技术是否符合公司的投资政策或为风险投资公司所熟悉。

②投资计划的地理区域:为便于参与经营管理与监督,风险投资公司会希望投资项目具备地点的便利性。

③投资计划的事业阶段:基于投资组合的运用,风险投资公司对于不同事业阶段的投资计划有不同的偏好,有些风险投资公司完全排斥种子阶段的投资计划,但也有些风险投资公司特别偏好种子与初建期的投资计划。

④投资计划的金额规模:为分散投资风险,风险投资公司设定了单项投资计划金额的范围,超出范围的投资计划将不被评估考虑。

⑤投资风险与预期报酬:风险投资公司对于风险过高或回收期过长的投资计划要慎重对待;对于预期报酬也有一定的要求,而在筛选阶段对于投资计划风险与预期报酬的判断,主要是依据评估人的主观经验。

⑥形式的审查:即投资计划书的撰写是否符合评估的要求,评

估所需要的资料是否齐全。

### (3) 评估。

评估是对通过了筛选的项目进行的风险和回报的分析与评价,根据评价结果选择具有投资价值的项目。评估的方式包括书面报告、面谈和实地考察三种形式。

评估分两个阶段进行:第一阶段是初评,由风险投资部负责完成,主要是根据经营计划书进行审查与评估,分析评价项目是否具有投资价值;第二阶段则是详细评估,主要是审查和评估项目的风险、投资可能会遇到的困难和障碍以及克服的办法,风险投资公司通过调查搜集有关信息,与申请者的经营计划书进行比较和分析,评价项目好坏。

初评的项目是希望通过既得资料淘汰不适合的投资计划,以免在下一阶段花费更多的资源进行详细评估。在初评中风险投资公司根据需要也可以要求申请企业提供补充材料,或者约见企业高层管理人员或创业者进行面谈,以获得更充分的信息。

通过了初评的项目,风险投资公司对此计划具有投资的兴趣,因此需要进一步详细评估,以确保投资决策无误。在详细评估的阶段,由公司的评审部完成,或者由评审部申请委托外部独立机构对投资计划进行评估。详细评估一般由两到三个评估部人员组成项目组独立完成。

详细评估的程序包括进一步收集与评估指标相关的数据、风险调查和指标评估。

调查对象包括风险企业本身、企业现有投资者、企业顾客、供应商、竞争者、银行、会计师事务所、风险企业的法律顾问、技术专家等等。一般投资计划的预期投资报酬都必须要达到满意程序才可能通过初评。

通过了评估和审批的项目意味着风险投资公司对其具有投资意向,并将进一步就一些具体条款与风险企业进行商谈。评估部

和投资部应根据评估报告,共同拟定投资意向书,其中应包括主要谈判条款、企业需进一步提供的材料、条款清单、下一步的工作程序等,发给申请企业,为投资方案的谈判提供准备。

#### (4)制定投资方案。

对于通过了评估的项目,风险投资公司将开始就投资方案进行谈判,同时进一步考察企业和企业家,并就双方有争议的问题进行磋商,最终确定投资方案并签订投资协议。在谈判过程中要解决的主要有以下有四个方面问题:一是定价与选择投资工具,包括申请方技术开发设想与作为研究成果的股份估算。二是企业未来的人事安排。三是投资者对企业监督管理权限的确定。四是投资者退出权力的行使。双方意向一致后,则签署法律文书和投资协议。

投资方案中应包括投资额、投资价位(即投资在企业中的股份数量或比例)、投资工具的选择以及其他相关的条款,本阶段工作主要由公司的投资部牵头,评审部和法律部共同参与,组成项目组,由投资部经理或主管投资业务的副总经理任项目组组长,主持对投资方案进行设计和谈判。当双方对投资方案和协议基本条款基本达成共识后,由项目组拟定投资方案书,同时写出补充评估报告,就评估报告中提出的需进一步考察的问题说明考察的结果,使公司的高层管理人员进行决策。

#### (5)投资决策和审批。

在项目的投资方案确定后,项目组应将该项目有关文件报送总经理进行项目的投资决策,文件应包括评估报告、补充评估报告、项目投资方案、协议书等文件,由总经理进行审批。在总经理批准之后,还要向董事会或投资委员会提交投资申请,由投资委员会最终批准该项投资。

一个投资项目批准后,由投资部负责项目总体实施,包括公司的重新登记注册、公司文件的修改、资金的注入等。

#### (6) 投资后的监管。

风险投资公司在对企业出资的同时还要为企业提供管理方面的咨询服务,监督和管理企业的经营管理活动,其目的是为了确被投资企业的迅速成长并早日收回投资。

要建立投资后监管的一般性制度。在此基础上,结合每项投资协议条款中对投资者监督管理权限的规定,制定该项目的具体管理办法。管理办法应具体到每一项监管工作,落实到人。

投资后的监管业务,由投资部和评估咨询部合作进行。评估咨询部负责定期对企业进行走访,审查企业经营计划的执行情况,分析企业的财务报表,一方面可以随时掌握企业经营管理的状况,另一方面可以提出经营管理的咨询意见。同时投资部也要对项目进行跟踪,尤其是派往企业董事会的董事要负责企业经营计划的制定、后续融资计划的制定等经营决策。

#### (7) 资金的退出。

风险投资的最后阶段是投资的退出,一般情况下投资的退出应根据投资协议中对资金退出的有关规定执行。但也可能遇到其他情况需要退出,一般有两种情况:当企业已经上市或收到收购兼并要约的情况下,投资部可以提出资金撤出建议,并提交股权出售申请书;当被投资企业经营不善、没有扭转的可能时,企业可由评估咨询部或投资部提出撤出建议,并提交评估报告,建议公司退出对某个项目的投资。股权出售申请书和撤出报告须经公司总经理和董事会的批准方可执行。

#### (8) 投资收益评价。

在每项投资退出后,都要对该项目进行收益评价,由评估部负责完成。其目的是考核每项投资的盈利或亏损水平,并以此为依据,对参与项目的个人和部门给与相应的奖励,并按照盈利的水平,给负责评估和咨询的投资管理公司提取利润分成。

### 3. 风险投资项目评估体系。

风险投资项目评估采取定性分析与定量的指标分析相结合的方法。定性分析是靠投资专家通过收集资料、亲自走访等方式获得对各个评价因素的直观判断。在此基础上,对一些重要评价因素和指标实行量化,通过指标分析的方法进行定量的分析,从而得出判断。

风险投资评估体系的指标覆盖了产品和市场评估、技术评估、财务评估、管理评估和风险评估。通过一套综合评价体系进行评估。这种评估方法可以作为公司初期开展业务的参考性评价方法。

在实际的评估活动中,可以按每次 20 个公司一组进行评估,项目筛选和初评估一般淘汰率为 70%~80%,详细评估淘汰率为 50%,最后制定投资方案阶段保留 2 家企业,根据谈判的情况,选择 1 家或对 2 家都投资。投资的比例一般不应超过申请企业的 5%,但是在企业成立的初期,由于科技企业数量有限,可以适当地放宽比例。

#### (1) 产品和市场的评估。

任何一项技术或产品如果没有广阔的市场做基础,其潜在的增值能力就是有限的,就达不到风险家追求的目标。风险投资通过转让股份而获利的能力也就极为有限,甚至会造成失败。这里所说的市场可能是全新的市场,需要创业者从零开始逐步开拓,使广大用户所接受;也可能是在现有的市场中寻找空隙,以自己产品独特的优势占领市场。风险投资家根据自己的经验和对市场的认识,分析判断风险企业产品的市场前景、市场占有率、市场竞争能力、市场的风险、进入市场难度、产品寿命周期等诸多因素。

#### (2) 技术评估。

技术评估主要是对申请企业的技术先进性和可行性研究,一般技术评估可以在详细评估的同时进行,由公司从专家中聘请技术专家进行评估,由评估咨询部负责协调。

### (3)管理评估。

管理评估是对风险企业的企业家和管理团队进行的评估,其中最重要的是企业家的人品、能力、专业经验方面的评估。

### (4)财务评估。

多数财务评估是对企业财务计划的合理性、未来的投资收益、投资撤出的安排等方面的评估。

### (5)风险评估。

风险评估是在对项目的财务评估、技术评估、管理评估、市场评估的基础上通过广泛调查、收集资料和走访有关人士和机构,评价投资项目的风险。

### (6)综合评估。

从总体上看,目前国内外风险投资评价常用的综合评价方法分为:专家评估法、经济分析法、运筹学和其他数学方法。专家评估法是一种以专家主观判断为基础,通常以分数、指数、序数、评语等作为评估的标准,对评估的对象作出总的评估的方法,常用的方法有:评分法、分等方法、加权评分法及优序法等,这种方法由于比较简单,因而得到了广泛应用,如用于科研生产的评估、科研成果评估、城市环境综合评估、定量考核及企业经济效益的考核等。运筹学和其他科学方法用到的数学知识更多一些,目前用的较多的有数理统计法、数据包络分析法、层次分析法等。

## (二)投资项目方案设计

### 1. 投资方案的主要内容。

#### (1)定价。

定价是确定出资额与股份分配,是指风险投资机构对拟投资风险企业的定价。在定价过程中,主要考虑两方面,一是风险企业未来预计的盈利情况和预期的回报,二是投资的风险。一般早期投资的期望收益率要比后期投资的预期收益率要高,因而通常要求以较低的价格买入较高的股权份额。对于早期投资份额一般应

占20%~40%，后期投资一般占总股份的10%~20%。每一投资项目的投资额不得超过一定界限，但投资额没有下限。

### (2) 选择投资工具。

公司在投资时要保证投资的安全性和收益性，这正是风险投资公司在选择投资工具时所要考虑的。就投资工具而言，有两个极端：一是普通股，其优点是可以充分享受企业成长所带来的投资增值，缺点是偿债权最靠后，风险最高；另一个极端是债权投资，其优点是偿债权靠前，有固定的利息收入，风险相对较小，但不能分享企业成长带来的资本增值。为兼顾投资的安全性和收益性，风险投资公司通常选择两者之间的混合式投资工具，如可转换债权、可转换优先股等。

风险投资公司通常要尽力拥有比普通股级别高的投资方式，即能掌握比创业家所占有的资产债权级别高的资产，这样可以使风险投资公司与他们保持监视投资企业的姿态，并保证一定的当期收益和对企业未来投资的参与。

### (3) 其他投资条款。

在投资契约中，风险投资公司通常还会设置其他一些条款以保护自己的利益。风险投资者保护条款主要包括反稀释条款、雇佣合约、股东协议、控制条款、披露等。

## 2. 投资方案与方案设计。

### (1) 对经营计划进行讨论和修改。

对经营计划的讨论和修改主要包括：投入资金的用途主要用于生产和科研设备的购买和补充流动资金，不得用于创业者个人的套现。投资时间一般不超过3年，特殊情况也不能超过5年。因此要考虑到到期时的退出。根据拟投入的资金量，测算企业未来的生产能力和销售量以及生产成本，进而重新估算企业经营现金流。

### (2) 对被投资企业进行资产评估和价值评估。

委托中介机构对企业进行资产评估,尤其要对企业的新技术和新产品进行无形资产的评估。

无形资产的评估可采用重置成本法或收益现值法,由于中小企业一般固定资产较少,大部分的投入都在研究开发经费上,因此一般应采用收益现值法。

### (3)定价和投资工具的确定。

在公司成立的初期,一般应采用股权和债权相结合的投资方式。定价没有绝对的标准,取决于投资双方谈判的结果。一般可以在评估的企业价值基础上根据项目风险的大小乘以风险系数,得出公司的实际投资价值,然后根据拟投入投资的资金,即可得出每股的价格和所占股。

### (三)投资后的监管

风险投资公司拥有各方面的专家,他们不仅熟悉资本运作和企业的经营管理实践,丰富的投资经历和管理经验也使得他们熟悉企业的成长历程,对于风险企业来说,特别是处于种子期、创业期的企业,企业在技术和产品上有优势,而缺乏把产品推向市场和扩展规模的能力和资源,而这正是风险投资公司的特长。因此,风险投资公司投资风险企业又是一个资源优化配置的过程,从另一个角度看,正是风险投资公司的监督管理和咨询服务创造了价值,为其投资带来增值。

#### 1. 投资后的监管制度。

(1)阅读和检查被投资企业定期交来的财务报告,密切关注企业的财务状况。

(2)参加企业的董事会,参与企业重大决策的制定。

(3)参与企业经营计划的制定。

(4)企业未能完成经营计划时,要求企业作出说明。

(5)定期到企业实地考察。

(6)对企业的重大人事变动予以关注,需要时加以干预。

(7)控制企业的融资行为。

(8)对企业的价值定期作出评估。

## 2. 为被投资企业提供的服务。

(1)提供被投资公司的创业资金。

(2)作为创业家的顾问,提供管理咨询服务与专业人才中介。

(3)协助进行内部管理与策略规划。

(4)帮助企业后续融资,并组成投资集团。

(5)参与董事会,协助重大经营决策。

(6)介绍有潜力的供应商或客户。

(7)提供有关法律与公共关系的咨询。

(8)运用风险投资公司的关系网提供技术信息。

(9)协助企业进行组织重整、兼并,实施联盟或合并策略,并提出建议。

(10)协助企业上市等。

## (四)退出方式

### 1. 退出方式。

(1)公开上市。

风险投资公司扶持被投资企业上市,在股市上售出所持股份,退出投资。公开上市是风险投资价值得到最合理和最充分实现的方式,与其他几种方式相比,其收益率通常也最大,故而是风险投资公司的首选方式。但在通常情况下,各国的主要股票市场的上市条件较严格,小企业在短短的几年时间内发展到符合上市要求相当困难,所以它们一般先选择在上市条件较为宽松的第三板市场上市。第二板市场本身就是各国为解决中小企业股权流通而开设的场外交易市场,如美国的 Nasdaq 系统、加拿大的温哥华交易所等。

(2)被兼并收购。

风险投资公司与创业者共同将企业整体出售给其他企业,风

险投资得以退出。

### (3) 股票回购。

即由被投资企业或投资者将风险投资公司所持有的股票或股权买回。通常,在风险投资的投资协议中有有关股票回购的协议,投资到期时,企业按协议执行回购。

### (4) 股份出售给新的投资者。

即风险投资公司将持有股份转让给新的投资者。

### (5) 破产清算。

当风险企业经营不善,无法完成经营计划,或遇到不可抗拒的意外事件,无法继续经营时,风险投资公司可以申请企业破产清算,按清偿顺序,分得一部分资产。

## 2. 退出方式的选择。

一般在投资时就必须要要求风险企业对未来资本的退出作出承诺,由双方商谈确定退出的时间及方式,一般以企业上市为最佳退出途径,其次选择寻求大公司的收购和兼并。退出时的价值由当时市场决定。

### (五) 风险控制

为降低投资风险,通常采取的风险管理原则有:

第一,在投资方案的设计中尽量规避投资的风险。风险投资公司在交易构造中尽量争取以混合型投资工具进行投资,兼有优先债权和普通股的收益权,并以一系列的保护条款和投资兑现条款来实现对投资企业的监控和对自己利益的保护。

第二,平衡投资、组合投资、分散投资。即在风险投资的运作中,运用投资组合的手段,严格控制每个项目的投资额,一般应控制在风险资本总额的10%以内,使资金投向不同企业、不同发展阶段,当遇到大的投资项目时,可以联合几个风险投资公司联合起来投资。这不仅可降低风险,还能借助风险投资公司在资金、人才、经验上的优势,为企业的发展提供更好的服务。

第三,投资后对企业加强监控。风险投资公司要求风险企业定期提供财务报表,并派人参加董事会,随时掌握企业经营状况,一旦发现企业不能符合要求,立即要求改正,甚至行使投资保护条款,更换经营者或退出投资。

第四,分类管理、区别对待原则。企业可大致分为三种:成功、一般和失败企业。对于成功的企业,企业的管理水平一般比较高,风险投资者只需监督和帮助企业制定合适的发展规划和战略,规范管理制度,降低风险,使它尽早成熟,公开上市而获利退出。对一般企业,应保持其稳定发展,鼓励与其他企业合并,或提供后续融资帮助,协助其从银行或其他渠道筹集资金。对于失败的企业则应及时提出警告,协助其找到问题,重新制定经营目标和战略,或者更换高层管理人员。如果企业确实不行了,则应尽快实行清算破产,以便把损失降到最小。

# 6

## 第六章

### 风险投资的政策支持与建议

财政政策安排  
税收政策安排  
法律法规建设  
培养和完善市场环境



## 一、财政政策安排

### (一)对以往财政政策安排的简单总结

以往我国对高新技术产业的金融支持突出的特征之一是政府作为投资主体,因此政府财政政策的核心是确保政府投资的不断增长。这在国家一系列的法律与行政法规中反复强调,国家用于科技领域的投资额因此而保持逐年增长的态势。尽管政府的投资始终未能满足需求,投资总额占当年财政支出的比例一直处于一个较低的水平(1998年大约为当年国内生产总值的0.7%),但是,这种加速的增长已经使中央政府和地方政府面临着不堪忍受的压力。从政府科技投入的计划执行情况看,要达到科技投入占当年国内生产总值的2%,显然是一个十分艰巨的目标。

财政资金支持一直被作为实现国家科技计划的重要手段,国家各级科技计划由中央与地方政府的直接资本投入与科技专项贷款两种手段进行支持。其中,政府的直接资本占有一个较小的比例,约为科技贷款的1%。政府财政支持的资金来源主要包括为国家各种科技计划配套的专项科技经费和地方财政的三项科技经费及一些地方性科技专项拨款。

我国的财政资金支持先后经历了全部无偿拨款阶段和部分无偿拨款、部分有偿使用两个阶段,有偿经费使用则先后采取免息本金回收、付息财政贷款、银行贷款贴息等方式。无论是有偿或无偿,直接资金投入均未能使政府的财政支持达到引导与放大效应,同时由政府直接投资所带来的许多其他负面效应也更严重影响着政府财政支持的效率,因此,政府正在尝试改变过去的直接资金投入方式。

在现有的财政资金支持方式中,政府资金用于科技贷款的贴息受到普遍的采用。与政府直接进行项目投资和以存定贷的方式比较,贷款贴息方式无疑是一个进步。很显然,利用有限的财政资金以带动商业银行贷款的愿望是良好的,但是,就各地实行贷款贴

息的实际情况来看,贷款贴息方式大约只能起到税收优惠政策的作用,而对于银行贷款的杠杆作用则并未达到期望的效果。问题的症结在于贷款贴息方式根本无法化解商业银行的贷款风险。

政府财政支持通常与各级科技计划保持高度的一致,这表现在政府资金的支持对象被严格限于各级政府科技计划的项目中。但是受到资助的项目只占全部科技计划项目的一个较小的比例,大多数科技计划项目以及许多没有列入科技计划的项目被置于政府财政支持之外。其中,民营科技企业与高校和科研院所比较而言得到的政府财政支持的可能性甚微。因此,实际上政府财政支持的覆盖面十分狭小,存在着大量的真空地带。

政府财政资金支持直接被落实到各种计划的项目之中,这些受资助的科技项目分布于从基础研究到大规模产业化的各个阶段。1988年开始执行的“火炬计划”是第一个专门涉及科技成果产业化阶段的科技计划,从“火炬计划”起,政府的资金开始由中式以前的阶段向产业化阶段转移。而在此之前,政府资金支持的重点通常放在科学技术的基础研究阶段,至于高科技成果的产业化则在长时期内被忽视。

政府的资金支持采取向科技项目直接注资的方式,无论是无偿还是有偿使用,均可能由于大量的政府寻租行为而导致支持的效率低下。另一方面,政府拨款的科研经费存在严重浪费的现象,应用领域内能够转化成商品、形成产业的很少,投资回报率很低,这与拨款、评估和奖励的机制有关。科技经费由无偿划拨方式向有偿使用方式的变化,对于提高政府资金的使用效率没有产生实质性的结果,由于政府资金使用方式的变化没有伴随着一个合适的投入机制与资金管理机制,导致其资金使用效率没有多大程度的改善。

过去政府财政政策的核心是确保政府直接投资的增长。这种项目投资实质上体现为一种政府资助和财政贷款,而并不具备风

险投资的特征。

《中华人民共和国科技成果转化法》对政府加大科技投入作了强制性的规定,各地方也相应地在地方性法规中对财政科技投入进行了规定。因此,近几年的财政科技支持力度的加大可以认为是一系列科技政策与法规颁布与出台的结果。

各国政府对风险资本的支持通常以两种方式实现。一是直接供应风险资本。包括政府直接对风险资本管理公司和中小高新技术企业进行权益性投资(如比利时的弗兰德投资公司),或提供长期低息贷款。1982年,芬兰政府提出加大对科技开发投入的战略,为此1983年成立政府技术开发中心,承担起对高技术风险企业产品以风险基金形式给予扶持的职能。芬兰政府对高新技术企业的支持很少依靠特殊的税收优惠政策与行政管理,而是依靠以政府风险投资基金为核心的激励机制与相应的服务。在欧盟,建立了欧洲种子基金制度,此项制度是一项具有示范意义的计划,根据该计划,将选择一些投资机构向其提供占营业成本费用50%的无息贷款,目的在于鼓励金融部门对新建中小企业投资。二是政府出资组建贷款担保公司与风险投资担保基金,为中小企业的银行贷款提供担保和为风险资本的投资损失提供担保。如法国的中小企业融资担保公司和芬兰的担保委员会。

我国自80年代中期开始进行政府风险投资的尝试。与外国相比,我国的风险投资是不成功的,我国的风险投资包括由政府出资的各种创业基金与信托投资公司,其失败的原因除了投资战略与战术方面的原因之外,其体制构造、股权设置等应是重要的原因。另外,这些由政府组建的风险投资机构都在回避风险。同时,作为投资者对风险企业提供的增值服务也十分有限。

一份统计资料表明,在目前高新技术企业的投资来源中,政府投资与国家银行贷款约占70%。这些都表明政府是风险投资的主要或惟一的投资主体,这是不符合建立现代企业制度的要求的,

同时也愈来愈受到财政财力的约束与限制。

新的财政政策将弱化政府的直接投资功能,政策的出发点将是为社会化风险资本的进入创造条件。为达到这个目标可以有四种政策安排:

- (1)由政府出资组建科技贷款信用担保体系。
- (2)由政府出资组建风险投资损失补偿体系。
- (3)由政府出资参与组建风险投资种子基金。
- (4)由政府出资组建技术转移资助基金。

上述四种财政政策安排将以不同的方式、从不同的方面作用于不同的主体,体现出政府对高科技产业的扶持。这四种政策安排各有其不同的作用与功能,因此也将产生不同的效果。在我们的计划设计中,政府的财政政策与过去的做法比较将有许多新的差异,主要表现在:

(1)政府直接的资金支持可能被间接支持所替代,以风险投资担保为核心的间接方式受到重视,这意味着政府的财政支持将更加富有效率和发挥更大的杠杆作用。

(2)政府的直接资金支持也将彻底改变现有科技经费的传统运作机制,以政府风险投资种子基金为直接资金支持的主要形式将使政府资金的导向作用得到充分的发挥,同时也将促使政府从直接投资者的角色中逐步淡出。

(3)政府财政支持将不再局限于对高科技企业的支持,而是将风险投资者摆上一个重要的位置。设立担保基金是为了鼓励商业银行向高科技企业进行贷款支持,而设立风险投资补偿基金则体现出政府对社会风险资本的一种鼓励和扶持的政策。

(4)将政府财政支持计划与风险资本计划、信贷支持计划结合起来将使政府的有限资金发挥出更大的作用,这种作用将是作为一项孤立的政府直接项目资助所无法比拟的。

(5)我们之所以特别提到需要建立一个技术转移资助基金,是

因为过去政府在帮助技术转移与扩散方面并未引起足够的重视。

## (二) 财政政策设计

政策安排一,政府风险投资种子基金。

由自治区人民政府利用三项经费拨出专款组建风险投资基金,作为种子基金专门投资于实验室阶段的项目与初创阶段的项目。

在新的财政政策安排中,政府直接投资作用的淡化并不意味着政府完全从投资领域中退出,关键是政府资金的投入机制的转变。事实上,在我们的风险资本市场体系中,政府作为风险投资机构尤其是种子基金的出资人之一的意义是十分重大的。国外的成功经验表明,政府向企业注入种子基金的同时构造新企业的公司制框架是吸引社会资金的关键,对一些具有良好市场前景的项目,政府可以通过少量投资进行先期启动。而由于国家投资的参与,可以增加投资者的安全感,并吸引大量的民间资本跟进投资。因此,有必要将一部分政府资金直接转化为真正意义上的风险资本。

政策安排二,政府风险投资担保体系。

以现有科技的三项经费的绝大部分为基础,由政府联合商业银行发起设立政府风险投资担保基金。建立一个以乌鲁木齐担保基金为核心,各地州县市担保基金为辅助的风险投资担保体系。

利用财政资金组建高新技术企业贷款担保基金是一种世界各国通行的政府财政支持方式。在过去的几十年间,由于我国倾向于政府主导投资和专项科技贷款支持,而科技贷款的信贷风险被政策性地由国有银行所承担,因此,建立一种政府信用担保机制显得既没有必要也缺乏实施的动力。近几年来,随着国有商业银行信贷政策的改变,商业银行将信贷风险的防范置于首要的位置,这使得商业银行在科技贷款执行过程中与政府之间的矛盾日益尖锐起来,与此同时,政府财政资金的使用效率问题也使传统的政府财政支持方式受到挑战。于是,政府通过建立贷款担保体系以支

持高新技术的发展便显得重要起来。

事实上,我国的商业银行在 90 年代初对中小企业的担保活动就已经出现。1994 年,上海城市信用社开办了中小企业信用担保基金贷款业务,该项基金由各区政府财政拨款和企业共同出资成立。1997 年,中国民生银行上海分行参与成立了虹口区非公有制发展基金,主要为中小企业借款提供担保服务,其中政府出资占基金总额的大部分。1999 年,镇江市中小企业担保中心正式运行。根据国家经贸委中小企业司统计,截至 1999 年 2 月,全国已经有 12 个省市开展了中小企业信用担保业务,已成立信用担保机构 20 个,到位资金 15 亿元,可为中小企业解决 60~100 亿元的银行贷款。

在这方面深圳高新技术投资担保公司的实践可给我们以一定的借鉴作用。

该公司成立于 1994 年,由深圳市投资管理公司、深圳市科技局、深圳市经发局、深圳市计划局共同出资设立。公司注册资金 1 亿元人民币,四方出资比例分别为 6:2:2:1,深圳市投资管理公司分管投资的副总裁出任公司董事长。公司性质为政策性公司,业务经营遵循市场化操作的原则。服务对象主要为深圳市确定重点发展的信息产业、生物工程和新材料三大领域内的中小高新科技企业。业务范围包括三个方面:贷款担保(主营业务)、项目投资和信息咨询。截至 1998 年,担保总额达 12 亿元,为深圳市新增产值 48 亿元,利税 78 亿元。

贷款担保的成功运作依赖于一套切实可行的全过程风险防范机制。具体包括:建立项目的三级评审制度,贯彻项目分审(AB 角)原则。该公司逐步建立起分层次项目决策体制,贯彻额度控制原则;建立分散风险的机制,贯彻抵押担保和总量控制的原则;建立项目后期管理的体制,贯彻与商业银行共同监管的原则;建立风险准备金体制,贯彻风险补偿的原则。

深圳高新技术投资担保公司在贷款担保工作中遇到的问题有：(1)法律法规不健全。《担保法》虽已颁布，但是实施细则尚未出台，担保人的权利和权益得不到保证。(2)目前，一些中介机构包括会计审计事务所出具的虚假报表严重影响了担保业务的顺利开展。(3)商业银行拟定的担保合同条款苛刻。工作中感到与国有商业银行的协商较之与其他商业银行(如招商银行、光大银行、民生银行)困难重重。(4)作为专业担保公司承担的风险太大而分散化解风险的手段较少。(5)上述原因致使贷款人、担保人和借款人之间的矛盾较深，相互的抵触情绪很大，进一步妨碍了担保业务的开展。

其他的情况在中国经济技术投资担保公司也发生过。

中国经济技术投资担保公司从目前来看做的项目绝大多数都是支持企业技术改造，或是高新技术产业化的项目。在当前的经济环境下，担保公司担保品种单一、贷款风险极大是主要问题。在很难搞清企业的实际资产负债情况、偿债能力信誉度的情况下导致银行贷款的逾期率达到30%~40%，而高逾期率就意味着高代偿率。另外有许多外部原因也使贷款还本付息的变数增大。

尽管担保都有抵押或反担保，但抵押品的有效性和可变现性存在很大问题。信用反担保也形同虚设，几乎没有一个反担保机构能在担保公司代偿后，替被担保人履行归还贷款的责任。

专业担保公司缺乏控制风险的有效经济手段，担保机构与金融机构之间缺乏共识和共同分担风险的机制。在承担贷款风险时的做法不符合国际准则的规范，即使按现有的法律规定，担保也是主合同的从属性合同，银行作为贷款方即第一次债权人是负有第一负责的，可实际上没有按照法律的框架办。

在海外，从事担保业务的机构有盈利性、政策性、纯商业性的三种类型。各类担保机构因其性质不同，各有其资金支持体系。在中国现有条件和政策法律环境中，对于专业担保公司来说，政策

性担保和商业性担保都少不了。

如北京高新技术企业担保风险金注册资金 1 亿元。合作五方为：北京市新技术产业开发试验区管理委员会、中国经济技术投资担保有限公司(中投保)、北京经济技术担保有限公司、北京首都创业集团和北京市商业银行。其运作为五方联合审查项目，由中投保向商业银行出具贷款额 50% 的担保，其风险则分别由管委会、中投保和首创集团分别按 90%、3%、7% 的比例承担，商业银行自担贷款风险的 50%。

就担保公司而言，由于其担保费率在 1.4% ~ 3.5% 之间，与其承担的风险比较也存在不对称的情况，因此，担保公司更强调风险回避，对每一个项目指定严格的反担保措施以锁定风险，另外，担保公司并不是从项目的研发阶段升入，而是在项目的商品化之后。

让我们来看一下美国的小企业担保贷款制度。

美国小企业担保贷款计划主要包括：小企业担保贷款计划、微型贷款计划、注册开发公司贷款计划、小企业投资公司计划。各类计划的用途不同的，其在管理上既有共性也有区别。小企业担保贷款计划的贷款主要由各类金融机构提供，小企业管理局(SBA)只负责对贷款机构的部分贷款进行担保，其余部分由贷款机构自己承担风险。贷款机构自主确定是否贷款和是否申请政府担保。小企业管理局根据金融机构的小企业贷款经验和业绩采取不同的审批程序，贷款机构被分为三类：首选贷款机构、注册贷款机构和普通贷款机构。

通常小企业管理局直接向申请担保贷款的贷款机构收取担保费用，而多数贷款机构则转向贷款企业收取担保费用。

小企业贷款担保计划不仅考虑了小企业的资金应用多样化，而且考虑了参与计划的金融机构的经营特点，各类计划各有其支持重点，管理办法各有不同。

政府通过建立贷款担保体系显然可以达到带动银行贷款的目的。但是从各地的初步经验来看,要达到这个目的首先需要解决以下的问题:(1)应当建立一个什么样的担保体系?是完全政府主导性担保体系,还是政府参与性担保体系?(2)政府信用担保机构的体制问题,即该机构应是企业体制还是政府的职能部门?(3)该机构应当是盈利性、政策性还是纯商业性的?(4)担保机构与商业银行之间如何建立一种风险共担的机制?(5)担保机构如何实现有效的内部风险控制?

我们对上述问题的看法是:(1)政府信用担保机构在初始阶段不可避免地要从事一些政策性的担保,这意味着该机构在现阶段要成为纯商业性的机构是不现实的。可能的解决办法是将该机构定性为纯商业机构,但同时将其承担的政策性担保业务分离出来,政府利用财政补贴的方式满足其盈利要求和承担担保损失风险。另外的解决办法是同时成立两种类型的担保机构,一种是政策性担保机构,一种是纯商业性机构。两种类型的担保公司在担保体系中充当不同的角色,按照不同的方式进行运作。(2)政策性担保机构将不以盈利为目标,其担保费率也执行较低的标准,但是其担保的对象将有十分严格的条件限制。而纯商业性担保机构则从事完全市场化的担保业务。(3)尽管现行的《担保法》对商业银行分担贷款风险造成障碍,但北京高新技术企业担保风险金的经验表明,政府担保机构与商业银行完全可以合理分担贷款风险。目前商业银行与担保公司之间存在着较大的分歧与矛盾的原因在于双方运作的机制与准则不具有相同的基础,一个市场化的担保公司与一个计划性的商业银行之间将不可能有一个满意的合作,因此,问题的解决将有赖于商业银行的经营机制的变化。

对政府贷款担保体系进行科学的设计是该体系成败的关键。设计的主要内容应包括:

(1)关于政府信用担保体系的框架。

有专家提出政府信用担保体系的设计为两级政府担保的框架,即设立地方性政府担保机构和中央政府担保机构,这是从防范风险和担保能力方面来着眼的。我们认为,当前我国形成政府信用担保体系的关键是首先要解决政策性担保与商业性担保的问题,同时正确界定政府在担保体系的形成与运行过程中的作用。从这个角度出发,我们建议政府信用担保体系应该由政策性担保公司和纯商业性担保公司组成。

#### (2)关于政府信用贷款担保机构的发起人选择。

国家经贸委已颁布了《关于建立中小企业信用担保体系的指导意见》。根据该指导意见,信用担保基金的形式可以多种多样,可以由各级政府财政拨款和银行、企业共同出资设立,以会员制的形式为中小企业贷款提供担保;也可广泛吸纳、募集社会对中小企业的扶助资金,并由专业公司操作,专为具有成长性、盈利性的中小企业提供信用担保。我们认为,政策性的担保公司与纯商业性担保公司应当采取不同的方式设立,其发起人有不同的选择标准。政策性担保公司应由政府独家设立为国有独资公司,也可以由科委、财政局、经贸委和计委等政府部门联合出资设立。而对纯商业性担保公司,政府则只宜参股而不宜控股,政府参股的目的在于推动担保体系的形成和为担保公司的运作提供政策指引。

#### (3)关于担保机构的风险控制机制。

深圳高新技术投资担保公司的三级项目评审制度和项目投资决策 AB 角制度值得借鉴。而对担保项目制定严格的反担保措施以及对担保总额与实收资本的比例控制则是风险控制机制的有效措施。

#### (4)关于对担保抵押的处理。

由于反担保通常是以担保对象的固定资产为抵押物,这导致担保抵押物的处理存在变现的问题。目前使用企业股权进行质押是一个可行的反担保方法,另外可以探索利用企业的科技成果和

专利权等无形资产作为担保的方式。

(5)关于担保费率的水平。

就目前已有的政府主导型的担保公司来看,其担保费率相对较低,通常在1%~3%,中投保的担保费率为1.4%~3.5%,深圳高新投的担保费率为1%~2%,武汉亮新技术企业投资担保公司的担保费率为1.2%~1.6%。作为政策性担保公司设计较低的担保费率主要是基于政策扶持的考虑,但是对于一个纯商业性的担保机构而言,一个与其承担的风险相匹配的相对较高的担保费率是必然的,同时担保机构可以根据其担保项目的风险级别分别实行不同的担保费率。

(6)关于担保对象的选择条件。

应当使政策性担保机构与纯商业性担保机构在担保对象上有不同的侧重点。政策性担保公司将限于为产业化阶段以前的项目提供贷款担保,并与政府种子基金配套运作,而纯商业性担保公司则为产业化阶段项目提供担保,并与风险投资公司配套运作。

(7)关于担保体系中的银行选择。

涉及到银行的有两个问题。一是商业银行如何成为政府的担保银行。政府担保体系对商业银行应实行有差别的担保政策,国有商业银行、股份制合作银行(如招商银行和民生银行)和城市商业银行可以纳入政府担保体系的首选贷款机构。二是商业银行是否应当成为担保公司的发起人。关于商业银行参与组建担保公司,我们认为在理论上可行,实践上也有可做的基础。工商银行上海分行在上海市中小企业融资担保体系的组建中曾进行过尝试。

特别要提到的是,信用担保的对象应当涵盖到风险投资公司,而不仅仅是风险企业,这将有利于推动以民间投资为主体而不是以官方为投资主体的风险投资业的发展。在进行担保体系的设计时应将政策性担保的对象扩展到风险投资机构,并为此专门制定一个类似于美国注册开发公司贷款计划的方案。

政策安排三,利用财政资金建立政府风险投资补偿计划。

为扶持风险投资业的发展,一些国家除制定专门针对风险投资机构的税收优惠政策外,利用政府财政资金对风险投资机构给予直接的政府补贴也是一个有效的政策安排。政府利用财政资金对风险投资机构的投资损失予以补贴,其目的在于减少这些机构的投资风险,提高风险投资机构的盈利能力,这项投资风险转移政策对风险投资机构起到积极的刺激作用。如:

(1)欧盟高技术风险投资计划。

该项计划目的在于促进欧洲私人金融机构对泛欧中小企业高技术项目的风险投资。通过这项计划,欧盟对高技术的资助将达到总投入的 1/25。

(2)美国《小企业投资法》为小企业投资公司的建立提供了一个法律框架,由小企业管理局批准成立小企业投资公司。

为鼓励小企业投资公司,政府规定,该公司的发起人每投入 1 美元可以从政府得到 4 美元的低息贷款,以及享受特定的税收优惠。由于政府的鼓励,1958 年法案实施后的头 5 年就建立了 629 家中小型企业投资公司,这些公司管理着 4.64 亿美元的私人资本。

我国过去主要是通过一些税收和财政政策来鼓励国有企业进行技术投资,包括合作开发与技术购买,对企业的科技开发投入而导致的亏损允许抵减其他盈利项目的所得税。这些政策在一定程度上刺激了企业进行技术性投资的增长,但是由于这些政策不是专门针对风险投资机构而设计的,因此所起的作用也十分有限。

政策设计要点:政府风险投资补偿计划的核心是为社会资金介入高科技成果转化的前期阶段提供支持。通常在这个阶段,税收优惠政策对种子期的投资所起的作用十分有限,无法抵减风险投资者对这个阶段的投资所承担的巨大风险。因此需要借助于直接的政府财政资助。

政府风险投资补偿计划需要在地方财政支出中拨出一笔专门的资金来设立风险投资补偿基金。这项资金可以从每年的科技三项经费中划出或争取地方财政增设此项专款。

风险投资补偿基金的设立与管理需要对该基金进行有效的设计。其设计的主要内容应包括：

(1)项目审核制度。

为保证该基金能够有效地发挥刺激社会风险投资的作用,并防止此项资金的滥用,应当设立专门的机构对此基金进行管理,并建立严格的审核与审批程序。

(2)投资损失补偿对象。

所有风险投资公司都作为政府提供投资补偿的对象,不应该对私人性质的风险投资公司存在政策歧视。

(3)政府投资损失补偿必须针对投资项目而非针对风险投资企业。

(4)接受政府投资损失补偿的项目应该以中试放大阶段的项目为限。

政府风险投资补偿计划应重点支持中试放大试验阶段的投资。这不仅因为中试放大试验直接关系到科研成果的商品化与产业化,而且因为中试是我国科技成果商品化的一个薄弱环节。过去政府试图通过直接提供资金的方式来完成中试,但是政府资金只能覆盖到很小一部分的中试项目,绝大部分的科技成果无法完成中试放大试验。问题的解决应是社会风险资本引入中试阶段。政府对待中试的政策取向应该是逐步减少对中试项目的直接拨款,取政府风险投资种子基金与社会风险投资结合的策略,并在出资建立中试基地的同时,为风险投资者进行中试放大试验提供一定的风险补偿。对于产业化阶段的项目,原则上不宜提供政府投资损失补偿。

(5)政府投资损失补偿的项目实行区别对待的政策。

凡是投资于政府科技计划的重点项目应当获得政府投资损失补偿的优先权。对于一般性的科技项目投资,可以按照项目是否属于当地重点产业领域和支柱产业或优先扶持产业领域而进行区别对待。

(6)按投资项目的重要性进行区别对待的政策可以通过投资损失补偿的比例来体现。

例如,对科技计划重点项目的风险投资失败的损失,政府可以按实际投资损失的一个较高的比例(如 50%)进行补偿。而对于一般的科技项目的损失,补偿比例可确定为实际投资损失额的 10%。

政策安排四,利用财政资金实施一项促进技术转移的政府资助计划。

此项计划旨在帮助推动高新技术由科研单位向社会扩散,使科技成果能够迅速与社会资本结合,从而实现科技成果的产业化。政府技术转移资金资助计划将推动新的财政政策目标的实现。由于社会化风险资本的进入在相当程度上决定于技术信息的传播效率和技术交易市场的效率,因此,政府需要运用各种手段来帮助风险投资者更便利和更安全地获得投资项目,同时使科技成果拥有者和风险企业寻找到合适的合作伙伴。为了促使技术的扩散和风险资本的进入,一些国家除了通过法律的设置和制定税收优惠政策来达到目的外,建立一项财政资助计划来直接为技术转移提供支持也具有积极的意义。

我国在促进技术转移方面的政策鼓励最早体现在《中华人民共和国合同法》的有关条款中。扶持政策包括对技术合同从信贷、税收和奖励等方面给以优惠,并实行相应的技术合同登记制度,税务机关根据技术合同登记证明经审核给予减免税收的优惠。在《中华人民共和国促进科技成果转化法》中也有专门的为技术转移提供优惠政策的条款,包括针对成果出让方的“技术转让收

人的所得税减免”条款,针对成果购买方的“企业用于科技成果购买、中试及商品化的高科技成果转化活动的费用计入成本”条款;针对职务成果完成者的奖励条款。在最新颁布的《关于促进科技成果转化的若干规定》中进一步强化了对职务成果完成者和成果主要发明人的奖励。

但是从各地技术交易的情况来看并不乐观,上述的一些鼓励技术转移的优惠政策所起的作用十分有限。当前对技术转移的障碍主要表现在:(1)对科技项目的投资方的政策刺激力度不够,优惠政策体现于财务上的特别处理,如技术开发费用的摊销与折旧方面,这些政策未能有效地吸引风险投资者的投资兴趣。(2)为技术交易提供的综合型服务功能未能配套运作,尤其是缺乏一个对科技项目进行综合性评估的权威机构。(3)技术转移缺乏合适的交易中介人。(4)对职务成果发明人的刺激力度不断加大,刺激的方式也由简单的现金奖励扩展到股份奖励。但这项奖励政策由于成果发明人与技术交易的脱离而影响到政策实施的效率,并且由于其他原因,对于职务成果发明人的奖励也常常无法顺利落实。在《技术合同法》中曾规定对进行技术合同登记的技术项目提供税收、信贷和奖励等扶持政策,但实际情况是除了税收方面的优惠政策得到较好的落实之外,其他方面执行的效果并不如意,问题可能在于这些扶持性的政策未能在各个执行机构中间获得协调。

### 政策设计框架:

政府技术转移资助计划首先需要对各种法律法规中的有关扶持政策进行细化与补充,重新制定一项专门促进技术成果转移的若干政策规定。作为政府技术转移资助计划的重要组成部分,该项政策规定将按照风险投资者、技术成果出让者分别制定优惠政策,对过去的一些条款予以调整与补充。

政府技术转移资助计划将针对风险投资者的财政刺激作为重点之一,促进技术扩散的一种有效的办法是推行技术经纪人制度。

推动美国风险投资业走向繁荣的是有限合伙公司的产生,有限合伙公司实质上就是一种风险投资中介机构,在有限合伙公司中,管理合伙人充当了风险资本供给者与风险资本需求者的桥梁。就我国的国情而言,建立类似有限合伙公司这样的中介机构的条件尚不具备,但是可以尝试其他的方法。我国很早就在技术经纪人制度建设方面进行过尝试,但因为多方面的原因,这种尝试大多数并不成功。政府可以在技术转移资助计划中安排专项资金实施技术经纪人培训计划,并设立专门的技术经纪人管理机构,同时设立一项奖励基金,用于对技术经纪人的成绩进行奖励。

政府为促进技术交易提供的综合性服务在目前的阶段应是非市场化的,这主要是考虑到中国的技术市场还远未形成,势必要政府创造一个宽松的环境。但这同时意味着政府应当加大技术市场建设的资金支持。

政府技术转移资助计划的另一重点是建立一个权威性的技术评估机构和技术信息中心。当前影响技术扩散的关键问题之一是缺乏一个具有权威性的项目评估机构,这导致投资者对技术项目的不信任倾向。在风险投资发达的国家,由一个权威的委员会专门负责对技术项目进行评级,其内容包括:科技领域、管理领域和商业领域,共有 40 多条评估标准,这个权威的评估机构事实上充当了投资风险项目与投资基金的桥梁。因此,政府可以通过技术转移资助计划设立专项资金建立这样一个技术评估体系,包括建立一个功能全面的能够进行综合性评估的项目评估机构。

很显然,完全采取由政府拨款方式建立和以政府作为社会服务的主体是缺乏效率的,因此,可行的方法是在市场的建立中采取不完全的市场行为,即在现有的事业化编制、企业化运作的基础上,使现有的技术交易所既能为社会提供低廉的服务,同时又具有相应的动力机制,这种动力机制可以通过一项专门的技术交易资助基金来实现。

## 二、税收政策安排

1. 我国的税收优惠政策基本上是针对高新技术企业而设计的,并将政策受惠的对象限于高新技术开发区。这样一种税收政策安排对于许多企业而言其作用极其有限,尽管税收优惠的确使许多企业得到了好处。问题却并不在于我们的税收政策优惠的程度究竟有多大,而在于这种政策设计能为这些企业解决什么根本性的问题。

我国对高新技术产业的税收扶持政策集中体现在《中华人民共和国科学技术进步法》、《中华人民共和国科学技术成果转化法》和1999年颁布的《关于进一步促进科学技术成果转化的若干规定》。另外在一些关于高新技术开发区的政策规定中也制定了一些专门针对开发区内高新技术企业的税收优惠政策。

1991年3月,国家税务局颁布了《国家高新技术产业开发区税收政策的规定》,制定了若干税收优惠政策,主要涉及企业所得税的减免。其中包括在我国53个国家级高新技术开发区内的高新技术企业,按减15%的税率征收,新办企业自投产年度起免征两年所得税以及技术转让与技术咨询方面的所得税与营业税减免政策。在增值税方面的优惠政策仅有一项,即对直接用于科研实验的进口仪器、设备免征增值税。另外,一些特殊的财务政策涉及费用分摊、设备折旧等方面,旨在支持企业的技术进步。

现行的税收政策的主要实施对象为高新技术企业,涉及到高新技术企业的设立、投资、技术引进及研究开发的各阶段,一般企业的技术改造也有相应的政策鼓励。另外,科技成果的转化、技术交易也受到税收优惠政策的鼓励。税收优惠政策在1999年以前仅适用于高新技术开发区的高新技术企业,政策惠及面相对狭小。

现行的税收优惠政策的突出问题在于鼓励风险投资的政策安排不够。在《中华人民共和国合同法》中有一些关于国有企业技术开发费计入成本的优惠政策。但是还没有一项具体的税收优

惠政策措施来扶持风险投资者的投资行为。这与国际上通用的税收优惠政策安排有较大的差异。

另外的问题表现在,现行的税收优惠政策较多地在所得税税率上做文章,而对其他的税种尤其是增值税几乎没有相应的优惠考虑,这显然与高新技术企业所具有的非盈利期较长、风险较大的特点不相适应。

2.对风险投资者提供税收刺激是各国共同的政策取向,帮助风险投资者降低风险是政府税收政策的核心。我国必须填补在这个方面的空白。在进一步发挥对高新技术企业的支持作用的同时,应当将税收政策的重点转移到风险投资者方面上来。在税收政策上有以下几个案例可以参考:

(1)美国。

美国风险投资活动起源于40年代后,1969年美国资本收益税的最高税率由29%提高到49%,给以小企业投资公司(SBIC)为主体的风险投资造成较大的打击,风险资本总额急剧缩减。直到1979年美国税法的改革,风险投资才重新迅速发展起来。1978年,美国国会通过了将资本所得税的最高税率从49.5%降到28%,同时,实行鼓励性股票期权法,规定实行股票期权时不予纳税。

(2)台湾。

1985年,台湾对80年代颁布的《促进产业升级条例》进行了增订,明确规定了对风险投资的税收优惠政策,其主要内容包括:法人机构从事风险投资时,其投资收益的80%可免所得税;个人或法人机构投资于风险投资时,其投资金额的20%可抵减当年所得税,当年不足以抵减时,可在以后5年内抵减。

(3)新加坡。

新加坡政府规定,风险投资最初5~10年完全免税,从1984年开始,凡向政府批准的高新技术项目投资的本国公司,可以从其

公司收入中免缴相当于项目亏损金额的 50% 的所得税。

由政府作为投资主体向以社会化风险资本为主的变化过程中,税收政策应当适应并促进这种变化。国外成功的案例表明,政府税收政策的变化极大地左右着风险资本市场的兴衰。当我们开始试图购建一个以社会资本为主的风险资本市场体系时,政府的税收政策应当为吸引社会风险资本的进入提供支持。

事实上,针对高新技术企业所设计的税收政策所起的作用是极为有限的,而一个针对风险投资者的税收优惠政策对高新技术企业的发展所起的作用则要大得多。一项合适的税收刺激政策必须是针对高新技术企业的特点进行设计的,高新技术企业的主要特点是产品开发的危险远比产品经营风险大得多,这意味着以减免企业所得税为主的税收刺激政策对解决企业产品开发风险问题无能为力。而针对风险投资者的税收刺激政策设计则完全不同。

新的税收刺激政策的核心是分散风险投资者的投资风险,尤其是产品开发的危险。由于风险投资者对高新技术项目的投资是一种高风险的投资,其出现投资失败和损失的可能性比一般的企业要大得多。

政府税收刺激政策可以从两个方面支持风险投资活动,一是给高新技术领域的风险投资以税收优惠,二是允许转移税务亏损。也就是说,对高新技术产业的投资如果亏损,政府应允许减免该企业其他盈利项目的所得税以补偿投资损失。

3. 我国的税收刺激政策有了一些新的进展,北京市、上海市、深圳市和武汉市率先出台了一些更具力度的地方性税收政策。其中返还增值税举措具有重大的创新意义。

1999 年颁布的《关于进一步促进科学技术成果转化的规定》将税收优惠政策支持对象由开发区内扩展到开发区外的所有高新技术企业,标志着我国对高新技术产业的扶持进入一个新的阶段。不过在具体的税收政策上并没有显著的变化。

与国家税收政策比较而言,一些地方性的税收扶持政策有了许多新的内容。突出的变化是各地方政府主动地把增值税地方分成部分的一定比率返还给高新技术企业,这改变了我们过去完全依赖于单一的所得税税种的局面,并且使税收优惠政策更加符合高新技术企业的特点。自1988年以来,北京市相继出台了一系列政策以促进首都高新技术产业的发展。在北京市《关于促进高新技术企业发展的意见》和《关于进一步促进高新技术产业发展的若干政策》中增加的税收优惠政策规定开发区以外的市属高新技术企业比照开发区内的税收优惠政策执行。

1998年2月,深圳市政府颁布《关于进一步扶持高新技术产业发展的若干规定》,对新认定的高新技术企业所得税实行“两年免征,八年减半”的优惠政策。对现有的高新技术企业在原有所得税优惠政策基础上,又增加了两年减半征收所得税的优惠。对高新技术项目和产品的增值税地方分成部分按50%的比例返还企业。

上海市是迄今为止在税收优惠方面力度最大的地区。1998年6月,上海市政府发布了《上海市促进高新技术成果转化的若干规定》,其中第五条规定:“经认定的高新技术成果转化项目,从第一次销售之日起三年内,营业税、所得税和增值税的地方收入部分,视情况由财政列收列支返还。其中,90%返还企业,10%纳入高新技术成果转化风险资金集中使用。项目的转让收益,其企业所得税地方收入部分由财政列收列支返还企业。”

武汉市1999年5月出台的《关于进一步扶持高新技术产业发展的若干规定》对武汉市高新技术产业税收优惠政策进行了新的规定。其中涉及高新技术企业的税收优惠政策条款达10条之多,优惠政策税收工具包括所得税、增值税、印花税、房产税。税收优惠的对象包括高新技术企业、一般企业的技术改造项目、改制的科研院所、技术交易机构以及技术成果完成人。新的税收政策安排

在许多方面有了新的进展,其中对于计算机软件产业增加了专门的增值税优惠政策安排。在《规定》第三条与第九条中分别有如下的政策措施:“经有关部门认定,对我市首家生产的高新技术产品、技术创新产品、专利技术产品和列入市级计划以上的中间试验产品,自产品销售之日起三年内新增增值税的地方分成部分,由财政部门按 50% 的比例返还给企业。”“经市科技主管部门鉴定,属于我市注册企业自行开发并达到国内先进水平、具有重大推广价值的计算机软件,年销售额达到 1 000 万元以上的,三年内由财政部门对该产品新增增值税的地方分成部分按 80% 的比例返还给企业。”武汉市税收政策另外一个明显的进步体现在将优惠政策的受惠对象由高新区的高新技术企业扩大到全市所有经认定的高新技术企业。

### 4. 关于税收政策的若干建议。

第一,尽快作出有关鼓励与保护高新技术企业投资者的政策安排。政府应当将税收优惠政策的核心放在分散风险投资的投资风险上面。没有风险资本的大量进入,高新技术企业即使享受到最优惠的税收政策也不可能获得快速的发展。因此,需要调整政策扶持的方向,将社会闲散资金引导到高新技术产业中来。

第二,为帮助构筑新疆风险投资体系,并与该体系的形成过程相配合,我们所设计的税收优惠政策针对不同的投资主体而有所区别。按照我们的风险资本设计,风险资本主体是机构投资者,包括以证券公司为核心的非银行金融机构、以上市公司为核心的大中型企业。因此,首先需制定一个针对风险投资主体的税收优惠政策与财政刺激政策。作为一种政策引导,鼓励这些风险资本拥有者进行风险投资,而这些机构投资者的成功表现对社会风险资本具有极强的示范作用。

第三,应将以往的税收优惠政策制定的盈利假设转变为亏损假设,换言之,税收政策的支持应当考虑风险投资所具有的风险

不确定性的特点。这意味着的对风险投资机构和风险企业的税收政策手段应从单纯的所得税扩展到其他的税种,尤其是应当加大增值税的政策优惠力度。另一方面,一项帮助风险投资者减少损失的税收政策可能比一项让风险投资者多赚钱的税收政策更具有吸引力,因此,税收上的优惠政策应帮助转移税务亏损。也就是说,对高新技术产业的投资如果亏损,政府应允许减免该企业其他盈利项目的所得税以补偿投资损失。

第四,将税收优惠政策受惠对象扩大到民间风险投资机构,包括法人机构投资者与私人投资者。为鼓励社会资金以各种形式向高新技术产业投资,应当避免在税收优惠政策安排上出现对私人风险投资者的政策歧视。

第五,对产学研一体化项目的投资方(包括上市公司及大型企业)的风险投资作出优先的优惠政策安排。这项优惠政策安排旨在推动大型国企尤其是上市公司利用各种形式对高校、科研院所的科研项目进行风险投资。这项优惠政策可以考虑作出如下安排:

- (1)减免投资收益所得税。
- (2)投资损失抵减投资企业所得税。

第六,在风险资本的退出方面给予税收优惠政策支持。允许购并高新技术企业的购并支出相应抵减所得税征税额,投资于高新技术企业所获得的股权收益可以适当降低税率或减免出让股权收益所得税。同时在税赋上考虑到风险投资活动失败率高和投资时期长的特点,建议增设特种财产转移税取代营业税,只有当财产发生转移时才对之征税。在税制上鼓励风险投资公司将投资收益进行再投资,同时提高风险投资公司提起的风险准备金比率。

### 三、法律法规建设

#### (一)简单回顾

1985年3月13日《中共中央关于科学技术体制的决定》颁布

后,我国开始构建高新技术产业的法律框架。涉及科学技术领域金融支持方面的法律体系是以《中华人民共和国科学技术进步法》、《中华人民共和国促进科技成果转化法》、《关于促进科技成果转化的若干规定》、《中华人民共和国专利法》和《中华人民共和国合同法》为核心的,包括有关高新技术开发区的行政法规、商业银行科技贷款的行政法规、政府科技经费的行政法规以及关于科技奖励的行政法规。

在我国第一部科技大法《中华人民共和国科学技术进步法》中,首次以法律的形式强调了科技金融的重要性,将政府投入和银行信贷作为两种主要的支持方式在法律上予以明确。其中规定:(1)国家财政用于科学技术的经费的增长幅度,高于国家财政经常性收入的增长幅度。(2)国家金融机构应当在信贷方面支持科学技术成果商品化。事实上,强调商业银行对科技进步的支持早在1984年就开始以各种行政法规予以规定。1984年中国工商银行率先发布《关于科技开发和新产品试制开发贷款的暂行规定》,随后在1985年,由中国工商银行、国家经委、中国人民银行、财政部联合发出《关于发放技术开发贷款的通知》,对技术开发贷款的使用范围、使用重点及贷款的程序与管理等进行了明确。1990年4月21日,由国家科委与中国工商银行联合制定的《科技开发贷款项目管理办法》正式出台,标志着商业银行科技贷款的政策框架基本形成。

在强调政府与银行作为高科技领域的金融支持主体的同时,吸引社会资本和培育社会投资主体也开始受到重视,并从国家高新技术开发区着手试点。1991年由国家科委颁发的《国家高新技术开发区若干政策的暂行规定》中首次提到风险投资公司,并在同年由国家科委与国家体改委联合颁布的《关于深化高新技术产业开发区改革,推进高新技术产业发展的决定》中指出:建立多渠道多形式的融资体系,建立和健全社会化融资体系,利用社会资金和

政府匹配的资金,同时吸引外资投入,建立高新技术产业化的风险投资基金。

在1992年由国家科委和国家体委联合发布的《关于大力发展民营科技型企业若干问题的决定》中,对民营科技企业的金融支持明确为自筹为主、其他来源为辅的融资格局,《决定》指出:民营科技型企业实行“自筹资金、自愿组合、自主经营、自负盈亏”的企业运行机制。同时指出,要积极探索科技与金融相结合的改革试验,为民营科技企业的成果转化和产业发展广辟资金来源,从优支持其中间试验、工业性实验基地建设。

1996年,中国第一个专门针对高新技术商品化和产业化的《中华人民共和国促进科技成果转化法》颁布。在《保障措施》一章中有专门的条款涉及金融支持方面。其中有两点具有重要意义:第一,重视保险机构在其中的作用。第二十四条规定:“鼓励从事成果转化活动的单位和个人参加科技成果转化保险,鼓励保险机构为科技成果转化提供保险服务。”第二,明确了风险投资公司的设立方式。第二十五条规定:“采取财政投入、金融支持、社会融资相结合的方式,建立科技风险投资公司、科技担保机构,支持高新技术成果的转化。”1999年4月21日,由科技部、财政部、中国人民银行、工商总局等七部委联合发布《关于促进科技成果转化的若干规定》,再次强调可以在有条件的地方设立科技成果转化基金、风险投资基金和贷款担保基金,虽然该《若干规定》没有在操作性方面取得进展,但是由于首次提出对符合条件的高新技术企业在落实国家股票发行计划时给予重点支持,因而是一项具有实质性影响的金融支持政策。1999年8月20日,党中央、国务院发布了《关于加强技术创新发展高科技实现产业化的决定》,其中明确指出:“要培育有利于高新技术产业发展的资本市场,逐步建立风险投资机制,发展风险投资公司和风险投资基金,建立风险投资撤出机制,加大对成长中的高新技术企业的支持力度。”这澄清了社会

对风险投资制度的认识,第一次明确了党中央和国务院对发展风险投资的坚决态度,为各地建立风险投资制度提供了政策依据。

### (二)我国高新技术产业法律化建设的进程中的问题

第一,从法律演变的历史来考察,我国对高新技术产业金融支持方面的法律建设有了一个初步的框架,尤其是《中华人民共和国促进科技成果转化法》的颁布为金融支持主体实现由政府 and 国有银行为主向社会资金为主的转变提供了基本的法律依据。

第二,商业银行作为高科技领域的投资主体历来都受到政府的高度重视,作为投资主体之一获得相当高的法律地位,并通过许多行政法规予以强化。但遗憾的是,商业银行的贷款担保问题一直没有纳入到法律体系中来,直到1999年颁布《关于促进科技成果转化的若干规定》才提出以贷款担保基金方式为高新技术企业提供融资帮助。1999年6月,《关于建立中小企业信用担保体系的指导意见》颁布,比较明确地提出建立信用担保公司和信用担保基金的原则和方式。

第三,政府在科技领域金融支持方面的作用在现行法律中占有重要的位置。政府科技投入的不断增长被作为法律的一种强制性行为,政府科技投入的应用也通过一些有关的行政法规和科技三项经费的管理条例等予以规范。不过政府科技投入的机制问题始终没有解决,也缺乏一个界定政府投入合理性与有效性的法律框架,这导致政府资金投入的浪费与低效率。

第四,鼓励性政策侧重于对成果研制阶段的奖励而忽视对成果转化阶段的鼓励,这直接影响到科技成果的商品化和产业化。

第五,民营科技企业的运行机制(自筹资金、自愿组合、自主经营、自负盈亏)的法律定位在一个特定的历史条件下,对推动企业的发展具有重要的意义,但不可否认的是,这种以自筹资金为主的融资机制无法满足企业发展过程中各个阶段的资金需求。

第六,虽然在一些法律和行政法规中提出过利用社会资金支

持高新技术产业,但是对于社会资金的投资主体地位从来就没有明确的法律界定,在《转化法》中提出的社会资金参与风险投资公司的组建是一个进步,但这远远不够。社会资金对高新技术产业的投资缺乏法律和制度上可操作性的规定。

第七,完善金融支持的法律应当首先着眼于风险投资主体的转换,在为社会风险投资主体建立一个法律框架的同时,重新确立政府作为风险投资人的法律地位,并将贷款担保方面的法律完善起来以消除银行信用支持的障碍。

### (三) 风险投资的法律框架

#### 1. 美国的风险投资法律体系。

美国的风险投资经历了一个由私人风险资本为主(30~70年代)和以机构风险资本为主(80~90年代)这样两个阶段。

美国的风险资本在初始的阶段表现为一种私人的风险投资行为,并且这种私人的风险投资受到《小企业投资法》的保护和鼓励。而在后期的机构风险投资阶段,相继出台的法案以及对过去法案的修正直接导致了这个阶段风险投资的迅速增长。这些法案及修正案包括1979年的《公务员退休收入保障方案》的修改、1980年的安全港条款的修改、1980年的《小企业投资鼓励法》以及对1940年颁布的《投资顾问法》的有关条款重新解释。从1940年的《投资公司法》和《投资顾问法》到1958年的《小企业投资法》,再到1980年的《小企业投资鼓励法》,美国的风险投资机构经历了限制性交易规则到允许建立小企业投资公司,再到私人权益资本合伙公司法律地位的重新界定。通过相应法律支持和保护,美国的风险投资机构相应经历了私人性质的小企业投资公司和有限合伙公司两个阶段。

90年代,美国对《小企业投资法》和其他一些法律又进行了修订,其内容主要包括:取消对风险投资机构的一些投资限制;取消对公募基金管理人业绩报酬的限制;对风险投资公司的所得税从

49.5%减至基本20%；政府对风险投资公司的支持不再采取提供低息贷款的方式，而是采取直接投资的方式。

### 2. 我国风险投资的法律空白与法律障碍。

我国关于风险投资的立法早在1985年就已经着手，只是十几年来风险投资在法律上的建设依然只是停留在一个概念的阶段，始终缺乏可具体操作的法律细则。1985年，《中共中央关于科学技术体制改革的决定》中曾经明确指出：“对于变化迅速、风险较大的高新技术工作，可以设立风险投资给予支持。”同年9月成立了我国第一家风险投资公司即中国新技术创业投资公司。随后在全国相继成立了一批由政府出资的风险投资公司与科技信托投资公司。1991年3月6日，国务院在《国家高新技术产业开发区若干政策的暂行规定》第六条中指出：“有关部门可以在高新技术开发区建立风险投资基金，用于风险较大的高新技术产业开发。条件成熟的高新技术开发区可创办风险投资公司。”该规定的出台对我国高新技术开发区的风险投资，尤其是对开发区内的创业中心以“孵化基金”形式进行的风险投资产生了极大的推动作用。较近的关于风险投资的法律条款出现在1996年颁布的《中华人民共和国促进科技成果转化法》中，其在风险投资法律建设的进展主要体现在首次提出将风险资本的来源由政府与银行扩展到社会资金。1998年3月，民建中央一号提案后，风险投资问题受到全社会关注。1999年8月20日党中央、国务院发布了《关于加强技术创新发展高科技实现产业化的决定》，明确肯定了建立风险投资机制的做法。

但我国关于科技领域金融支持的法律体系始终缺乏关于风险投资具体操作的条款，可能有两个方面的原因。一是科学技术的发展过于倾向于基础研究，而科技成果的产业化被相对忽视。二是对科技领域的投资基本上被界定为政府的行为。我国第一部科技大法《中华人民共和国科学技术进步法》中将政府的投资主体地

位给予了法律确认,同时对以国有商业银行为主的金融机构的作用也予以重视,这反映出在进行科技立法时忽视社会资本作用的基本倾向。

缺乏一个系统的关于风险投资的法律体系和将风险投资视为政府的事情这样一种立法的基础,导致我国风险投资业的畸形发育。其表现之一是从事风险投资的官办企业无一例外地大大偏离其设计目标。表现之二是在排斥社会资金的同时使信贷资金担起风险投资的重任,导致商业银行经常处于两难境地。

我国风险投资还不仅仅是法律残缺的问题,更为严峻的现实是有许多其他相关的法律从各个方面对风险投资形成法律障碍和制约。比如:

(1)中国人民银行对以私募形式设立风险投资基金的限制。

在国外以私募形式设立风险投资基金的做法是比较普遍的,而在我国可能被定性为“乱集资”。但以股份有限公司或有限责任公司形式设立风险投资机构却具有较大的法律回旋余地,因此目前我国一些地区已经成立的风险投资公司,如北京的高科技风险投资公司和深圳的风险投资公司均采取这种组织形式。

(2)《中华人民共和国公司法》对以公司形式设立风险投资公司的约束。

《公司法》第二十三条、第三十五条关于有限责任公司的股东不能自由转让出资的条款对风险投资的退出形成障碍;第一百四十七条关于发起人持有股份有限公司的股份,自公司成立之日起三年内不得转让之条款对风险投资公司的投资退出形成障碍;第一百四十九条关于公司不得收购本公司的股票的规定,对风险投资公司采取管理层收购方式退出构成障碍。

(3)《中华人民共和国证券法》对风险资本的法人股性质未做区分,有可能对风险投资公司退出形成障碍。

我国证券市场中的法人股流通是一个历史遗留问题。对于高

科技股票来说,如果法人股不能流通,证券市场培育高科技产业的第二个重要功能,即为风险资本提供出口的功能就无法实现。风险资本的顺利流动是保持其生命力的前提,而顺利流动的决定因素是其退出渠道。风险资本投资于高风险的科技企业,目的是在退出后获得资本增值,如果法人股不能流通,风险资本的增值不能实现,资本经营者变成产品经营者,现代意义上的风险资本产业是不可能发展起来的,解决的办法恐怕要靠二板市场的建立。

(4)中国证监会对以公募形式设立风险投资基金的法律限制。

目前公募基金仅限于证券投资基金,其审批权限在中国证监会。而产业投资基金(包括风险投资基金)采取公募的形式设立的规定还没有出台,审批机关更未确定,这使得以公募方式设立风险投资基金的做法遇到障碍。

### 3. 政策建议。

(1)尽快填补关于风险投资的法律空白,修改现行可能对风险投资造成障碍的有关法律和行政法规。

第一,制定一部关于风险投资的专门法律,其基本法律框架至少应包括三个方面的立法,明确社会投资主体的法律地位,制定对社会资金向高新技术领域投资的鼓励性政策法规,建立风险投资者(包括政府投资和社会投资)的权益保障法律。

第二,修订《中华人民共和国科学技术进步法》和《中华人民共和国促进科技成果转化法》,增加有关风险投资的内容,赋予风险投资者法律地位,在对政府和商业银行作为科技投资主体的作用进行重新解释的同时,以法律的形式将社会风险资本拥有者确立为主要的投资主体,并形成关于社会风险投资主体的权益保护与政策鼓励的法律条款。

第三,对科技领域的两个基本大法中关于政府和商业银行在科技领域的金融支持方面的法律地位进行重新解释。对政府的金融支持方式与运作机制进行重新设计,重点对政府参与风险投资

的作用予以界定。对商业银行的信用支持手段与方式重新设计,淡化信用资金的风险投资性质。

第四,尽快修订和完善其他相关的法律规范。包括《公司法》、《证券法》和非银行金融机构管理的一些规定,消除这些法律法规中对风险投资可能造成的限制性后果。譬如制定专门的行政法规以规范风险投资机构的设立与审批程序、资金来源、内部组织结构设置、企业运营机制等。

我们注意到,风险投资的立法问题已经引起国家高度的重视,全国人大副委员长成思危已经表示,全国人大已将风险投资立法列入了五年立法计划,国家有关部门的相应管理办法也在制定过程中。同时有关部门也正在加紧制定《产业投资基金试点管理办法》,风险投资基金的管理也将列入其中。这些都表明我国风险投资法律的空白在不久的将来将被填补。

(2)在既定的法律框架下通过制定地方性行政法规来推动新疆的风险投资。

新疆已于1999年5月31日颁布了《新疆维吾尔自治区实施〈中华人民共和国促进科技成果转化法〉办法》,其中第十八条规定:“自治区各级财政用于科学技术、固定资产投资和技术改造的经费,应当安排不低于2%的比例用于科技成果转化,主要用于科技成果转化的引导资金、贴息贷款、补助资金和风险投资与其他促进科技成果转化的资金用途。”而对于风险投资的可操作性规定却根本没有涉及。这说明新疆有关风险投资的政策环境比内地还要落后,急需制定地方性法规来推动新疆的风险投资事业。

在目前现行的法律体系中,还没有关于风险投资机构以基金方式设立的法律框架,因此在相应的法律与行政法规出台以前,以基金方式成立风险投资机构具有较大的法律障碍。但是以《公司法》为依据,以有限责任公司或股份有限公司的形式设立风险投资公司却并不存在绕不开的障碍。内地许多省区都是根据《公司法》

设立了风险投资机构。

就新疆而言,可以通过制定一些行政法规来推动风险投资的发展,这些行政法规主要包括:

①制定新疆鼓励社会资金投资高新技术产业的若干政策。

这些政策至少应当包括两个方面的内容:一是风险投资主体地位的确立。在现有国家法律的框架下,明确社会资金可以进行风险投资的形式,包括为风险投资公司提供政策保障。二是针对风险投资机构的优惠政策和风险投资者的权益保障。

第一,明确社会资金投资高新技术产业的方式。可以组建专门投资于高新技术项目的有限责任公司、股份有限公司。鼓励出资人与技术成果发明人组成有限公司。鼓励风险资本所有者与高校、科研院所共同设立专项风险投资基金。

第二,社会资金投资高新技术产业的优惠政策。给予风险投资公司以高科技企业的认证并享受相应的优惠待遇。以行政法规的形式确定一项针对非政府机构进行风险投资的鼓励措施。

第三,社会资金与政府资金、信贷资金的配套政策。凡由民间投资机构投资的高科技项目将得到相应的政府资金的资助和由政府担保的信用贷款。

第四,政府对社会资金进行风险投资实行政策保护,保障风险投资双方的合法权益不受侵犯,以弥补现有《技术合同法》的不足。

②制定《新疆风险投资管理办法》。

该管理办法应将风险投资机构与风险投资项目纳入到一个统一的管理框架之中。

第一,实行风险投资公司归口管理。可由自治区科委设立专门的机构对风险投资公司进行统一的管理。归口管理应当作为新疆风险资本市场建设的重要一环,通过归口管理规范风险投资机构的行为,提高风险资本市场的运作效率和引导风险资本与风险项目的合理配比。

第二,实行风险投资机构注册制度。为规范和引导风险投资,同时落实针对风险投资机构的优惠政策,需要对风险投资机构实行专门的注册登记制度。风险投资机构包括政府风险投资种子基金与各种类型的风险投资公司,除按法定程序进行工商登记外,还必须由科委的专门机构进行登记注册。另外各种专项风险投资基金也应进行注册登记制。凡未进行这种登记的风险投资机构不仅不能获得政府的有关优惠政策,而且应视为一种违法行为。

第三,实行风险投资项目分类管理制度。根据风险投资项目所处的不同阶段制定小试阶段项目管理、中试阶段项目管理、小规模试生产阶段项目管理和大规模产业化阶段项目管理。这种按项目阶段管理办法的目的在于将所有风险投资项目纳入到一个统一的风险资本体系中去,并使项目管理办法适应各个阶段项目的特点,以帮助解决各阶段不同性质的问题。与此同时,项目分类管理制度将帮助各阶段的项目顺利地向下一阶段推进。

#### 四、培养和完善市场环境

良好的市场环境是风险投资顺畅进入和完满退出的重要条件。在新疆这样一个经济比较落后的地区,创建良好的风险投资市场需要政府的大力支持。建立完整的市场体系、营造良好的风险投资环境绝不只是成立几家风险投资公司便完事,风险投资公司只是整个风险投资市场中的一个部分。在新疆,培育能够使风险投资形成和实现扩张的市场环境,首先须创建发达完整的技术市场。

完善和竞争的技术市场是高新技术由开发走向应用、扩散的纽带和桥梁,政府应采取改革措施,积极推进技术市场的发育,促进科技资源的流动,使技术提供者迅速为市场推出先进的技术商品;使企业成为采用高新技术成果的需求主体,相互之间对高新技术的占有、扩散形成竞争。同时,从技术交易、中介、评估、仲裁等配套服务方面促进技术市场的发育。

从风险投资的运作来看,产权市场上产权的迅速流动和转让是风险投资运作的重要基础,风险投资者投资收益的回报,如与所投资公司分享利润,占有所投资公司的股份以及获得该公司某项许可证的转让权与使用权,这些都要以产权能够流动为前提。因此,加快培育和完善的产权市场是改善新疆风险投资宏观环境的重要一环。新疆在这方面很薄弱,建议由财政、国资、科委、经贸委部门共同建立产权交易市场,对自治区范围内的产权交易进行集中规范的管理和服务。

作为风险投资市场环境的另一个重要组成部分是在新疆培育风险企业,形成健康的投资接受主体。应建立能保证风险投资者对风险企业参与管理和进行监督的管理体制,以保证风险投资的有效使用,使风险投资的管理者能够得到最大程度的激励。另外,要鼓励企业以多种方式向高新技术投资,倡导企业间相互参股和兼并,使企业真正成为风险投资的主体,创造风险投资的内部支撑环境。

要加强风险投资市场服务体系的建设,建立信息、咨询、法律、会计等完善的服务支撑体系,为风险投资和高新技术转化提供项目评估、市场预测、信息咨询、会计审计、专利调查以及法律咨询等全方位服务。发达的科技、经济、法律服务是促进高风险投资成功的重要保证。



# 7

## 第七章

### 经验与教训

北京瀛海威信息通信有限公司  
中国新技术创业投资公司  
美国国际数据集团公司中国投资  
计划  
亚信公司  
北京四通利方信息技术有限公司  
前导软件公司  
爱特信电子技术公司(北京)有限  
公司  
金蝶公司



### 一、北京瀛海威信息通信有限公司

北京瀛海威信息通信有限公司(简称瀛海威)成立于1995年5月。创办人张树新在从美国考察回来后,认为因特网(internet)必将成为中国未来通信的主流。故一开始就将瀛海威公司定位于网络服务商(ISP),专事因特网信息服务。1996年因资金短缺,公司决定增资扩股,中兴发集团投资近1亿元成为控股股东。随后就开拓出北京、广州、深圳、上海等八大城市网站,拥有6万多用户和“瀛海威时空”网络品牌,令业内刮目相看。

1997年全国大网开通,本是公司发展的大好机遇,但因再次陷入资金短缺状态,运作困难,后虽追加银行贷款和中兴发集团单独增加贷款,瀛海威实际盈利只有963万元,远低于当时向董事会提交的投入产出目标(收入应为1.1亿元,最低为9000万元),仍需追加资金。此时,中兴发集团已不堪重负,认为瀛海威经营方向有问题,应及时调整转型,而以总裁张树新为首的经营班子仍坚持以网络服务为经营战略,双方发生意见分歧。1998年5月,公司管理层重组,张树新离开了她一手创办的瀛海威,5个月后,15位高层职员集体辞职,瀛海威公司出现危机。

从上述过程来看,投资方(中兴发集团)与创业方(张树新等)合作失败,最终归因于两点:一是对因特网事业的风险估计不足,双方都将其视为一般投资项目。因特网作为信息传播媒介虽然具备了巨大的市场潜力,但在中国仍只是刚刚起步,由于管理体制、网络基础设施建设、人们对网络认识的滞后以及计算机普及较低等因素的影响,因特网事业是典型的高风险产业。因此,作为ISP的收入短期内不可能激增,市场仍需要培育,而无论是中兴发集团还是张树新等人都对其回报寄予了过高的希望。二是投融资机制选择错误,对风险投资缺乏认识。面对高风险的网络服务,双方都采取了控股和贷款融资方式,而忽略了风险事业需要持续融资。做为控股股东的中兴发集团过分看重营业收入和红利,对投资的

退出机制未有战略性考虑。而经营方也因不熟悉风险事业的运作模式,因过分出让股权而丧失了对瀛海威的控制(张树新本人也坦承1996年引资时的股权结构有问题)。

总之,瀛海威事件的本质是双方投资理念的差异,事前缺乏沟通,造成日后认识分歧。从操作层面上看,是投融资机制与风险事业的错位,以追求安全和短期回报的投融资方式去经营高风险和回收期长的风险事业,失败是必然的。但令人欣慰的是,合作双方虽已分道扬镳,痛定思痛后又殊途同归,都选择了风险投资进行合作。

张树新于1998年10~11月间与几家国际风险投资公司合作在香港注册成立了元通国际投资管理公司(Retel),仍以网络服务为主业,拟按控股公司的思路,做中国因特网项目的投资管理,由张树新等人负责国内因特网项目的筛选和管理,几家国际风险资本介入经营,计划3年左右控制2亿美元的项目。张树新本人还是国家经贸工程的总顾问、中国电子商务工作委员会秘书长。

中兴发集团在完成了对瀛海威的改组后,也在积极为引进风险资本做准备。采取“债转股”的方式,使瀛海威的资产负债率由87%降到了52%。同时,提出将“虚拟社区”网上服务作为瀛海威主业,并兼做网络供应商(ICP),以此吸引风险投资,在国内策略伙伴的参与下,实现自身的价值转化和再创造。

## 二、中国新技术创业投资公司

中国新技术创业投资公司(简称中创公司)成立于1986年1月,直属国家科委,是我国第一家从事风险投资的专业公司。1983年底,国家科委所属的中国科学技术促进发展研究中心(简称研究中心)参加了由国务院有关部门组织的“新的技术革命与我国对策研究”工作。经过长达6个多月的调查研究和反复论证,提出了我国的基本对策,国务院领导给予充分肯定。在此形势下,研究中心于1984年11月提出了《对成立风险投资公司展开可行性研究的

建议》。这一建议受到国家科委领导同志的高度重视,指出这个想法非常好,可以开始研究并自始至终给予了大力支持。风险创业投资的研究和筹建工作自此拉开序幕。

1985年3月,创业投资公司筹备组在对北京、广州、深圳、珠海等城市进行实地考察的基础上,写出调研报告,对风险创业投资在我国现实经济生活中的可行性进行了充分阐述和论证,认为我国经济体制改革的不断深入,为金融改革奠定了良好的基础:从体制上使金融机构多样化,调动金融机构多方面的积极性;从资金供应渠道上把财政与金融分开,充分发挥中央银行作用,保证国家从宏观上加强对金融机构的控制,为科技成果转化提供必要的资金。筹备组认为在国内成立科技风险创业投资公司的条件已基本成熟。

这一大胆改革的设想,得到了国家科委党组和国务院科技领导小组办公室的坚决支持,并牵头组织研究落实。1985年4月,国家科委向国务院并中央财经领导小组呈报了《成立中国新技术创业投资公司的请示》报告,很快即获批准。

随后,国家科委党组决定成立中国新技术创业投资公司筹备组,由国家科委领导挂帅,紧锣密鼓开始筹备工作。同时,国家科委在《关于支持发展新兴技术新兴产业的请示》中也提出了以风险创业投资的形式来支持科学园区的发展,这一请示也得到国务院领导的同意。

为了更好地在全国范围内开展风险投资事业,正确地运用和理解风险投资这一概念,筹备组还于1985年6月举办了首届“风险创业投资培训班”,国家科委领导亲自讲课,进一步普及风险投资知识。

与此同时,中央财经领导小组、财政部、中国人民银行、国家外汇管理局等有关部门对风险投资事业都给以大力支持,提供优惠政策,通过相应文件,中国第一家风险投资公司——中国新技术创

业投资公司终于诞生了。

中创公司自成立之日起,就以崭新的面貌出现在中国大地上,即:新的金融投资方式、新的组织形式(国家控股的股份有限公司)、新的人员和智力结构、新的管理方式。

中创公司成立之初,先抓了组织规范和培训工作,建立了各项规章制度,建立了一套严格的用人及考评办法,注重队伍建设和内部管理,一开始就引入竞争机制,使公司能够高效运作,各项业务迅速发展。

十三年中,中创积极帮助了一大批具有独创和超前性的高新技术企业,投资数十亿元于机电产品、通讯及信息工程、以提高管理水平为目的的软件产业、食品加工、精细化工、发酵为主的生物等产业以及提高管理效率和以专营权为手段的新型工商管理网络,为优化传统产业及商业结构起了重要的推动作用。

中创公司在信贷方面的科技贷款占了相当大的比重,用于实施国家级计划 159 个,其中火炬项目 95 个,重点推广项目 47 个,星火项目 3 个,其他专项项目 13 个。中创公司还被亚洲开发银行选定为承担贷款项目的中间金融机构,已接受亚行转贷款 3 000 万美元,全部用于支持国内中小企业的技术设备更新改造。

但在从 1988 年开始的一轮通货膨胀、银根紧缩政策的不利影响下,公司将 1989 年的经营原则定为降低经营成本,保证收入。在这一年,公司加快了集团化的进程,开始向一个以中创公司为核心公司,以金融为主要支柱的技术发展型企业集团方向转变,集团业务划分为地区性业务、国际性业务、金融性业务和专业性业务等。

1991 年,公司开始投资房地产项目。根据公司公开的材料,其先后在珠海、深圳投资人民币 3 500 万元。在苏州参与了新区开发工程项目,以及各类商品工业厂房、商品住宅及其他公用设施的投资建设。在外汇、股票、债券等金融市场上也日益活跃。

1992年开始,又是新一轮的经济过热时期,为了弥补过去的投资损失,中创加快了业务步伐,到年底时,信托存款增长了142%。这一年还向当时中国最大的证券公司之一上海万国证券公司投资,成为该公司主要股东之一。同年,在香港联手上海万国证券公司及香港李嘉诚的长江实业集团收购了大众国际投资有限公司。而在长江三角洲、珠江三角洲的实业投资有增无减。到1992年底,中创在这些地区的资金营运额已达41亿元,支持的各项目数百个。房地产业务量也较往年有较大幅度增长。

1993年开始,形势又是风云突变,受宏观调控的影响,中创遇到了资金紧张及由此引起的企业拖欠贷款等种种问题,投出去的大量资金收不回来,而一些短期债务又不断到期。在这种情况下,只好拆借大量短期资金来弥补长期债务,由于前期就已有不少呆账、坏账,导致负债比例失调,加上资产质量不高,债务危机早已播下。

1994~1995年,在国家科委的直接领导下,对公司领导班子和业务重新进行整顿,拟重新回到风险投资的定位上来,无奈此时中创已债务累累。1998年6月22日,中创公司因无法偿还到期债务,被中国人民银行行政关闭,7月21日发布正式清算公告。

回顾中创公司的发展历程,有以下经验可以吸取:

第一,要研究和区分科研成果转化的全过程中每一个阶段(包括实验成果样品、中试、投产、扩产和推销等)的特定风险,否则就无以正确判定投资可行性和预测回报,也不能合理组织有限资源辩证地使用于“短平快”和长期投资两个既冲突又互补的项目群组,因此就无从掌握资金的有效周转,从而做到“项目出效益,风险被防范,投资有回报,资产得增值,资金能周转”的良性状态。

第二,要善于培养组织一支既熟悉金融又懂科技的风险投资专门人才队伍,不论经济形势是紧缩还是开放,始终坚持为科技服务的宗旨,要防止那种有意无意偏离科技投资的倾向。

第三,要依赖和配合国内的金融改革严格遵守各种金融法规,尤其要防范在股票市场上的投机炒作和利用短期拆借资金投入长线风险事业。

### 三、美国国际数据集团公司中国投资计划

美国国际数据集团公司(IDG),1964年以5 000美元起家,如今已在世界范围建立起一个规模庞大的技术信息王国。1997年IDG营业额已达25亿美元,在《幸福》杂志1997年度全美500家最大私营企业中排名第96位。目前在全球80多个国家拥有100多家公支机构和302种出版物。

在美国,IDG设立了8 000万美元额度的风险投资基金,注入了13个新科技项目。其中被注资200万美元的网景公司,1年后就赚了7 000万美元。目前在欧洲设立的风险投资基金也已启动。

IDG是最早与中国信息业合作的外国公司。1980年,在首批四个中外合资企业中,IDG便与原电子工业部合资成立了“中国计算机世界出版服务公司”,开始出版《计算机世界》、《计算机报》、《微电脑世界》、《网络世界》等18种日后在中国IT行业深有影响的计算机与信息技术刊物。

1992年,IDG投资设立了中国第一家投资基金——中国太平洋技术投资公司,并在北京、上海、天津、广东等地设立了总投资1亿美元的技术创业基金,扶持了40余家处于初创阶段的高新技术企业。为把握中国高新技术的发展方向,同时在北京、上海、深圳设立了3个大型市场调查中心并保持与各地科委的密切合作,以掌握中国当地市场的发展动向和商业机会。IDG的投资意向十分明显,专门对计算机软硬件、网络工程、通讯、电子、新材料、生物工程等高科技企业进行投资,1998年上半年,在不足4个月的时间里就将4 000多万元人民币注入深圳4家高技术企业。

1998年10月27日,IDG又与科技部签署了一份合作备忘

录,计划7年间由该集团向科技部提供10亿美元建立一笔投资基金以扶植中小科技企业,该基金计划在7年时间里使350家左右的企业受益,约创造50万个就业机会。基金投资没有地域之分,但将集中于电子、电脑、通讯领域,重点放在数据通信领域。每笔投资额将控制在15~200万美元之间。所选产品需有竞争性,最好是受专利保护的高科技产品,并拥有自己独特的市场及巨大的市场潜力。其中,今后五年仅向深圳一地投入的基金就将达10亿元人民币。

IDG风险投资基金采取既不控股也不参与经营的运作模式,除向投资对象提供资金支持、信息沟通渠道外,还可促进合作伙伴间的再合作,组织第二轮第三轮的融资,使其原本要在5~10年才能达到的目标提前实现。针对中国资本市场不健全的现状,在退出方式上确定了“股权转让”这个永远存在的出口,同时也瞄准目前呼声很高的第二板股票市场。

### 四、亚信公司

1994年,在美国华侨、房地产商刘耀伦先生50万美元创业基金的支持下,由田溯宁博士组织一批中国留学生在美国达拉斯创立了第一家因特网公司——亚信公司。其主要业务是为因特网络提供系统集成和应用软件的服务。1995年亚信从美国迁回北京,在回国之前,国内还没有因特网,在国家科委信息司的支持下,亚信于1994年举办了第一个中国因特网技术讲座,随后不久,亚信为中国客户设计了全国最大的商业因特网——Chinanet和第一个中文信息平台——上海热线。1997年12月,亚信公司得到了世界一流风险投资基金E·M·Warburg、Pincus、Chinainvest和Fidelity三家共1800万美元的风险投资,并在香港签署了法律文件。1998年11月,亚信联合华平投资、中创基金、富达投资三家投资银行和国际投资基金,成功地向浙江德康通信技术有限公司注资1000万美元,在1999年上半年推出了中国全新一代集中式移动

实时计费平台。

一个靠风险投资创业的企业,在短短的5年时间里就发展成为利用风险投资为他人注资的企业,这对于国内数以万计的高新技术企业来说有什么启示呢?

第一,要有一套符合风险投资的企业理念,即企业做过什么,要做什么,以及如何去做。其中最关键的是企业的特性,只有具备特点的企业才能在市场竞争中形成“进入垄断”,长期占据其特有的市场份额。亚信坚信因特网会成为下一世纪最重要的信息投资技术。并能在中国的经济振兴中起核心作用。所以在商业计划中充分展示了自身的特性,如作为中国互联网络市场首入者所具有的设立市场标准的独特优势,独具特色的管理人员队伍,政府机构作为合作伙伴的优势等。另外亚信坚持走专业化的发展道路,只做因特系统集成和系统软件。

第二,公司从创业之初就应该走规范化的道路。尤其是吸引国际风险投资,公司更应该符合国际惯例。亚信公司在创立之初经费十分紧张的情况下,就聘请了德克萨斯最好的律师事务所为公司制作有关法律文件(包括产权、经营权、公司章程等),以后又花重金聘请了国际上认可的六大会计师事务所——德勤会计事务所每年为公司做财务审计,显示了亚信每一步财务计划的透明性。这为日后引进风险投资奠定了基础。

第三,要有合作良好的搭配合理的经营团队。风险投资表面上看是投资项目,实际上是投资于人。亚信公司完全是一个由中国人管理、为中国市场服务的公司。这倒不是民族化倾向,而是为了更好地接近市场和了解市场。同时,管理人员中大多受过西方科学技术和经验的熏陶。具备其他公司所没有的智慧资本即人文因素上的特点和优势。

第四,与风险投资者保持商业目的和金融目标上的一致性。企业引进风险投资,并非单纯引入资金,它必须考察风险投资所能

提供的其他方面的资源,真正找到具有附加价值的投资者,从而为企业不断带入先进管理经验和其他社会资源,形成战略联盟。而风险资本加盟企业,也会通过投资协议对企业行为进行约束,并通过掌握一定股份来参与企业管理,并对企业发展的战略方向、市场策略等重大问题共同协商。亚信正是在这方面与风险投资公司进行了深刻全面的交流,最终选择了上述三家公司,并改组了董事会。

第五,有一套详尽规范的商业计划(或经营计划)。一套高质量的商业计划书是风险投资者选择投资对象的第一步,它必须包括企业理念、战略规划、市场潜力、技术、营销策略、管理层结构、财务状况、盈利预测及退出渠道等。亚信在最初向银行求贷碰壁后,就聘请了一家著名的美国投资银行——罗伯森·斯蒂文森公司为引进风险投资准备了一份长达 150 页的商业计划,该公司对风险投资基金和风险企业非常熟悉,这为亚信获得风险投资创造了条件。

### 五、北京四通利方信息技术有限公司

北京四通利方信息技术有限公司(简称四通利方)成立于 1993 年底,主要投资公司为我国最大的民营高科技企业四通集团公司。四通利方成立后,独立开发出了著名的 Rich Win 外挂式中文平台系列软件,并在短短的 3 年时间里取得了国内微机中文平台预装软件市场、零售市场、ISP 市场 90%、通信硬件厂家 60%、手写识别市场 80% 的占有率。目前国内数十家大型网上服务提供商和政府部门,以及 IBM、惠普、英特尔、康伯、摩托罗拉和联想、同创等电脑品牌机开始全面预装四通利方的中文环境系统,预装覆盖面达 70% 以上。据统计,1999 年以来四通利方的产品销售 200 多万套,价值 2 000 多万元,销量位居同类软件首位,超过了美国微软的中文版“95 视窗”。在广交会还签订了 60 万美元的出口订单。

为了创建中国一流的软件企业,四通利方于1995年开始对公司进行了国际化改造。国际化改造的目标是吸收引进外国成功软件公司的内部机制和管理经验。根据此目标,四通利方于1995年底正式聘请了位于美国硅谷的著名高科技投资银行罗伯森·史蒂文斯公司(RSCO)作为投资顾问。根据投资专家的建议,四通利方决定立即扩充其股东结构,与硅谷大多数软件公司一样,吸收国际高科技创业投资银行作为新的股东,一方面为公司的大规模发展提供充足的资金;另一方面充分利用他们的经验、知名度和投资关系作为附加值,向公司引入成熟的内部机制与管理经验,为公司的产品进入美国市场,以及进一步发展国际合作,最终实现公司的远景目标奠定基础。

为了更好地引进国外先进管理经验,促进与外国企业的沟通,并弥补四通利方在金融投资与内部财务控制的不足,公司决定大胆引进外国高级管理人才。1997年1月,四通利方聘请原史蒂文斯公司的投资专家 Mark Fagon 担任公司的财务总监,这标志着四通利方的内部管理水平又上了新的台阶。

1997年8月,四通利方与选定的三家著名国际高科技创业投资集团(包括华登创业投资基金、罗伯特·史蒂文森高科技投资银行等)及四通集团签订了投资合同。根据合同,三家投资集团同意四通利方原有资产价值850万美元的评估值,并向四通利方增加650万美元的创业投资,成为四通利方的新股东,同时保留10%的股份作为期权给公司的重要管理人员与技术骨干。以此为标志,四通利方的这次国际化改造圆满完成。

经过此次国际化改造,使四通利方公司的有形资产与无形资产总值达到1500万美元,比1993年底公司创立时的投资增长23倍。公司已初步具备大规模发展的基础,这是中国软件公司第一次通过私募方式在国际上融资,进行国际化改造获得的成功,同时也是我国高科技企业吸收外国创业投资的一次成功尝试。

### 六、前导软件公司

前导软件公司(简称前导)成立于1995年,是国内第一批利用美国的创业投资起步的IT企业之一。三年来,前导开发了以《三国》、《水游》、《西游记》为题材的游戏软件,投资了《大众软件》、《电子游戏软件》、《软件》3本杂志。

前导的企业人员主要来自于北京先锋公司计算机部,具有较高的技术和研发能力。他们先后曾开发出DOS系统下曲线字库(是微软在中国购买的第一项技术)、汉字加速芯片,以及采用WindowsNT技术而实现的实用网络。1991年,公司开始关注游戏领域。1993年,他们将自己设计制作的几个游戏软件销售给小霸王等厂商,同时还为学习机开发了一些学习软件,并一直在这个领域保持了绝对的优势。

1994年8月,公司在对中国游戏市场进行深入分析的基础上,推出了一本《电子游戏软件》的试刊号(非正式出版)。公司负责人边晓春拿着这本杂志,以对游戏市场的了解和信心,与IDG下属的太平洋创业投资基金进行了谈判。

太平洋创业投资基金根据其在IDG及在媒体经营上的专业经验,对杂志的发展具有较大信心,同时,对于这批研究人员的技术能力及经营管理能力较为信任。因此,决定对前导软件公司进行投资。

最终,由太平洋创业投资基金出资100万元人民币,北京科委下的创业投资公司优联公司出资100万元人民币,先锋公司出资200万元人民币(含100万元无形资产),共400万元人民币的注册资金合作成立了前导软件公司。

公司成立后,1995年2月投资60万元策划的《大众软件》在8月出版,创刊号发行近10万册,创下中国杂志类刊物创刊发行的纪录。1995年8月,开始PC游戏开发。第一个选题《官渡》在国内取得了较大成功,海外也收入7万美元版税。前导利用版税在

日本购买了《命令与征服》、《移民计划》、《凯兰迪亚三》3个游戏,开始将海外游戏软件用版权贸易的方式引进到国内。1996年12月中旬,《命令与征服》开始上市,获得了相当好的成绩,到1997年底,零售达到5万套,是当年游戏市场卖得最好的产品之一。

1996年底前导重新确定其市场定位是消费类软件,包括娱乐、教育、多媒体图书等实用软件的开发、出版、销售,以及相关市场的信息服务。

时至今日,前导已度过了创业投资的第一个阶段,按照创业投资的规律,第一批投资者应该在此时提现退出,由第二批投资者接手。然而,由于目前国内没有创业投资的交易机制,前导又面临业务扩大、企业发展的关键时刻,急需大笔的资金注入。目前,前导的困难就在于找不到第二家投资者,使最初投资者无法退出。

由此可见,由于中国资本市场及创业投资体系的不完善,导致了创业投资不能顺利完成,影响了我国创业投资及高科技产业的发展。目前我国缺乏创业投资的退出机制,致使许多创业投资公司一投资便被套牢,无法收回资金进行第二轮的投资。中国许多高科技企业具有良好的创意和技术,只要有资金支持就可以获得迅速的发展,但由于其高风险性,无法从银行取得贷款,而创业投资者又由于缺乏退出机制而心怀顾虑,因此必然影响到我国高科技产业的顺利发展。同时,中国对于中外合资企业不得拥有个人股的规定也限制了创业投资的发展,因为在高科技创业投资中,资金投资者和技术投资者分享企业的股份,在上市时能获得高额回报是企业发展的原动力。

### 七、爱特信电子技术公司(北京)有限公司

ITC爱特信电子技术公司(北京)有限公司(简称爱特信公司)于1996年8月成立,它是由毕业于美国麻省理工学院的张朝阳博士与麻省理工学院的信息技术专家们通过该地区的创业投资基金创建的。

自成立以来,爱特信公司已开展了大量具体工作,建立了 ITC 中国工商企业新闻网、ITC 指南针、网猴等特色栏目,并于 1998 年 2 月成功地推出了大型中文网络神探——搜狐。它是根据中国人的文化传统专门为中文用户设计推出的网络分类式查找引擎。

爱特信公司积极加强与国际网络公司的合作。1997 年 5 月,公司总裁、美国麻省理工学院博士张朝阳重访美国,与世界著名的网络公司美国在线(America Online)、热连线(Hotwired)和雅虎(Yahoo!)共商合作事宜。1997 年 7 月热连线总裁安德鲁安克访华,与爱特信公司达成战略伙伴关系。1998 年 2 月两公司联手推出特色栏目——网猴(Webmonkey)。

爱特信公司是典型的创业投资企业。1996 年 11 月爱特信公司获得第一笔创业投资,投资者包括美国麻省理工学院媒体实验室主任尼哥洛庞帝和创业投资理论权威、麻省商学院教授爱德华·罗伯特及布兰特·邦德等。

爱特信公司采取“两头在外”的资本运作方式,即吸纳国外的风险资本,在国内成立企业实体,严格遵照国际通用的企业制度和会计准则,力求到 2001 年在美国实现上市。

爱特信公司成立至今不到两年,其市场价值已增加了几倍。1997 年 9 月,爱特信公司进入二期融资。1998 年 4 月,公司成功获得二期创业投资的注入。4 月 22 日,爱特信公司宣布,由英特尔公司、恒隆公司、IDG 公司及哈里森公司共同向“中文网络神探——搜狐”注入近 200 万美元的创业投资。爱特信公司二期融资获得成功。

二期融资向爱特信公司注资的四家公司出身迥异:英特尔是世界芯片巨擘;恒隆公司有着香港地产业的背景;IDC(国际数据集团)是世界上著名的传媒公司,下属太平洋优联创业投资公司,已在中国进行了多宗创业投资;哈里森公司是专业创业投资公司。这也表明,在世界范围内,越来越多的公司开始涉足创业投资领

域。

## 八、金蝶公司

金蝶公司成立于 1993 年,是一家财务软件公司。总裁徐少春是中国的第一代电算化硕士。公司总部位于中国改革开放的前沿阵地——深圳,是政府重点扶持的高技术企业。

公司成立之初,金蝶提出“突破传统会计核算,跨进全新财务管理”观念,并抓住与国际接轨的核心,快速开发新产品。1993 年,金蝶公司推出了 V2.0 和 V3.0DOS 版财务软件。1995 年底,金蝶公司率先开发出基于 Windows 的产品在同业间引起了极大轰动。1996 年 4 月,金蝶开发的 Windows 版产品经有关部门严格测试,被评为“中国首家 Windows 版优秀财务软件”。此后,金蝶公司基于先进的开发思路提出了三层结构理论的财务软件,而面向大型企业的企业资源计划亦在紧张的酝酿中。1998 年 2 月,金蝶公司宣布与微软在开发、技术及市场各方面强强联手,并向外界郑重声明即将推出国内首家基于三层客户机服务器结构(C/S)版本的财务软件。

金蝶公司在人才(技术实力)、市场(意识和规模操作实力)、资金(资本运营实力)三个方面具有较强的实力。技术方面,金蝶获得“1997 年度全国 Windows 版财务软件总分第一名”,而且早在 1997 年就建立了“管理的核心是经营,经营的核心是决策”的决策支持理论体系,提出财务软件的发展应从核算型、管理型向决策支持型的方向发展。在市场方面,金蝶一向以超前的意识和博大的气势进行宣传、展示策划为 IT 界所著称。在资本运营方面,金蝶 1997 年度就在国内先后设立了近 25 家直属、控股分支机构,完成了市场的战略性部署。

金蝶公司决心引进国外资金,借助其了解高科技领域的优势,与毗邻的香港优势互补,打开金蝶产品的国际性销售渠道,从国外的科技和贸易伙伴中不断获得专有技术和条件优惠的发展资金。

金蝶公司的综合实力受到了国际投资者的关注,1998年5月6日,由国际数据公司(IDG)设立的“太平洋技术创业投资基金”宣布向金蝶公司先期投入2 000万元人民币,以支持该公司的科研开发和国际性市场开拓工作。这是IDG对华软件产业风险投资中最大的一笔投资,也是继四通利方之后国内IT业接受的数额最高的风险投资。

金蝶公司通过引进国际融资,扩大资金实力,以扩大规模,壮大实力,参与国际市场竞争。同时,引进了IDG集团的国际化管理经验,并且获得IDG集团在世界IT业中广泛的商业资源的支持,向成为国际性的财务软件公司的目标迈进。



# 附 录

美国研究与开发公司(ARD)简介

关于尽快发展我国风险投资事业的提案

欧洲创业风险投资基金的实践及其借鉴意义

北美风险投资公司印象

美国第二板股票市场(Nasdaq)简介

中国风险投资谨慎十大误区





## 美国研究与发展公司(ARD)简介

美国风险资本的起源可追溯到 20 世纪二三十年代,当时有许多富裕的家庭和个人向他们认为很有前途的企业提供启动资金,帮助这些企业发展。美国著名的大公司东方航空公司、施乐公司都是当时富人投资过的企业。

但是从事风险资本研究的学者普遍认为,美国现代意义上的风险资本真正产生于 20 世纪 40 年代。该行业产生的标志性事件是 1946 年美国研究与发展公司(ARD)的成立。该公司是第一家公开交易、封闭型的投资公司,并有职业金融家管理。ARD 主要为那些新成立的但快速增长中的公司提供权益性融资。

在 40 年代初,美国注册的新企业非常少,即便对于已经成立的新企业而言,他们要进行长期融资也非常困难,更谈不上目前美国流行的仅仅凭一个想法就可以融资的情况了。由于当时新兴企业规模小、各方面不成熟,加之美国刚经过 30 年代的经济大萧条,资本市场发育很不健全,监管也很不完善,因而新兴的中小企业很难从银行或其他机构投资者那里借到钱。但是很多有志之士意识到,具有创新精神的中小企业对美国经济的发展意义重大。像著名经济学家熊彼特的创新理论就认为,创新是经济发展的动力。这种观点在当时的美国已经开始流行。

在这种经济文化背景下,美国许多专家学者呼吁政府重视新企业的发展。ARD 的创始人之一阿尔夫·弗兰德斯就是其中一

位。他曾撰文大声疾呼：“美国的企业、美国的就业和居民的财富作为一个整体，在自由企业制度下不可能得到无限的保障，除非在经济结构中不断有健康的婴儿出生。美国经济的安全不可能依靠那些老牌的大企业的扩张得到保障。美国需要从下而来的新的力量、能量和能力。美国需要把信托基金中的一部分和那些正在寻找支持的新主意结合起来。”弗兰德斯还把他这种观点广泛发布，1946年12月16日，他向位于芝加哥的美国证券交易者协会提出一个非常独特的建议，他建议放宽1940年制定的投资法案对信托基金的限制，从而可使他们拿出其资产的5%投资新企业。

弗兰德斯观点受到哈佛商学院教授乔治·德瑞特的支持。面对当时小企业和新兴企业所面临的困境，他们提出了一套独特的解决方案。他们认为建立一个私人机构来吸引机构投资者是一种可行的办法，而不用像其他人提出的方案那样从政府那里获得帮助。他们还认为建立这样一个专门机构可以对新企业提供管理服务，他们深信对一个新企业而言，管理上的技术和经验同足够的资金支持一样必不可少。此外他们认为像ARD这样的机构的成立可以促进风险资本的职业化管理的发展。

1946年6月6日，美国研究与发展公司在马萨诸塞州成立。之所以选在马萨诸塞州是因为德瑞特、弗兰德斯以及其他同事认为，坐落于马萨诸塞州的麻省理工学院(MIT)，在二战期间开发出来的大量新技术有着广阔的商业前景。公司成立时，ARD希望以每股25美元发售20万股票，以便能从机构投资者那里筹集到500万美元。然而尽管它的经理和承销商做了很多的努力，但机构投资者兴趣不大，加之1946年10月以后，美国道琼斯30种工业股票平均价格指数下降了165点，因而公司仅出售了139930股股票，扣除发行费用，公司最后只筹到350万美元，其中180万美元来自机构投资者。像ARD这样的封闭型投资公司在那时还是个全新概念，一时还难以被人们所接受。

1947年底,美国研究与发展公司的股权结构如下:

机构投资者(包括保险公司、投资公司、大学)	占 49.6%
公司董事和职员	占 45%
其他个人投资者	占 5.4%

美国研究与发展公司的第一笔投资是高压电工程公司(HVE),该公司是由来自麻省理工学院的5个物理学家和工程师创办的,它后来成为第一批在纽约股票交易所上市的、具有风险投资背景的高技术公司之一。这一交易之后,ARD又投资了2家公司,分别是特雷尔雷泊(Tracerlab)公司和西斯科产品(Cisco Products)公司。到1947年底,美国研究与发展公司已完成了8个投资项目,包括投资于6个初创的公司和2个已成立的公司。这种投资的扩张一直延续到50年代。由于ARD和它所投资的一系列公司缺乏获利能力和流动性,因而经过几年的运营,该公司出现了负的现金流量,没能获得预期的资本收益,也没有能力支付股东红利。

由于出现负的现金流量,以及对其所投资公司的保守估值,ARD的股票被大打折扣,在进一步投资上遇到了困难。为了帮助其投资的创业企业摆脱困难,德瑞克和公司的其他董事以及顾问班子开始进一步参与这些公司的管理。在早期的几年中,大多数ARD所投资的公司资金上都很困难,面临破产的威胁。而ARD的角色是在资金上支持、在管理上辅佐这些企业。

1949年,ARD决定进一步筹资400万美元,以摆脱本公司资金紧张的困境,然而,即使ARD和德瑞特上了《商业周刊》、《巴伦》和《财富》杂志的封面的报道之后,该公司仍然很难找到包销商,更不用说投资人了。造成这种状况的原因,一方面是因为投资人不喜欢ARD的运作方式,另一方面是因为股票分析师更注重当前的收益。这样到年终时,ARD只售出166500万股票,筹集到预期

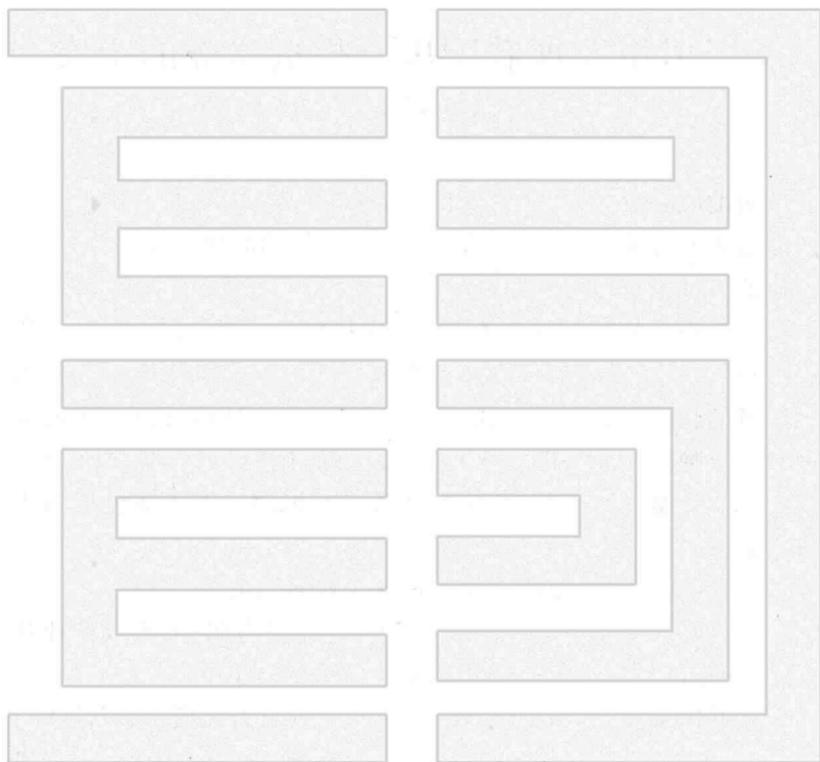
400 万美元中的 170 万美元,而且是通过私募的方式筹集。直到 1951 年,ARD 的资金才获得足够的流动性。那时,它所投资的公司中有 10 个开始盈利,这样它最终赢得了承销,筹集了另外的 230 万美元。然而,在接下来的 8 年中,ARD 的股票经常以 20% 或更多的折扣出售,公司股票面值是 25 美元,但其价格总在 19 美元之下,这使得公司不得不出售所投资公司的股份以获取现金。面对这种情况,ARD 的经营宗旨发生了明显的转变,由过去只关心投资改变为开始关心盈利性并且意识到应该支付红利。

在 ARD 历史上,最重要的事件是它在 1957 年投资于数字设备公司。这次投资大获成功,永远地改变了美国风险资本业。数字设备公司是由 4 名 20 多岁的麻省理工学院的毕业生创立的,他们有很多如何改进计算机的想法。ARD 最初只对该企业投入了不到 7 万美元,便已拥有其 77% 的股份,到 1971 年,ARD 所持有的数字设备公司股份价值增加到了 3.55 亿美元。

由于数字设备公司的飞速发展,1960 年,ARD 说服了华尔街著名的投资银行莱曼兄弟公司承销其股票,每股报价为 74.1 美元,使公司筹集到了 800 万美元,这大大高于 1947 年时的每股 25 美元的价格。在接下来的实践中,由于美国经济的强劲和股票市场价格的上涨,数字设备公司价值直冲云霄。到 1972 年,当美国研究与发展公司被出售给泰克斯泰龙(Textron)公司时,它的每一原始股价格为 813 美元。从 ARD 成立时算起,它的综合回报率为 14.7%,而如果没有数字设备公司,综合回报率将仅为 7.4%。数字设备公司的成功为 70 年代和 80 年代的风险资本企业树立了榜样。

总之,在美国风险资本发展的历程中,ARD 是最早的开创者。ARD 的成功开辟了美国风险资本发展的先河,为其后继者提供了榜样和经验。人们从中学到了许多重要的、有价值的东西,例如如何挑选合作伙伴、如何避免失败等。更为重要的是,它昭示了这样

一种观点,即给私人性质的风险投资公司注资,然后由该公司再投资于新创建的公司是完全可行的。



## 关于尽快发展我国风险投资事业的提案

(民建中央[1998]政协一号提案)

所谓风险投资,是把资金投向蕴藏着失败危险的高技术及其产品的研究开发领域,促进新技术成果尽快商品化,以取得高资本收益的一种投资行为。

风险投资是在市场经济条件下支持科技成果转化的一种重要手段,而高科技成果转化直接关系到一个国家经济建设水平和国民经济的长期增长潜力。我国是发展中国家,高新科技企业的发展起步较晚。据有关部门资料介绍,目前美国风险投资额达数百亿美元。借鉴外国经验,尽快发展我国的风险投资事业已成为当务之急。

目前,我国风险投资事业面临的主要问题是:

1. 风险投资企业规模小、数量少、资金实力弱,形不成产业规模,因而难以在高技术产业化方面起到明显的作用。

一些风险投资公司只有千万元、甚至几百万元资本,只能支持一些投资少、风险低的短平快项目。受规模、实力的限制,无法进行组合投资、平衡投资来分散风险,缺乏抗风险能力,资金难以快速地滚动发展。创业资本不足是风险投资事业不能尽快发展起来的主要原因,

2. 资金来源单一,社会化程度不够。

现有从事风险投资的企业,主要是银行、财政、科技部门建立

的风险投资公司,而由企业、私人、保险公司等建立的风险投资还很少。

3. 缺乏具有风险投资家素质和富有远见的专门人才。

风险投资家应是具有较强工程技术基础知识,有金融投资实践和高新技术企业管理实践的通才。我国目前还缺乏具有这种素质的人才。另外,现行人事管理体制也不适应这种人才的培养和成长。

4. 有关风险投资的法律法规还不够完善,知识产权保护薄弱。

5. 缺乏健全的股票市场和产权市场,而这两个市场是风险投资运行机制的基础。

目前我国的股票市场刚刚建立,能够上市的高新技术企业数量很少。产权交易市场不发达,高新技术企业不能自由地转换产权,很大程度上阻碍了风险投资业的发展。

当代国际社会的竞争是综合国力的竞争,归根到底是科学技术的竞争,为了加快社会主义现代化建设,并在国际竞争中处于有利地位,必须借鉴国外风险投资的成功经验,大力发展风险投资事业,推动科技进步。为此,我们提出以下几点建议:

1. 明确把发展风险投资作为推动科技和经济发展特别是高科技产业发展的基本政策。制定发展规划,并纳入国家中长期国民经济和社会发展的总规划。建立专门政府机构或指定部门负责制定政策、规划并组织 and 协调服务。

尽快组建政府部门牵头,由经济、金融、技术、管理等专家组成的具有一定权威的高科技产业评估咨询机构,为投资和贷款决策服务。

2. 通过各种方式和途径加紧培养具备金融、保险、企管、科技、经济等各方面知识,以及预测、处理、承受风险能力的人才,以适应风险投资事业发展的需要。

3. 鼓励、支持建立风险投资公司。结合我国实际,宜采用“官

民”合办的模式。国家注入适量资金作为启动和担保资金,采用股份制和发行债券,广泛吸收企事业单位及社会各方面的投资,形成在国家统一规划指导下,以市场调节为主的风险投资经营公司。

4. 加强宏观调控与引导,制定各种激励性政策,如资金注入政策、税收减免政策、优惠信贷政策、风险补偿政策等。制定有关风险投资公司的创立、管理权限、投资、运营、风险转移等方面的管理办法。严格规定其经营目标只为支持科技成果的转化,坚持长期运作,不允许从事资金拆借、房地产、买卖期货、炒股票等业务。

5. 加强对风险投资的宣传,增加人们对风险投资的了解,充分认识风险投资的经济及社会效益,以及高风险、高回报的特点,以高回报率将资金吸引到高新技术事业方面来,并在实际运作中,努力建立起风险投资的市场经营机制。

6. 保险公司是风险投资的主体之一,应采取措施促进保险公司开展科技风险投资业务,一方面对风险投资进行担保,另一方面直接进行风险投资,两者互相依存、相互支持、相互促进。

7. 允许将少部分养老金、保险金及其他长期资金投入风险投资公司;允许风险投资公司发行债券,也可有选择地引进一些外资。建议从目前科技贷款的规模中抽出 1/2 左右作为长期贷款贷给风险投资公司,并给予一定的宽限期或由财政贴息。

8. 尽快制定《风险投资管理条例》,规范风险投资公司,使其运作有法可依,保障风险投资公司在资金筹措、项目选择、知识产权维护和所有者权益转让等方面的利益。经试行并积累经验后再着手制定《风险投资法》。

## 欧洲创业风险投资基金 的实践及其借鉴意义

(国家计委财政金融司)

### 一、创业风险投资基金的基本概念和运作的基本特点

风险投资基金从其本源意义而言,是一种通过集合投资筹集资金,以组合投资方式分散风险,主要对尚处于创业期的未上市的新兴企业(尤其是新兴高科技企业)做长期股权投资,并主要通过所投资企业的资本增值来实现投资回报的一种新型投资基金品种。随着风险投资基金自身的发展和成熟,近年来其投资对象已不仅仅限于新兴的中小企业,投资方式也不仅仅局限于股权投资。

根据被投资企业所处的不同创业阶段,风险投资基金的投资种类分为(1)种期投资:投资于尚处于产品开发过程中甚至处于商业创意中的企业。(2)创业早期投资:企业已完成产品开发过程但尚未盈利、需要进一步金融支持以助其开拓市场。(3)扩展期投资:企业产品已具有一定的市场占有率,但仍需要通过提高产品质量,扩大生产规模与开发新产品来进一步开拓业务。(4)上市筹备期投资:企业的产品质量、市场竞争力及社会知名度均达到相当水平,但如要公开上市,还需要创业基金之类的投资银行对其股本结构做些补充与调整,并协助其完成上市前的各种技术准备与业务公关工作。通常而言,企业越是处于创业早期阶段,投资风险相对越大,而一旦成功,投资回报也越高。由于风险投资基金必须同时兼顾收益性与风险性,故必须按照不同企业的不同时期进行组合

投资。就单个企业而言,通常只投资一次,相对于发展前景不明的企业往往是先注入部分资金,待企业发展前景明朗后再做后续投资。此外,风险投资基金还对处于创业后期但发展前景不佳的企业,以及需要再次创业的老企业进行挽救投资和并购投资时,由于对这类企业进行投资,创业基金往往能够处于更为有利的主动地位,一旦成功即可获得超额利润,故近年来这种投资的比例有上升趋势。

由于创业基金对企业的资金支持主要是一种长期性股本投资,这种投资可以充实企业的资本金,改善企业资产负债结构;而且,创业基金对某个企业投资,主要是基于对其管理水平与市场前景的信任,故无须提供抵押品,这种投资本身即是企业资信的一种良好证明,因此,创业基金对于增强企业融资能力以使企业能够通过其他途径获得进一步金融支持具有十分重要的意义。与此同时,创业基金还凭借其广博的知识、专业技能和对企业界、金融界、科技界的广泛接触与了解,给所投资企业提供多方面的增值服务。如帮助企业制定发展战略与市场营销策略,为企业引进先进技术与管理,介绍战略合作伙伴与物色购并目标,对企业资产进行重构并在企业上市前与上市过程中提供全方位包装服务等。

创业基金对单个企业进行股权投资的比例在不同的国家具有不同的要求,但多数国家并无特别的限制。就基金本身而言,对风险大的企业通常只愿意持有较小比重的股权(但通常至少要取得一个董事的席位,以便随时了解企业运营状况参与企业管理),甚至在最初只愿意以债务和可转换债券的形式对企业投资,而对风险小且回报较高的企业则愿意持有较大比重的股权甚至控股。

出于长期投资的需要,创业基金必须是封闭式,但封闭期限通常不超过10年,故基金运作必须事先考虑好退出战略,创业基金的退出方式主要有三种:一是推进企业上市,在股票市场转让自己的份额,二是原有企业回购其股份,三是向其他战略投资者(包括

别的企业基金)以协议方式转让股份。

风险投资基金的组织结构通常根据所在国法律制度尤其是税法制度,以及基金本身的具体情况而做出最适合的选择。

## 二、一些欧洲国家风险投资基金的发展概况

### 1. 增长迅速且业绩表现良好。

从20世纪80年代初风险投资基金在欧洲得到实质性发展至今,欧洲已发展成为仅次于北美的世界第二大风险投资基金发展区。从欧洲地区17个国家风险投资基金每年新增投资的总计情况看,1993年为4115亿欧洲货币单位,1994年为5440亿欧洲货币单位,1995年为5546亿欧洲货币单位。其中英国的创业基金在整个欧洲具有举足轻重的地位,几乎占到全欧的2/5。1984年,英国风险投资基金的海内外投资总额为1.9亿英镑;到1996年已达到185.28亿英镑,是1984年的97.52倍。

从业绩表现看,1996年度英国风险投资基金(根据1980~1992年设立的创业基金的统计数据)净回报高达14.2%,居各类金融资产回报率之首;股票市场净收益为11.7%,居第二;债券市场净收益为7.6%,居第三;现金资产的收益为6.1%,居第四。

### 2. 组织结构上的灵活性与多样性。

由于欧洲地区的大多数国家,在金融监管上注重行业自律机制作用的发挥,国家主要是通过税收政策对其进行必要的引导,因此创业基金具有一个较为宽松的经济与法律环境。其组织结构也就显示出特有的灵活性与多样性。以英国为例,典型意义上的风险投资基金组织形态即有6种之多,其中最具有代表性的有以下2种。

#### 一是有限合伙风险投资基金。

即由投资人与基金管理人合伙组成一个有限合伙基金,投资人对合伙基金负有限责任,管理人在合伙基金董事会的监督下负责基金的具体运作并对合伙基金负无限责任。通常而言,有限合

伙创业基金的资本金大部分由投资人提供。有时,管理人为了提高投资者的信心,自己也出资一部分(如1%)。由于英国对合伙基金不征收公司税,且有限合伙基金的组建与运作相对简单,故英国的创业基金多选择这种形式。国家对设立这种形式的创业基金只有两方面的限制:一是必须依据1907年颁发的《有限合伙企业法》,其合伙人数量不得超过20人。二是这类创业基金不得公开上市。但事实上,这两方面的限制并不构成限制。因为合伙人大都是具有实力的投资机构,通常无须超过20个合伙人就能组建成足够规模的基金,而且,合伙人也大都是一些战略投资者,通常不愿意转让自己的份额,故基金无须在交易所上市。

## 二是风险投资信托。

为鼓励风险投资基金投资于新兴的中小企业,1994年,英国政府颁发了《风险投资信托法》,对符合该法要求的所谓“风险投资信托”实行全面的税赋豁免与优惠(个人投资者在股利收入税、资本利得税,基金公司在资本利得税上的豁免,以及其他税赋上的特别优惠)。这些要求包括:(1)基金必须上市,以方便投资者退出。(2)基金资产的80%以上必须投资于未上市的实业公司,此比例可以包括股权和债务投资两种,但股权投资必须占其一半以上(基金培育企业上市后未转让的份额及其增资扩股部分仍计入此比例)。(3)所投资的未上市实业公司的净资产必须少于1000万英镑。(4)在任何年度内对未上市实业公司的投资不得超过100万英镑。(5)对单个企业或企业集团的投资不得超过基金效益的15%。

就组织结构而言,风险投资信托与一般意义上的投资信托并无实质性区别。基金公司本身即一个依据公司法建立的法人,与一般法人不同的是,基金公司并不参加具体经营,而是委托专门的基金管理公司负责具体运作,由托管银行保管基金资产。

3. 顺应产业更新改造的要求,通过培育与扶植新兴中小企

业,给社会经济发展注入活力。

曾经作为世界工业革命中心的欧洲,一度拥有世界最发达的加工业。然而,从20世纪40年代开始,其世界工业中心的地位逐步让位于北美。尤其是到了80年代,欧洲传统产业中的大企业日益呈现衰退之势。为克服经济增长乏力的局面,一些欧洲国家开始注重培育与扶植新兴中小企业(尤其是高科技型的新兴中小企业),并通过它们的发展壮大来取代正处于衰退中的传统产业。但新兴中小企业普遍面临资金融通方面的困难。由于既无可供抵押的资产,又尚未建立起必要的信誉,很难从银行获得贷款,况且中小型企业在其成长过程中随时都面临着破产的风险,银行给其贷款极易形成坏账、呆账,于是以风险投资基金的形式来支持新兴中小型企业尤其是新兴高科技型中小企业的发展便成为欧洲社会经济发展的必须,而政府当局又顺应了这种要求并为其创造了必要的条件和环境(如税收优惠措施)。

以英国为例,风险投资基金通过培育与扶植新兴中小企业,为其社会经济发展做出了以下三方面的卓著贡献:

(1)创造了社会就业机会。

据统计,1990~1994年4年间,得到过创业基金支持的企业创造了每家公司147个就业岗位。平均而言,这些企业的职员人数以每年15%的比例增长;而同期代表FT-SE100指数(伦敦股票交易所金融时报100指数)的100家企业的职员人数则以每年1%的比例递减;从全民就业岗位增长率来看,也不到1%。总体上讲,得到了英国风险投资基金支持的企业不仅在国内创造了100万个以上的就业岗位,而且在国外也创造了50万个以上的就业岗位。此外,110家风险投资基金管理公司本身就创造了数千个就业岗位,并培养了850名资深投资专家。

(2)促进经济增长。

在过去的5年里,得到过创业基金支持的企业从总体上对促

进和提高全民经济发展与国际竞争力起到了卓有成效的作用。尽管英国经济从整体上经历了一个长时期的衰退过程,但受风险投资基金支持的企业则表现出强劲的增长势头。1990~1994年间,受创业基金支持的企业的营业收入累计达到830亿英镑,年均增长率为34%,是同期代表FT-SE100指数的100家企业的5倍多;利润与资产净值的增长率分别是同期代表FT-SE100指数的100家企业的3倍多和2.5倍。所上缴的公司税达350亿英镑,所创造的总产值占GDP的份额达25%。累计出口额76亿英镑,年增长29%,尤其是通过大约20%的海外投资对外汇收支平衡做出了无形的贡献。

### (3) 积极介入资本市场,有效促进金融深化。

创业基金通过培育与扶植新兴企业成长与壮大并推动其上市,给资本市场注入了鲜活的生机。据调查,1992~1995年,通过风险投资基金辅导和培育而在伦敦股票交易所主市场上上市的企业占新上市企业数的40%,而且受风险投资基金辅导与培育而上市的公司代表着产业升级与发展的方向,其业绩表现优于上市公司各项平均值,是资本市场最重要的成分。从发展趋势看,创业基金在资本市场发展中还将起着越来越重要的作用。创业基金通过对资本市场的介入,有效促进了金融深化,提高了整个经济系统的运行效率。

通过对在1984~1996年期间受过英国风险投资基金支持的15409家企业所做的随机抽样调查(样品企业946家)表明:84%的企业承认风险投资基金对其成长是至关重要的,或重要的;86%的企业承认如果没有创业基金的支持,它们就不可能存在,更不能发展迅速。

### 4. 资本来源的多渠道与跨国界。

从总体上看,由于欧洲地区大多数国家均未实行严格的分业管理,创业基金的资金来源除了人寿基金、保险公司之外,银行占

有不可忽视的比重;由于近年来各国均鼓励个人投资于创业基金(如对个人投资者实行税收优惠),故个人投资比重逐年上升。以英国为例,在1994、1995、1996这三年新设立的创业基金(典型意义上的 Independent Fund)的资金来源中,人寿基金占41.9%,居第一;银行占15.1%,居第二;保险公司占14.5%,居第三;公司投资者占9.6%,居第四;个人投资虽然就平均比重而言仍只占到5.6%的比重,但其趋势是增长的,1994年比重为4%,1995年为6%,1996年为7%;再就是政府机关与学术团体,占4.3%。

尤其值得强调的是,由于英、德等对国外投资者投资于创业基金实施特别的优惠,国外资金成为其风险投资的重要资金来源。如英国,1994年国外资金占创业基金总资产的41%,1995年为45%,1996年为43%,几乎均占到一半的份额。

#### 5. 投资组合跨行业化与国际化。

尽管欧洲地区的风险投资基金与亚洲地区的相比,更注重对高新技术产业的投资,但在其投资组合中,一般加工业与新兴的娱乐事业的投资也占据一定的比重。此外,还注重通过跨国际的投资,最大限度地分散风险与赢得国际比较收益。以英国为例,1984~1996年,英国创业基金会所属的成员公司先后对国外的2141家企业累计投资26.18亿英镑,占总投资企业数的14.1%,占总投资额的14.2%。

#### 6. 严格自律基础上的有效监管。

从整个金融业而言,由于私人投资者大量参与投资金融产品,金融产品又十分复杂以及金融服务活动具有全球性,欧洲各国对金融业均实行严格的监管,以保护投资者的权益,维护该行业的竞争能力和建立公众对金融服务业的信心。在英国,规范金融服务业的法律主要是1986年颁布的《金融服务法》,在体制上对金融服务实行两级监管。就投资业务的监管而言,一是证券与投资委员会代表政府对自律组织(如投资管理监管组织、私人投资管理局

等)进行监管。二是自律组织对投资业务进行监管。对风险投资基金进行直接管理的自律组织是英国风险投资基金公会。该公会创立于1983年,目前有100个正式会员(主要是直接从事风险投资的机构)。此外,还有不确定数量的联席会员(主要是投资于创业基金的金融机构、会计师与律师事务所等专业机构以及学术研究团体)。为维护风险投资基金业的信誉,创业基金会对其会员资格的认定有一整套十分严格的规定,因此,只有成为创业基金公会的一个正式会员,才可能获得投资者的信任,发起与设立创业基金。会员单位在从事风险投资基金运作时必须严格遵守公会的章程与其他法规,否则随时可能面临被取消会员资格,并进而招致社会信誉丧失殆尽的危险。由于有限合伙等形式的创业基金通常采用私募方式设立基金,不涉及公众投资者的权益,政府一般不再加以监管。但对于“风险投资信托”这种涉及公众投资者的创业基金,为保护公众投资者的权益,在创业基金会监管的基础上,政府也要对基金经理人、基金的销售与基金运作本身进行必要的监管。此外,还必须无条件公开上市,以接受证券交易所与社会公众的广泛监管。

### 三、欧洲创业基金实践对发展我国产业基金的借鉴意义

1. 从我国实际出发,借鉴欧洲风险投资基金经验,发展有中国特色的风险投资基金即产业投资基金。

与70年代末、80年代初的欧洲国家相比,我国当前同样面临一个通过创业基金支持、培育与扶植新兴高科技企业,以实现产业升级与高度化的课题。但由于我国基础产业与支柱产业都相对落后,产业升级与高度化更是首先要面临存量调整的课题,再加之资本市场的发展还有一个过程,这就使得我国的风险投资基金还应该承担起比发达市场经济国家更艰苦的使命:除了促进科技进步、培育新的经济增长点之外,还必须对现有基础产业和支柱产业中的已经发育成熟但暂时还不能上市的成长性企业,以及需要再

次创业的未上市老企业给予有效的金融支持与服务,并促进其改组、改制、改造与加强管理。正因为如此,把我国所要发展的有中国特色风险投资基金界定为“产业投资基金”,以与“证券投资基金”相对应,更能体现我国风险投资基金的市场定位。

2. 欧洲风险投资基金发展经验表明:以公募与私募相结合,内资与外资相结合的方式设立产业投资基金,无论从实践还是从理论上讲,都具有可行性。

在世界风险投资事业发展早期,风险投资主要是对单个创业项目进行投资,投资风险较大,因而从事风险投资的只能是一些具有资本实力和抗风险能力的机构。但随着组合投资技术(通过基金集聚资金,再分散投资于多个项目)的发展和运用于风险投资,风险投资的风险得以大大分散和降低;尤其是随着风险投资基金组织形式的进一步发展,公众投资者也得以能够分享风险投资的高收益。这也就是欧洲各国公众投资者参与风险投资的份额呈上升趋势的根本原因。新中国成立以来,我国实行生产资料公有制,不存在大型私人财团之类的机构投资者,但随着改革开放和经济发展,全社会资产与居民个人资产得到了迅速发展,居民储蓄已超过5万亿元。如果通过一种有效的制度安排,以定向募集(通过发起人机构认购较大比例份额,并组建投资基金公司,以强化投资者的产权约束)与公开募集(基金设立即豁免上市,以发挥社会监督职能)相结合的方式吸收机构投资者与公众组建产业投资基金,是完全可行的。此外,我国保险业与民营经济的发展,也可以为产业基金开拓另一条重要的资金来源渠道并逐步发育为重要的创业基金发起人。再者,近年来国际资本一直看好中国,以中外合资的形式吸收国外金融机构参与发起设立产业投资基金,不仅有利于借鉴国外风险投资基金的运作经验,而且由于国外金融机构具有产权明晰优势,有利于强化对基金运作的产权约束。

3. 发展产业投资基金必须处理好基金运作自主性与政府推

动和支持的关系。

如果说证券投资基金更多地是通过自发发展起来的话,那么,欧洲风险投资基金的发展经验表明,风险投资基金更多地是通过政府的积极推动和支持发展起来的。我国所要发展的产业投资基金是一种商业性的投融资主体,政府不宜干预其具体运作,但作为一个后发达国家,更应借鉴市场经济发达国家经验,通过政府的推动与支持,促进产业投资基金的发展。

一是必须研究制定既遵循国际惯例又符合中国实际的产业投资基金管理法律、法规,并建立统一、协调、高效的监管体系,从发起产业基金与从事产业基金管理的资格审核、投资方向、金融秩序、上市资格认定及财务与投资信息披露等各个方面对产业基金运作进行严格的监管,以保障产业投资基金的规范运作和投资者的权益。

二是目前国际上的封闭式基金均倾向以公司型方式设立,即使是主要以契约型设立基金的国家,对封闭式的上市基金也倾向于公司型,以强化投资者对基金管理人的产权约束。英国在《风险投资信托法》中明确规定风险投资信托必须按公司型设立,也就是这个道理。为更好发挥投资者的监督和参与重大决策职能,我国产业投资基金也应主要地按公司型设立。但我国在制定《公司法》时并没有考虑到基金公司这种特殊的法人,为此,有必要对现行公司法进行必要的修改,或对基金公司这样并不直接从事经营的法人在有关法规中作出有关发起人认购资本金比例与公司税的特别规定。

三是应借鉴欧洲国家的经验,对将一定比例资产投资到国家重点支持产业的基金公司给予税收上的优惠,在严格把关的前提下应优先支持产业基金扶植的企业上市。

## 北美风险投资公司印象

### ——山西省科技基金发展公司考察报告

作为风险投资发源地的美国和加拿大,不仅已经建立了相当完善的风险投资的宏观机制,而且其风险投资公司的微观运作也十分规范,做法很值得我们借鉴学习。本文着重对北美风险投资公司的微观运作进行初步探讨。

#### 1. 积极开辟多种资金来源。

北美风险投资公司筹集资金的主要方式是设立风险投资基金,从而吸纳外部投资者的资金。风险投资公司所管理的资金都数倍甚至数十倍于其自有资金。其中最典型的是美国纽约的帕物里科夫风险投资公司,其1977年所运作的资金达35亿美元,远远超过公司自有资金,其他公司的情况也很类似。例如:在加拿大的西部风险投资公司所运作的11个基金中,除了该公司本身投入的资金上,还吸纳了6位个体投资者、3个大公司、6家人寿保险公司、105个社会福利基金以及4个其他类型的投资者的资金;而MDS太平洋风险投资公司所运作的一个基金中的外部投资者则包括了不列颠哥伦比亚省政府(占46%)、加拿大皇家银行(占23%)、母公司(MDS资本公司,占23%)和不列颠哥伦比亚大学(占8%),而公司本身并不投入资金。

由于这些风险投资公司是通过与外部投资者建立有限合作关系来设立风险投资基金的,因此这种通过缔结契约关系而设立的

基金一般不需要经过政府的批准。当然,有些基金,如加拿大西部风险投资公司所运作的7个移民投资基金,由于移民投资受政府计划管理,所以须经政府的批准。

还可采用另一种方式获得外部投资者资金,即风险投资公司进行项目评估,作出投资决策,先自行投入若干资金。如果投资对象需要的资金较大,则邀请外部投资者参加投资。美国的阿拉菲风险投资公司即采取这种做法。

由于筹资渠道较为畅通,所以美国、加拿大的风险投资公司常常能够筹集到较大数额的资金,从而使它们在选择投资项目时有很大的余地。

我们认为,在建立风险投资基金方面,虽然我们的宏观环境还很不成熟,但我们应当超前进行这方面的研究,一旦环境许可,我们就可以马上起步,率先设立基金,从而在竞争中处于优势地位。另外,我们也可通过与一些有较多闲置资金的企业进行合作投资或委托投资,扩大可为我所用的投资资金量。

## 2. 重视建立商业知名度。

美国、加拿大的市场机制非常成熟,外部投资者参加某种基金的设立或者参加某项投资,一般都不需要政府出面干预或进行协调。因此,能否顺利设立基金,关键在于发起设立基金的风险投资公司的商业知名度如何。而由于西方社会经济活动中的个人化色彩很浓,所以公司的商业知名度的高低在很大程度上取决于有没有几个甚至一批知名度很高的风险投资专家。作为一名风险投资专家,应具备以下几方面的条件:

首先,他们要有厚实的专业背景。如阿拉菲风险投资公司的两位合伙人阿拉菲父子,父亲曾是大学医学教授,儿子则是毕业于英国牛津大学的生物化学博士。除了这种技术背景之外,两人都曾长期从事风险投资业务,积累了相当丰富的投资经验。而这种技术专业背景,在极大程度上决定着风险投资公司的投资方向。

如阿拉菲风险投资公司,由于阿拉菲父子是医药专家,故其投资方向就主要集中于生物医学领域,它最大的投资对象就是医药企业。这样,其投资业绩就很显著:年销售额已达到 20 多亿美元,上市价值达 150 亿美元。

其次,他们还要有广泛、良好的社会联系。风险投资专家都具有相当丰富的专业经历,同时也拥有十分广泛的社会联系。如 MDS 太平洋风险投资公司总裁戴维·斯考特先生,曾与若干证券公司合作进行投资分析和投资管理达 12 年之久,而且具有长期与银行、技术公司合作的经历,因而同金融界、科教界、法律界、企业管理界人士建立了非常广泛、良好的关系。这种社会联系不仅使他在各种外部投资者中具有很高的信任度并从而建立起可靠的筹资渠道,而且也获得了较为畅通的项目信息来源。北美的风险投资公司一般都与各大学的产业联络机构保持着频繁的联系,得到来自大学和其他科研机构内科学家的强有力的智力支持,这不仅使他们能及时得到好的项目,而且也有助于他们对投资项目的可行性进行更合理的判断。

但是,作为一名风险投资专家的最重要的条件是要有良好的投资业绩。风险投资公司的介绍性小册子里都用很大篇幅介绍公司的成功投资案例和公司主要业务人员的专业经历,而在个人经历中,则着重介绍其业绩。

我们认为,上述经验很值得我们借鉴。我国的风险投资机构不仅应该建立与各界的经常性联系,而且应当大力培养公司自己的风险投资专家,并且大力宣传公司及其专业人员的投资业绩,提高公司及公司专业人员的社会知名度。

### 3. 投资阶段的选择。

美国、加拿大的风险投资公司的创新精神,较欧洲的同行为更为强烈。如美国的阿拉菲风险投资公司、加拿大的英物奎斯特风险投资公司、西部风险投资公司和 MDS 太平洋风险投资公司,它们

在投资阶段的选择上,主要侧重于种子阶段即研究开发阶段。

当然,这些公司也进行其他阶段的风险投资。如西部风险投资公司近年来也进行早期投资,即当企业年销售额达到一定数额时(如1 000万加元)进行投资。而帕特里科夫风险投资公司则主要进行成长阶段的投资。

#### 4. 项目的选择和评估。

美国、加拿大风险投资公司选择项目的原则与现行投资项目的一般原则基本相同。但是,他们认为,在决定投资项目时有两点是最重要的。首先,要看企业是否能够拥有一个优秀的管理团队。加拿大西部风险投资公司认为,判断管理团队的能力,主要是看它是否具有处理不可预见困难的能力。美国阿拉菲风险投资公司则在确定项目的技术可行性和效益前景后,看重选配的管理团队,用该公司负责人的话来说,就是“选好船长,配齐船员”。MDS太平洋风险投资公司总裁斯考特先生在创立西纳普斯工程公司(Synapse Technologies Inc.)时,曾物色了一位科学家作公司总经理,他不仅考察了这位科学家的技术背景,而且重点考察了此人的管理能力。

其次,要看企业产品的市场前景规模如何。风险投资公司在确定投资项目时,首先要邀集一批科学家来对项目的技术可行性进行评估。但这并不是问题的全部,因为技术可行性并不能等同于市场前景规模,它只是后者的技术前提。风险投资者关心的是产品的市场前景如何,要看企业产品在与同类产品的竞争中是否具有优势,即必须考察产品的技术先进性和经济性,亦即产品的性能与价格比。

对于投资项目的评估,北美各风险投资公司是相当严格和细致的。如帕特里科夫风险投资公司每年大致收到2 000份项目建议书,但一般只能选中其中15项,其余都被拒绝,淘汰率超过98%。该公司的投资决策过程是:第一步,先对申请投资的项目进

行初选,淘汰那些明显不合适的项目(但也须将被淘汰项目存档,以备日后复审)。第二步,对通过初选的项目进行评估,继续淘汰不合适项目。第三步,对于通过评估的项目,组成专门小组,再次进行审查。该公司总裁克罗厄蒂夫人赠给考察组一厚本产生于此阶段的某项目文件竟达数千页之多,可见其评估程序之严格。

#### 5. 投资方式及对受资者的监控。

不言而喻,美国、加拿大的风险投资公司所进行的投资基本上都是上市前股份投资。但他们在做这种股份投资时也十分注意投资资金的安全性。他们采取的一般做法是购买企业的优先股。与此同时,他们要通过协议明确两点:一是可以随时将优先股变为企业普通股。二是当企业运营不良时,持股者有权要求企业收购投资者所持股份(股权回售)。

关于是否要在投资对象中取得控股地位,我们所考察的各风险投资公司情况略有区别。加拿大的英特奎斯特风险投资公司一般保持控股地位(Majority Position),但其股份比例也会随企业成长而逐步下降。如在种子阶段,该公司一般要保持50%~75%的股份;在企业初创阶段,其股权比例则会由于新投资者的参加而有所下降;到企业的成长阶段,随着更多投资者的加入,其股权比例最低可能下降到40%左右。但是,取得控股地位,在美国和加拿大并不是典型做法。大多数风险投资公司都采取参股的方式,如MDS太平洋风险投资公司的多数投资都不取得控股地位。但这种参股并不影响对企业的控制,因为参加合作投资的其他投资者有着与风险投资公司相同的利益和想法,这样,几个投资者的股份加起来就超过了50%。

由于西方社会的法制较为成熟严密,投资对象企业的运营状况比较透明,加之一个专业的管理人员阶层早已形成,管理者的素质比较高,所以投资者对于投资对象的监控也比较容易些。上述风险投资公司主要是通过企业的运营报告(包括各种财务报表)来

了解企业运营状况,通过定期(多数为每月或每季一次)出席董事会来进一步了解企业运营状况并参与企业重大事项的决策。

#### 6. 及时妥当地退出投资。

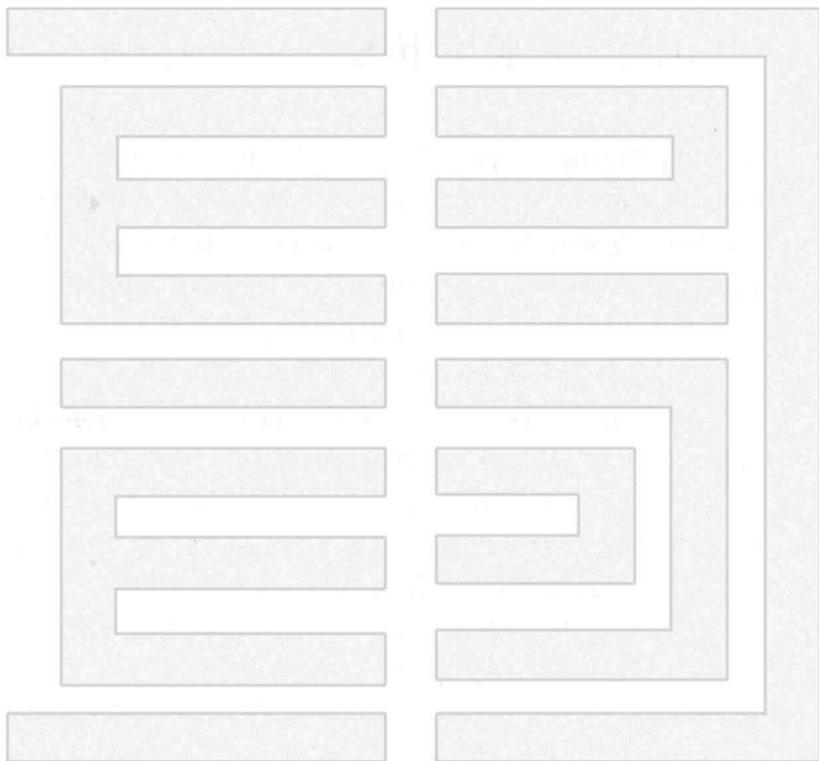
一般来说,美国和加拿大的风险投资公司退出投资后获得回报的方式要有三种,即推动企业上市、把公司出售给更大的公司或者把所持股权卖给企业的管理层(即管理收购)。当然,如采取第三种退出方式,则卖价不可能高,因为这种方式往往是在企业运营发生困难时才采用的。这些风险投资公司的投资对象企业一般都在美国的 Nasdaq 或加拿大的多伦多证券交易所上市。

关于投资周期,各风险投资公司大致相同。如美国帕特里科夫风险投资公司从投资到退出的时间一般为 3~7 年,而加拿大西部风险投资公司的周期稍长,为 7~10 年。

上述美国和加拿大的风险投资公司都十分重视退出投资时机的选择。美国的帕特里科夫风险投资公司总裁克罗厄蒂夫人在她亲自画出的投资流程图中标明,当公司在投资对象企业中的股权价值能达到其投资额的 20 倍时,这才是上市的最佳时机。加拿大西部风险投资公司认为,一定要等到投资对象企业的销售额连续增长且财务状况良好时才可上市。当然,投资对象企业所处产业类别不一样,其上市前的情况也不相同,如计算机软件公司,只要其销售额能够逐季增长即可上市。该公司负责人讲,公司的一个从事生物技术的投资对象企业由于过早上市,就没有能够得到满意的回报。

关于投资回报,美国的帕特里科夫公司要求平均年复合内部收益率达到美国联邦债券利率(税前,为 6%)的 3~5 倍,即为 18%~30%。而加拿大的 MDS 太平洋风险投资公司运作两个基金的纯收益率则高于 25%。应当明确,这些收益率乃是指各项投资的平均收益率,而单项投资的收益率应当更高,才能弥补风险投资公司在不成功的投资项目上所蒙受的损失。公司得到回报后,

还应当将收益在其委托人或合伙人中间进行分配,剩下的部分才是公司自己的收益。



## 美国第二板股票市场(Nasdaq)简介

美国的证券市场由发行市场(一级市场)和流通市场(二级市场)组成。流通市场又由两个市场组成:一是有组织的证券交易所,如纽约证券交易所(NYSE),它有固定的交易场所和比较严格的上市标准。二是所谓的“第二板市场”,主要从事无资格在证券交易所上市的较小企业的股票交易,全国证券自营商协会自动报价系统(Nasdaq)就是在此基础上发展而来的。

提到 Nasdaq,人们自然会想到微软(Microsoft)、英特尔(Intel)、戴尔(Dell)、Sun 等具有代表性的计算机公司。这些公司和其他一大批计算机领域的企业都是 Nasdaq 市场的上市公司。Nasdaq 市场是世界公认的高科技企业成长的摇篮。这不仅引起了学术界的高度关注,而且已经成为各国学习仿效的对象。

据美国《商业周刊》的数据,截至 1997 年底,美国所有高科技上市公司中,96%的因特网公司、92%的计算机软件公司、82%的计算机制造公司和 81%的电子通信公司在 Nasdaq 上市。另外,在该周刊所列出的最具成长性的公司中,92%是 Nasdaq 的上市公司。

在 Nasdaq 的 5 487 家公司中,科技公司占 20%、电子通信公司占 8%。从 90 年代初开始,高科技企业在 Nasdaq 新上市公司中所占的比例已远远超过了原来占统治地位的金融企业,占据了 Nasdaq 的主导地位。在近 5 年上市的公司中,科技公司占 37%、

电子通信公司占 14%，而金融业和机械制造业分别仅占 10% 和 3%。

因此，无论从市场份额看，还是从市场结构和发展趋势看，Nasdaq 都是一个典型的高科技市场。

Nasdaq 市场的一大批高科技企业在股票发行上市后获得了迅速发展。以微软公司为例，发行上市前的 1985 年，微软的总收入为 1.62 亿美元。到 1997 年，总收入增加到 130.98 亿美元，增长了 80 倍，其净收入从 0.31 亿美元增加到 38.95 亿美元，增长了 125 倍。股票上市发行为微软实现增资扩张创造了良好的外部条件。1995~1998 年 4 月，微软公司顺利实施了 28 项兼并和 32 项投资，使其总资产和净资产分别增长了 1.7 倍和 1.4 倍。在 Nasdaq 市场上，类似微软这样的公司还有不少，如 Amazon.com、Cisco、Intel、3com、Oracle、Amgen、Sun、Dell 等等。

正是由于这些高科技企业在 Nasdaq 市场上不断成长为世界著名的大公司，才使 Nasdaq 市场成为价格表现最佳、市值增长最快、交易最活跃和筹资能力最强的美国股票市场。从 1990 年到 1997 年，Nasdaq 公司在一级市场上筹得资金近 1 000 亿美元，若按上市公司数的比例推算，Nasdaq 市场在 8 年时间里为美国高科技产业注入了近 750 亿美元，这个数字是美国私人风险资本总资本的 2 倍多。

Nasdaq 市场成为高科技企业的摇篮，主要是由于近十多年来美国高科技产业的迅速发展，大批高科技企业不断出现。而 Nasdaq 的市场设置正迎合了这些新生高科技企业的上市需求。

### 一、上市标准与费用：吸引小企业

制定上市标准是保护投资者利益的重要环节，也是实现资源配置政策的具体措施。上市标准是在投资者利益、交易所利益和国家产业政策三者结合的基础上产生的。在市场经济条件下，市场的力量应能将上述三方面的利益调整到一个均衡点，这就是理

想的最优点。然而,现实中这样的调整过程所需付出的代价是很大的。各个交易所一般根据自己的市场选择制定上市标准。

Nasdaq 市场为中小高科技企业提供了比较容易达到的上市标准。

Nasdaq 市场分为两板(层),即 Nasdaq 全国市场和 Nasdaq 小盘股市场。小盘股市的对象是高成长的中小企业,其中高科技企业占有相当比重。全国市场的对象是世界范围内的大型企业和经过小盘股市场发展起来的企业。对比 Nasdaq 市场和纽约证券交易所的上市标准可以看出,纽约证券交易所在企业规模上对上市公司的要求很高,要求企业的有形资产净值达到 4 000 万美元,是 Nasdaq 全国市场所要求的净值的 10 倍,而 Nasdaq 小盘市场对有形资产净值则没有要求。高科技企业的特点是无形资产比重大,因而很难达到纽约证券交易所对有形资产的要求。另外,在税前收入、公众流通股数量、流通市值等方面,纽约证券交易所的要求都非常高。显然,纽约市场面向的是发展成熟的大型企业,而 Nasdaq 市场面向的是新生的中小企业,这是两个市场在功能上的明显区别。

每一个市场都有各自的上市费用标准,上市费用的确定通常是根据流通股的数量。上市费用的高低对企业尤其是对新生中小企业的市场选择有重大影响。纽约证券交易所的上市费用比 Nasdaq 市场高出很多。以 1 只 1 000 万股的小盘股为便,纽约证券交易所的最初上市费用比 Nasdaq 小盘股市场高出近 10 倍,达到 102 100 美元,而每年的年费也要高出 66%。上市费用是纽约证券交易所最主要的收入来源,而 Nasdaq 市场的收入来源则是在股票上市后的流通领域。这种费用结构上的差别,使 Nasdaq 市场对新生的高科技企业具有相当的吸引力,是其成为高科技市场的优势所在。

## 二、交易制度:鼓励冒风险

小盘股票在二级市场上良好的流动性是股市发挥其功能的保证。流动性良好的市场才能使小型企业接通公众资本市场,使资本顺利流入创新企业。在流动性良好的市场上,成功的企业家和风险资本家能够收获其劳动成果,并以此鼓励其他企业家去冒险开创新事业。新生中小企业的小盘股票通常会遇到的一个问题正是流动性不足。全世界的股票市场都在寻求更好的办法来提高小盘股票的流动性。

事实上,过去十多年来,全世界大多数主要股市都添加了小盘股市场,但很少取得成功。在众多失败的例子中,Nasdaq 是一个例外,它在提供小盘股票良好的流动性方面是一个显著的成功例子。来自世界各国的代表经常光顾 Nasdaq 学习小盘股市设计。那么,为什么 Nasdaq 市场会一枝独秀呢?

奥妙在于 Nasdaq 是一个交易商市场。在 Nasdaq 市场上,每只股票有多个专营交易商,专营交易商先从经纪人手中买下委托,然后采用电子报价的方式将各只股票买进卖出,通过设在美国各地的 2 万多个终端输送给交易商,最后达成交易。

Nasdaq 的这种交易制度给予了经纪人和交易商极大的动力。如果一个券商研究某只股票,然后说服顾客去交易这只股票,则券商取得经纪费。但如果这是一只 Nasdaq 股票,经纪人可以将交易单送给与之有关的专营交易商来实施交易,从中有可能取得买卖价差。有时,这种价差收益要比经纪费高出许多。因此,经纪人交易 Nasdaq 股票会取得比交易其他市场的股票高出很多的收益。

高收益刺激了经纪人和交易商去为 Nasdaq 股票争取交易量。他们的研究和促销活动让大量投资者认识并交易 Nasdaq 股票,从而增加了股票的流动性。有关的研究表明,知道某个企业的投资者越多,该企业的筹资成本越小。流动性的增加为新生高科技企业的发展提供了良好的外部条件。

由于实行交易商制度,使得 Nasdaq 市场与纽约主券交易所相

比,交易成本较高,透明度不够,并一直因此受到批评,最近美国证监会又对其作出了新的规定。但是,高科技股票不可能自行出售,像其他产品一样,它们需要向市场推销。Nasdaq 交易商市场为其提供了市场渠道。较高的交易成本能刺激经纪人和交易商不断扩大投资队伍。企业选择 Nasdaq 这样高交易成本的市场上市,就像在超级市场上为把自己的产品放在显眼的地方而额外付费一样。

### 三、市场建设:以高科技服务高科技

Nasdaq 市场不仅是一个高科技企业的集中地,而且它本身就是一个高科技企业。

Nasdaq 市场是一个完全的电子化交易市场,它运用了最先进的通信技术手段,将报价信息传送到全美各地 2 万多个终端中。有 99.9% 的股票交易场所可以利用 Nasdaq 的交易系统进行交易。在信息传送技术方面,可以说 Nasdaq 远远胜于纽约证券交易所。Nasdaq 的电子交易系统为世界各国的股票市场建立了一个榜样。

1994~1997 年,Nasdaq 已投资了 1.6 亿美元在交易系统的技术开发和改进上。正在建设中的技术中心将使 Nasdaq 的计算机容量提高 5 倍多。新的技术中心投入使用后,Nasdaq 的日交易能力将从每天 15 亿股上升到 2000 年的每天 40 亿股。

Nasdaq 的市场建设还表现在其网址建设上,完整的网址为投资者和市场人士提供了快速的信息来源。

在市场服务方面,Nasdaq 具有比较丰富的经验。除了一个完整的网址外,展示会、咨询会和出版物是 Nasdaq 市场服务的主要内容。在 1997 年,Nasdaq 举办了 70 次会议,有 50 多万投资者参加。Nasdaq 每年出版 200 多种读物,以满足投资者了解市场和相关法规的要求。

总之,Nasdaq 成为高科技市场是上述因素综合作用的结果。Nasdaq 培育了大批高科技企业,这些企业反过来又促进了 Nasdaq

市场的繁荣和发展。1975~1996年的20年间,Nasdaq市场从一个交易量为纽约证券交易所的30%,交易额仅相当于后者17%的小柜台市场奋起直追,成为交易额接近纽约证券交易所且交易量超过后者的主要市场。Nasdaq市场出众的价格表现,也是和高科技企业的高成长性分不开的。1995~1997年,Nasdaq市场计算机指数上升了164.5%,电子通信指数上升了97.4%,这其中有微软、英特尔等一大批高科技公司的重大贡献。

## 中国风险投资谨慎十大误区

风险投资,又称创业投资,是集金融、创新、科技、管理与市场于一体的一种新型的资金运作模式。风险投资起源于二战后的美国,90年代以来在全世界各国广泛发展。

1998年3月,政协一号提案推动了我国风险投资发展的热潮。据统计,我国目前已有北京、山西、上海、天津、陕西等22个省(市、区)设立科技风险投资信托公司,科技风险投资公司和科技信用信托社已达80余家,具备了35亿元的投资能力。根据维欣风险投资研究中心和中国科技部火炬中心最近的联合调查,如果加上创业中心,全国各类风险投资公司、风险投资基金已超过了200家(仅北京就有50家)。风险投资在我国如火如荼,在其蓬勃发展过程中,有些问题亟待探讨、商榷。

### 误区之一 目的与手段之辩证

在各地纷纷建立风险投资公司或风险投资基金的热潮中,我们应当清醒地看到,风险投资是手段,不是目的。发展我国高科技,以带动经济全面复苏才是目的。我们不是为了建立风险投资公司而建立公司,不是为了设立风险投资基金而设立基金。风险投资是一种将权责利密切结合、有效的资金运用机制,这种模式在推动新兴企业,尤其是高科技企业的过程中起着不可替代的作用。然而风险投资本身并不是我们追求的目的。我们切勿以发展风险投资之名以达“炒概念”之实。

风险投资之所以能成为发展高新科技企业的发动机,是因为

刺激它发展的两个机制值得借鉴:其一,风险投资的内部激励机制。在美国,风险投资以有限合伙制为主,而实践证明有限合伙制是一种使权责利密切结合的有效资金运行模式。在这种资金模式下,投资者与资金管理者之间,资金管理者与资金使用者之间,互相牵制,互相依托,共享利益。其二,税收机制。通过各种税收法规,政府不仅给予投资者、资金管理者,而且给予资金使用者以税收优惠,大大刺激了风险投资以及高科技企业的发展。要在我国大力推动风险投资机制,不深入研究用以刺激风险投资发展的税收机制是不行的。事实上,优惠的税收政策是政府对风险投资的直接推动,是发展风险投资的最有力的措施。

总之,风险投资本身是以追求超额利润为目的的。而这种对利润的追求的后果是直接刺激了高科技企业,从而带动整个经济的发展。风险投资往往与追求利润相联系。值得注意的是,在美国,非盈利性质的风险投资正在迅速发展,如社区发展风险投资。社区发展风险投资的目的本身不是赢利,而是各级政府,尤其是社区政府促进公益事业的手段。但这种现象是在经济发展到一定阶段,风险投资成熟到一定的程度才可能出现的。我国目前仍处于风险投资发展的前期,以追求巨额利润为动力的个人行为仍是风险投资发展的主线。

#### 误区之二 GP 与 LP 之分岭

在大力发展风险投资过程中,值得注意的是不要混淆了“GP”和“LP”的角色。“GP”即普通合伙人,而“LP”即有限合伙人。GP与LP的概念来源于美国风险投资有限合伙制,但其基本原理可运用于非合伙的其他投资公司。GP是资金的管理者,而LP是投资人。前者为风险投资家,而后者可以是有钱的个人和机构。只要有资金就可以做LP,但不是所有的人都可以做。风险投资家是人格化的风险投资模式,他高度集中了风险投资机制之中的所有的精华:应具有金融运作能力、企业管理经验、高科技工业背景、市

场发展洞察力、对新生事物的敏感、对科技未来的信心、对管理人才的渴望,又具有承担巨大风险的勇气,以及敢于面对失败的心理素质。

风险投资有限合伙制的约定俗成一般为:LP即投资人,要投入所融资金的99%,GP即资金管理者,要投入1%。在利润分成方面,LP获得利润的75%~85%,而GP虽然所筹资金仅占1%,却获得利润的15%~25%。这种利润分配模式与传统的模式有着本质的区别,刺激了风险投资家,即资金管理者的资金运作积极性,使得风险投资在经济效益相对低的私人资本市场中,成为资金管理效益相对高的一种资金运行模式。

分清GP与LP的关系在风险投资运作上至关重要。目前,我国各省纷纷建立了科技风险投资公司或基金,这些公司或基金大都是政府出资或以政府资金为主,其目的是推动本地区的高科技工业的发展。这种地方性和地区性风险投资的出现是经济发展的必然。事实上,无论是我国还是其他亚洲国家,不论是发展中国家还是发达国家,风险投资的发展往往借助于政府的支持。这种支持可以是政策上的、税收上的和资金上的。没有政府的竭力支持,风险投资不可能大幅度的发展。但值得注意的是政府介入的角度,政府在切入中要分清GP与LP的关系。

如果政府一方面出资建立了风险投资基金,另一方面又令其下属部门进行资金管理,自己既要做GP,又要做LP,这显然是混淆了GP与LP的关系,不利于资金管理,也不利于投资效率。原因很简单:这样做的结果遏制了风险投资内部的激励机制的作用。由于政府直接参与风险投资的利润分成,这样做也遏制了风险投资发展的外部环境(优惠税收政策)的形成。

GP与LP之间的分工是风险投资内部激励机制的精髓。我国目前状况是GP与LP数量的不协调,更确切地说是缺乏合格的GP人才。而GP即风险投资家的培养是不可能短期内实现的。

### 误区之三 领投与跟投之衔接

我国风险投资事业正在蓬勃发展,各种各类风险投资公司或风险投资基金不断成立。但奇怪的现象是雷声大,雨点小。资金聚集后,往往是攥在手里出了汗也不敢投出,原因何在?就是缺乏GP的经验。中国目前合格的GP有限,这种短缺现象在短期内是很难解决的,变通的办法除了依赖风险投资中介之外,还可以利用“领投”与“跟投”的搭配与协调。“领投”是投资的领头,而“跟投”则是跟着领头的投资,形成投资辛迪加和投资组合。

在一个成熟的风险投资市场,领投与跟投是各风险投资公司之间的正常合作方式。一方面由于风险投资内涵的巨大风险,各风险投资公司不仅使自己所投的项目分散化,形成一组项目公司,同时也邀请其他风险投资公司参与自己的投资项目,形成投资组合;另一方面,每一个风险投资家每年要筛选成百上千的投资项目,很难做到精挑细选。他们往往凭经验选定自己跟投的领投人。假定风险投资公司XYZ在投资微生物技术方面享有盛名。那么,只要XYZ风险投资公司做领投的项目,其他一些风险投资公司便心甘情愿做跟投,一方面提高投资效益,另一方面以图减小风险。

为了分担做领投的责任,一些风险投资公司往往达成共识,A公司在某领域做领投人,而B公司在另一个领域做领投人,互相提携,互相补充。不可否认,在风险投资公司选择自己的合作伙伴时,投资中介人起着桥梁的作用,他们往往本身就是领投人或跟投者。

与其他金融和非金融行业相比,风险投资业的最大特点之一便体现在领投与跟投的关系上。风险投资公司与风险投资公司很少是竞争者,他们往往是战略伙伴。

### 误区之四 高科技与风险投资之悖论

风险投资常常被誉为高科技的发动机,在经济发展过程中,风险投资在促进高科技产业方面起了举足轻重的作用。高科技与

险投资的密切关系导致了一种误解,以为风险投资只与高科技相联系。事实是风险投资往往与高科技相结合,是因为高科技往往能够形成自然障碍,使得其他竞争对手不易进入市场,而这种障碍使得风险投资家在短期内可获取超额利润。因此风险投资对高科技的兴趣不在于高科技本身,而在于高科技为制造高额利润所提供的进入市场的障碍。不一定是高科技企业,任何行业,如服务业、食品业、娱乐业等等都可以创造超额利润,都可以作为风险投资的对象。据美国商业部统计,第二次世界大战以来,95%的发明创造都来自于中小企业。这些中小企业中不少是高科技企业,但也有与高科技相关的为高科技服务的企业。

在我国,一些人认为只有高科技企业才和风险投资相关。这显然是一种误解。深受风险投资青睐的不是高科技本身,而是高科技所能带来的巨大利润。任何一个企业无论其高科技含量高低,只要能赚到高额利润,都是风险投资的潜在投资对象。

由于这种对高科技与风险投资关系的误解,一些高科技企业在自己的商务计划中,在与风险投资公司谈判的过程中过多地强调自己项目的科技含量、科技发明与发现的重要性,忽视了市场潜力。事实上,市场潜力才是风险投资家更关注的。他们关注的是科技含量如何能带来巨大的有发展潜力的市场。

发展高科技是我国经济发展的长久大计。但就短期看,开发多种服务行业,往往可以创造大批就业机会,提高有效需求,以刺激经济发展。中国是一个农业大国,在农业方面和农业服务方面的任何创新,如果能带来新的效益,一定会成为未来风险投资的重点。

#### 误区之五 风险投资与金融市场之关联

风险投资与金融市场,特别是与科技板块市场的关系到底如何?国内舆论界在讨论风险投资时,往往把第二板块的开辟仅仅看成是中小企业的新的融资渠道。这种看法未免过于偏窄。风险

投资与金融市场,尤其是科技板块的关系不是单一的,而是多层次、多视角的。这种关系应大致有三个方面:

第一,从中小型企业、新兴企业融资看,风险投资与金融市场二者是互补关系。中小企业,包括高科技企业、新兴企业可以从多渠道融资。他们可以从金融市场融资也可以获取风险投资。从这个角度看,风险投资与金融市场是可替代的、互补的关系。金融市场的发展,如科技板块、香港二板市场的开放,为中小企业融资提供了便利。但对于广大创业者来讲,在金融市场,如二板市场融资仍是可望而不可及的。由于缺乏有形资产作抵押,他们也难以获取银行贷款,这时,他们往往求助于风险投资。

其二,金融市场是风险投资退出的途径之一。风险投资的三部曲是融资、投资、管理增值、退出。风险投资的退出途径大致有三:首次公开上市、出售或股票回购、清产。金融市场为获取风险投资的企业提供了场所。在风险投资各种退出渠道中,上市往往给投资者带来最大的利润。在美国或在欧洲,风险投资大都属于私人资本。一旦风险投资所投的公司走上金融市场,风险投资所代表的私人资本就转化为公共资本,风险投资也便完成了自己的历史使命。

其三,这是最重要的也是最被忽视的一点,即金融市场为投资者提供了一种预期,而这种预期直接影响风险投资的投资及融资规模。以美国为例,80年代末,由于初次上市的低盈,风险投资的规模剧减。同样的情况也发生在欧洲。90年代以后,高科技企业的初次上市屡告捷报,网景、Cisco、Yahoo等等上市后,市值增长数十倍、数百倍,大鼓人心。这种成功的预期使得90年代以来美国的风险投资规模猛增。可以说风险投资家从投资的第一天起,心中想的便是 Nasdaq,追求的便是最终的上市。金融市场为创业者、企业家、风险投资家所提供的这种对未来的预期从根本上改变了当代经济的特征。金融市场不再是资金互通有无的交易场所,

而是成为企业实现价值的平台,是企业是否有发展,是否有前途的晴雨计。

### 误区之六 速度与质量之互补

中国发展风险投资很多条件还没有成熟,急于求成往往导致失败。但也绝不能束手坐等。在预测中国风险投资发展前景时,一些人持悲观态度。他们认为风险投资在中国的发展还为时尚早。原因是:第一,中国的金融法规法律不健全,没有一定的法律保障,风险投资者的经济利益得不到保证。第二,中国的金融市场不发达,在境内还没有形成科技二板市场。没有成熟的金融市场,风险投资失去了最有力的退出机制。没有这种退出机制,至少是没有这种退出机制的预期,风险投资就不可能在中国蓬勃发展。第三,中国缺乏经过训练的风险投资家。而对风险投资家的培养需要实践和时间,中国若能形成新一代风险投资家大约需要若干年。在这期间,中国发展风险投资是困难的。

以上论述有一定的道理。但这种理论似乎忘记了当代经济的一大特征:速度即利润,速度即生产力。在新兴产业,尤其是信息产业越来越占主导地位的现代经济中,速度是企业的生命,速度是国家的富强、发展的根本。没有健全的法律法规、完善的金融市场以及成熟的资金管理者,在中国发展风险投资较为困难,要保障风险投资的质量就更难。但另一方面,坐等条件成熟再发展风险投资,又会为其他国家的发展速度所远远抛弃。没有健全的法律法规,我们可以在发展风险投资的同时逐步创建;没有完善的金融市场,我们可以采取风险投资其他的退出方式,如购并、出售、股票购回。对于某些企业来讲,海外上市也是一条退出渠道。当然,这样大的一个国家迟早要形成成熟的金融市场,建立一定规模的科技板块市场。发展这样的市场需要一定的时间,但同时风险投资常常被称为“耐性资本”,平均需要5~7年的时间才能完成。在这期

间,我国的金融市场会得到较大的发展。同样,风险投资家的缺乏是我国发展风险投资的瓶颈,对这些职业金融家的培训迫在眉睫。但必须承认,对风险投资家最好的培训就是实践。我们与其等待一代新的风险投资家出现后再全力推动风险投资,不如边学边干,将实践与职业培训结合起来。

### 误区之七 风险公司与风险基金之差别

我国各省(市、区)纷纷创建了风险投资公司或风险投资基金,但很多人并不清楚风险投资公司与风险投资基金之间的关系。在美国,这两个名词代表两个不同的概念、两种不同的组织形式。我国有我国的具体情况,我们并不一定全搬美国的经验。但我们至少应明确这两个概念之间的差别。在美国,风险投资大都属于私人资本领域。以90年代为例,美国的私人资本中,85%是通过私人资本基金来投入的,另外15%是投资者不通过基金直接投入的。

私人资本基金的组织形式往往是以下三部曲:第一,风险投资家或私人资本的基金管理者成立资金管理公司。这些资金管理公司往往采取有限责任制。这些资金管理公司有的是购并公司,有的是风险投资公司。第二,风险投资家寻求投资者。事实上,他们在融资时往往就已经有了一些好的投资项目在手。他们在融资之前,或在融资的同时,就已掌握了潜在的投资项目。第三,形成私人资本基金。私人资本投资基金有若干种形式,比较普遍的形式为两种:风险投资基金和购并基金。前者一般规模比较小,后者规模比较大。前者一般专门投入高科技企业、新兴企业;后者则侧重于晚期投资、杠杆购并、管理购并或企业重组。前者侧重于高科技企业以及有发展潜力的其他中小企业;后者则侧重于企业的扩大与重组。

在风险投资基金中,以风险投资家为主的资金管理公司作为GP,即普通合伙人。而投资者(有资金的个人和机构,如养老金、

保险金、捐赠金等)作为 LP,即有限合伙人。当然,在风险投资公司中,只有有经验、训练有素的职业资金管理者才有资格做 GP。

风险投资公司和风险投资基金之区别主要在于:

第一,一般说来,风险投资公司可以永存,而风险投资基金则有有限的生命周期。美国法律规定私人资本基金或风险投资基金不得超过 10 年(可以连续两次申报延期 1 年)。即在 10 年之内,基金就应当退出投资,将本金与利润返回给投资者。这样做的目的是促进投资效益,防止胡子工程。

第二,风险投资公司一般为有限责任公司,而风险投资基金往往是有限合伙制。

第三,风险投资公司,更确切地说,该公司的高级管理者往往成为所筹的风险投资基金的 GP。

第四,一家风险投资公司往往设有若干家风险投资基金,每个基金有不同的投资组合,不同的投资焦点,不同的投资期,不同的起动时间,不同的退出时间,此起彼伏,形成交易流。

#### 误区之八 投资回报率和股权份额之先后

风险投资家在选择投资对象之后,往往与所投资公司进行多方面、多层次的沟通、交流、谈判、讲价。两者交锋的焦点在于对企业的评估。对企业的价值评估有二:资前评估、资后评估。对企业如何评估是投资者与被投资者直接矛盾的焦点,其原因很简单。如果风险投资家计划投入 100 万美元,如果给被投资者即所投资公司资前评估为 100 万美元,风险投资家将占该企业股份总额(资后评估)的 50%。如果给被投资公司资前评估为 200 万美元,那么风险投资家只占该企业资后评估的 33%。

在我国,由于风险投资还是一个很新的事物,人们对企业如何评估的问题常常感到无章可循。建立健全评估标准,尤其是对高科技企业、新兴企业的评估标准问题成为当务之急。除了依据评估标准外,风险投资家往往以同类企业或同类产业为参照,进行相

对评估。但在现实生活中,评估的结果常常取决于谈判双方的相互认可。对同样的企业,不同的风险投资家的评估可以大相径庭。风险投资既然是属于私人资本,投资者与被投资者之间的谈判也往往是内部的和私人的。

事实上,对于风险投资基金和风险投资公司来说,重要的不是“我占多少股份?”,而是“我未来的盈利是多少?”。风险投资所占的股份往往是未来现金流计算的结果,而不是它的前提。而在我国,我们往往局限于这样的问题:对于所投公司的无形资产和知识产权,我们应当承认多少? 20%? 35%? 50%? 下一个问题便是:我们所投的资金应当占多少股份? 这实际上是一种本末倒置的思维办法。在私人资本市场中,风险投资家的计算往往与我们的理解相反。他们的思路往往是:我所投公司的未来现金流是多少? 我所要的投资回报率是多少? 基于以上两者的估算,我在所投资公司中所占的股份应当是多少? 这种评估的思路模式对于我国风险投资界来讲,也许有些陌生。但它却是一种反映风险投资本质的比较切实可行的思路。

#### 误区之九 控股与被控之高下

风险投资家是金融家,风险投资是一种金融行为,是一种特殊的资金运作模式。风险投资基金选择投资项目的标准是:是否能赚到钱,赚多少钱。而不是我是否能控股。

美国第一家风险投资公司——美国研究发展公司,最初投资于数字仪器公司7万美元,占该公司77%股份。数字仪器公司并没有因被控股而夭折,美国研究发展公司也并没有因控股而得意忘形。他们的目的不是要控股,而是要赚钱。

如上所述,对于风险投资基金或风险投资公司来说,控股与否是次要的,第一位的是投资回报率。在我国,风险投资公司在与所投公司的谈判中,所投资公司往往担心被控股,而有的投资者也热衷于持有控股地位。事实上控股与被控不应当作为在风险投资选项

谈判中第一位的考虑。

风险投资在被投资企业中的股份的标准取决于对该企业的评估,也取决于投资的时期。投资越早,资金成本就越低。

风险投资由两项原则:第一,风险投资是否控股是投资的结果,不是投资的前提。在投资考虑中,风险投资家往往不把控股与否作为投资多少的标准。第二,风险投资对于一家企业的评估与原企业所实投资的数量无关。

#### 误区之十 人与物之轻重

在我国风险投资评价中,往往把过多的注意力放在科技含量上。事实上,风险投资投的不是科技,不是项目,不是公司本身,而是人。在风险投资进行项目评估中,人是最重要的,也是第一位的。在美国,风险投资界多年的经验是:我们宁愿投给第一流的人,第二流的项目,也不要投给第一流的项目,第二流的人。风险投资选项的标准往往是:所投公司的管理团队、市场、科技含量,尤其是科技含量带来的入市速度、发展潜力。这里,管理团队即人的素质是最重要的。风险投资将投资对象定义为人,但不是单一的个人,而是管理群体。正因为是管理群体,风险投资所投的对象一般是公司,而不是单一的项目。创业者个人在未组建公司以前仅凭一二个好的想法、一二项专利,获取风险投资是比较困难的。比较适合这类投资的是天使投资家和科技孵化器。

以上就我国风险投资发展中的十对矛盾进行了初步探讨,希望与业内人士达成共识,为我国风险投资事业从初创期走向成熟期服务。

作者:刘曼红 (原载于《经济日报》1999年10月20日)

## 后 记

七月流火,我们一直忙碌着的《新疆建立风险投资制度研究》在这个新千年的夏季与读者见面了。

为了推进新疆风险投资事业的发展,1999年6月8日,在做了大量调研工作的基础上,我们在《新疆日报》理论版组织了风险投资专题讨论,并于6月19日联合新疆证券业协会等单位召开了新疆首届风险投资研讨会,引起了与会代表和社会的极大兴趣,特别是科技界的专家和技术人员对此寄予厚望,增强了我们在新疆从事风险投资事业的信心。

本书是在“关于在新疆建立风险投资制度的可行性研究”课题基础上扩充而成,该课题得到新疆维吾尔自治区软科学学会的资助,同时也得到新疆维吾尔自治区科委法规处的大力指导。借此机会,向为本书提供帮助的领导、同事及协作单位表示由衷的感谢!

本书由张文中、马洁分工撰写完成,本书绪论、第一章、第二

章、第三章、第四章由张文中执笔,第五章、第六章由马洁执笔。但因作者掌握资料有限,对新疆科技投资状况把握不尽完善,书中错误在所难免,书中不当之处,理应文责自负,望能以此书抛砖引玉,促进风险投资在新疆开花结果。

张文中 马洁

2000年7月

## 图书在版编目(CIP)数据

新疆建立风险投资制度研究/张文中,马洁著,一乌鲁木齐:新疆人民出版社,2000.7

ISBN 7-228-05885-2

I.新… II.①张…②马… III.风险投资-制度-研究-新疆 IV.F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 64389 号

### 新疆建立风险投资制度研究

张文中 马洁 著

出版 新疆人民出版社  
发行 新疆人民出版社  
地址 乌鲁木齐市解放南路 348 号  
邮编 830001  
印刷 新疆财经学院印刷厂  
开本 850×1168 1/32  
印张 7.25  
字数 200 千字  
版次 2000 年 7 月第 1 版  
印次 2000 年 7 月第 1 次印刷  
印数 1—1 000 册

ISBN 7-228-05885-2/F·433 定价:25.00 元

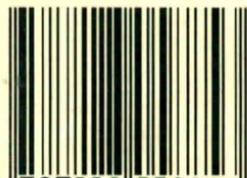
新疆财经学院文库丛书之三

责任编辑 李庆晖 封面设计 曾多源 邢晓梅 责任校对 王静

# 新疆建立风险

投资制度  
研究

ISBN 7-228-05885-2



9 787228 058853 >

ISBN7-228-05885-2/F·433 定价:25.00元