

中国创业投资业的现状、问题和对策研究

Present State and Problems of China's Venture Capital Industry and Its Solutions

杨 1 刘 桓 2
(清华大学经济管理学院, 教授、博士生导师 1; 研究生 2 北京 100084)

一、国内外创业投资业发展概况

创业资本 (Venture Capital, 又译为风险资本) 最早出现于 19 世纪末 20 世纪初的美国和欧洲, 投资铁路、钢铁、石油乃至计算机等新兴产业。1946 年, 哈佛大学商学院教授 George Doriot 和一些企业家组织了美国研究与发展公司 (AR&D), 从而揭开了创业投资业序幕。

创业投资是通过创业投资家独有的评估眼光, 针对具有增长潜力的创业企业和具有发展潜力的创业计划进行一定期限的股权投资, 提供持续的资金融通, 不谋取控股权 (通常只占 15%~20% 的股份), 也不以股息为主要收益, 只是对投资企业提供全方位服务、培育和辅导, 待其上市后再通过股权转让获得高额利润, 具有高风险、高收益的特性。

从欧洲、美国和日本来看, 其创业资本的主要来源各有不同。在欧洲主要来自银行、保险公司和年金基金, 超过总额的一半, 其中银行就达 1/3 左右; 美国主要来自于年金基金; 而日本则主要来自金融机构和大公司, 各占 36% 和 37% (见表 1)。

表 1 欧洲、美国和日本的创业投资业资本来源
(单位: 亿美元)

欧洲 (1989年)	美国 (1988年)	日本 (1988年)
银行 31	年金基金 46	金融机构 36
保险公司 14	保险公司 9	公司 37
年金基金 13	公司 11	证券公司 10
公司 7	个人和家庭 14	个人和家庭 7
政府机构 5	外国公司 8	外国公司 10
个人和家庭 2	捐赠和公共基金 12	
留存收益 7		
其他 20		

资料来源: EVCA Yearbook and Asian Venture Capital Journal

不同国家和地区创业资本所投资的产业分布各有侧重, 但大多数仍将目标锁定在具有高成长性和高回报率的高科技产业 (见表 2)。

表 2 1989 年美国 and 欧洲的创业投资业产业分布

产业分布	美国	欧洲
通信	638	192
计算机相关产品	1 291	739
其他电子	489	274
生物技术	359	246
医药和健康照顾	685	203
能源和自然资源	28	47
消费相关产品	424	1 138
工业产品	333	588
其他	308	2 012
总计(件)	4 555	5 439

资料来源: EVCA Yearbook and Venture Economics, Inc.

发展创业投资业可以加速科技向生产力的转化、推动高新产业发展、带动传统产业升级改造、加快产业结构调整。以英国为例, 大约有 60% 的创业投资与传统企业改造有关, 为濒临破产的老企业提供资金, 使其“二次创业”。创业投资业是创造就业机会的“播种机”。根据美国《幸福》杂志 1991~1995 年间的调查发现, 500 家大公司每年减少 4% 的工作职位, 而创业企业每年却提供 34% 的新就业机会, 其中 80% 以上由小型创业投资企业提供。创业投资还可使创业资本、银行信贷和资本市场形成有机的金融市场体系, 避免商业银行大量不良资产蕴涵的系统性金融风险演化为金融危机。

中国的创业投资业始于上世纪 80 年代中期。中国新技术创业投资公司的成立代表了中国创业投资的早期萌芽。90 年代后各地政府纷纷利用高新技术区进行创业投资, 鼓励民间资本, 并积极吸引国外投资机构, 至 1998 年已有 50 多家国外风险基金进入中国。金融机构和大公司也开始参与其中, 专业投资机构就达 40 多家, 资本总额约为 50 亿元人民币, 创业投资主体逐渐走向多元化。

二、中国创业投资业存在的主要问题

1. 政府在政策扶持和帮助的力度上还很有限

中国对创业投资缺乏整体战略规划, 法律、法规建设相对滞后, 其无序发展中产生了大量功能异化的违规行为; 缺乏明确的税收优惠政策, 基本不存在针对投资亏损、技术开发以及对个人创业投资的补助。

2. 外部运行环境亟待完善 中国创业投资的资金来源渠道狭窄, 表现为: 个人投资受实力、规模和风险承受力限制; 作为西方主要资金来源的金融机构和养老基金则基本上不允许直接投资, 导致资金整体规模偏小; 缺乏创业板市场。另外, 现有产权交易行为不规范, 使得创业资本退出渠道不通畅, 难以实现正常的投资循环和资本增值; 技术交易市场信息交流网络效率低, 创业家和创业投资家之间存在沟通障碍, 科技资源难以有效流动, 增加了技术开发的盲目性和创业投资风险; 服务于创业投资业的专业中介机构相对匮乏, 对创业投资业缺乏良好的服务和协调。

3. 内部运行机制尚需健全 (1) 中国创业投资的回报率只有 20%~30%, 缺乏有效的激励机制; 而又不鼓励设立管理干股或认股权证, 影响了企业管理人员的积极性。(2) 企业在经营管理上缺乏约束机制, 功能异化。不少公司将大量资金投向股票、房地产、期货甚至实力投资等方面。最典型的例子莫过于中创公司, 1998 年由于房地产和期货投资巨额亏损而倒闭。(3) 中小创业企业在深沪交易所或者海外创业板上市的难度都很大, 股权转让也由于与原创建单位产权关系模糊难以顺利实现, 创业资本缺乏退出机制, 流动呆滞, 难以实现增值。

4. 创业投资活动涉及的主体都存在着行为障碍 创业投资活动涉及到 3 类主体: 资金的提供者——个人投资者和机构投资者; 资金的经营管理者——创业投资家; 技术的拥有者——创业家, 在中国都存在不同程度的行为障碍。

中国长期受计划经济体制和传统文化的影响, 人们风险意识淡薄, 不愿从事周期长、风险和回报不确定的投资活动。各类机构投资者或者受政策限制不得从事高风险投资, 或者有收益高、周期短的投资渠道(如房地产、股票、债券、期货等)而不愿涉足创业投资业。

中国受传统教育和人才流动体制限制, 很少有人能同时具备创业投资家应该具备的企业经营管理、高新技术和金融投资经验。大多数人出于谨慎性考虑, 惧怕风险而宁愿“锦上添花”, 在企业创建后期投资; 而不愿“雪中送炭”, 在种子阶段大胆介入; 甚至不愿通过投资组合来分散风险。加上长官意志、人情投资等负面作用, 也直接影响了投资效果。创业家往往把自己的专利技术和科研成果视若生命, 宁愿自我发展、不愿被人控股, 拒绝接受创业投资在资金和管理上的扶助。这类典型的小生产经

营意识, 人为地为创业投资家选择投资对象制造了困难, 也严重制约了创业投资业的发展。

三、中国创业投资业发展对策

1. 努力拓宽创业投资的资金来源渠道 创业投资的资金来源应该包括个人、大型企业、金融机构和国外资本等几个方面。

(1) 中国资产 100 万元以上的富有阶层人数目前已超过 300 万, 中等收入的家庭也已走向生活与投资分立的复式预算, 应引导富裕的个人资本直接进入创业投资领域。

(2) 国外大型企业和企业集团参与创业投资主要是为企业发展进行战略投资, 以便持续拥有技术优势, 长期立于不败。而中国的大型企业和企业集团在完成规模扩张后持有大量资金, 却在技术创新和结构升级上缺乏出路, 上市公司大约只将 1/10 的资本金用于实际投资, 大量的存款导致生产经营转向资本经营。这些大型企业的富余资金完全应该成为创业资本的重要来源。

(3) 国外金融机构一直是重要的资金来源, 创业投资基金这种现代高级形式出现后, 各种契约性金融组织更是大大增加了投入, 广义金融组织的资金已占总额的 60%~70%。而当前中国的金融机构和各种基金如养老金、社会保障基金等已经聚集了巨额资金, 但受法律限制不允许直接投资, 只能存入银行或购买国库券, 收益有限。针对此, 长远上可首先允许商业性保险公司保费资金和住房资金进入, 然后再允许社会保障资金、商业银行资金、证券公司资金和其他金融机构逐步参与创业资本。

(4) 吸引国外资本, 扩大创业资金来源渠道, 同时可以获取生产、经营、管理和营销等全方位成熟的服务和辅导, 这对创业投资业的发展至关重要。

2. 健全创业投资的组织形式 结合现实和今后长期发展需求, 创业投资公司、创业投资基金和企业附属创业投资机构等应该是中国创业投资最基本的组织形式。

从国外经验来看, 小企业创业投资公司和创业投资基金是创业投资的两种基本形式。小企业投资公司一般带有半官方性质, 享受政策优惠并承担政策性功能。中国拥有政府背景的公司可以向小企业投资公司方向靠拢; 非政府背景的公司可作为基金发起人或管理人, 组建创业投资基金, 并逐步成为创业投资的主流。

创业投资基金作为现代创业资本的主流形式和高级形式, 在中国大力发展势在必行。公司制和合伙制是其重要的组织形式。现阶段由于对合伙制缺乏有效的监督约束, 故无法保障投资者权益, 而设立公司制则可以通过董事会的监督最大可能地

避免或克服上述问题。当前应该以公司制为主、合伙制为辅,并逐步向公司制与合伙制并重甚至主要是合伙制的方向发展。

中国的个人投资者资金规模有限、风险承受能力低,多数属于风险中性者,甚至风险逃避者,赢得起输不起,因此创业投资基金只能采取私募与公募相结合的方式。

在发展试点阶段,创业投资基金可以根据情况灵活选择管理模式:由基金管理公司参与发起的合伙制基金无疑由参与发起成立的基金管理公司管理运作;由产业部门私募发起的公司制基金可自行设立管理机构,发挥其了解行业技术和市场的优势,逐步成为具有专业技术背景的基金管理机构;以公募方式成立的公司制基金,可自行设立管理机构,也可委托基金管理公司管理运作。

企业附属的创业投资公司资金来源有保障、投资方向明确、组建成本低、操作简便,其项目搜寻和筛选可依附于母公司,一般可由大型企业集团、控股公司和商业银行、保险公司和证券公司等金融机构主要出资组建。但是从日本的教训来看,由于银行、保险和证券等金融机构稳健、谨慎甚至消极、保守的特点与创业资本敢于冒险、勇于创新的精神格格不入,参与管理会造成不利的影响,故不宜成为主要管理者。

3. 完善创业投资业投资管理模式 针对创业投资组织、管理方式和投资方案评估方式的不同,可遵循两种不同的模式进行投资管理。对于依附于大型产业公司或企业集团的创业投资公司和设有管理机构的企业投资基金而言,自身能够提供资金,而且能够评估投资方案、协助投资事业经营运作,大多可以选择直接投资的管理模式(见图1)。

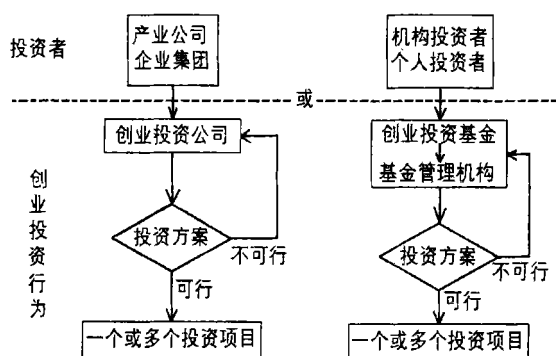


图1 直接投资

对于没有自身管理机构的创业投资基金而言,可以采取管理投资模式,委托专业性的创业投资基金管理公司管理经营。这类公司本身没有风险资金,只是接受委托对投资方案进行分析、评估,投资

后协助投资事业的经营管理,收取管理费,投资成功后可收取20%的利润作为公司报酬。这类公司一般能同时管理3~8个基金,但每个基金不能同时委托数家公司管理(见图2)。

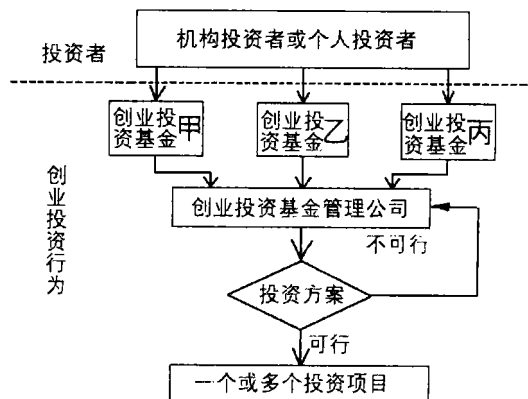


图2 管理投资

如果从企业发展的不同阶段来考虑投资,还可以用以下两种模式。一是创业投资公司或创业投资基金针对创业家产品创意、生产构想和创业计划进行评估,若可行即投资,提供种子资金、创立资金甚至设备,以供创业家继续研究,同时还可提供经营管理服务(见图3)。这种投资存在很大风险,但是一旦成功,其现实价值将是初始投资的几十倍甚至上百倍。如 Arthur Rock 在1975年对处于创办期的 Apple 计算机公司投资150万美元,到1978年,Apple 计算机公司首次上市,其初始投资价值就达1亿美元。二是针对科研机构的成果进行分析评估,若可行即投资以实现商品化并予以推广(见图4)。

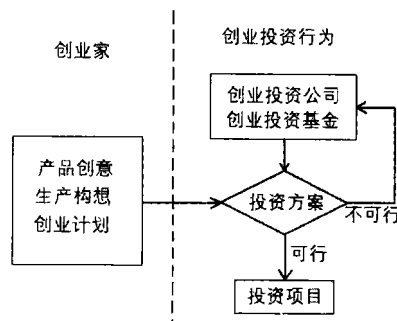


图3 种子投资

4. 规范创业投资领域的中介机构

(1) 发展多样化中介机构(见图5)是创业投资正常运作的重要保障。应完善创业投资体系中不同类型的中介机构。创业投资业因其高风险、高收益的特征,为其提供服务的除社会公共性中介机构外,还需要针对创业投资各领域及参与者而设立一系列专业类中介机构(如图6)。应充分发挥创业投

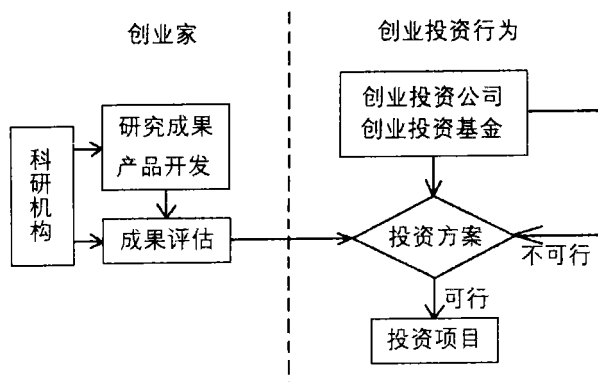


图4 成果投资

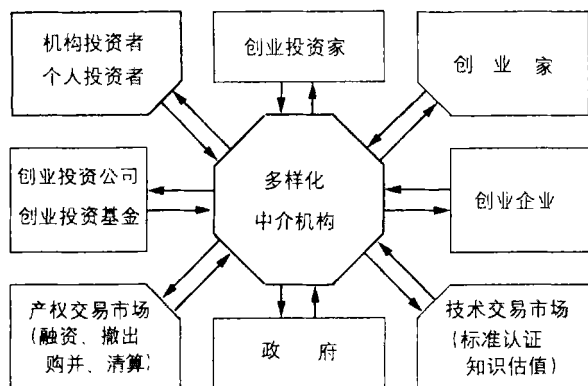


图5 创业投资体系

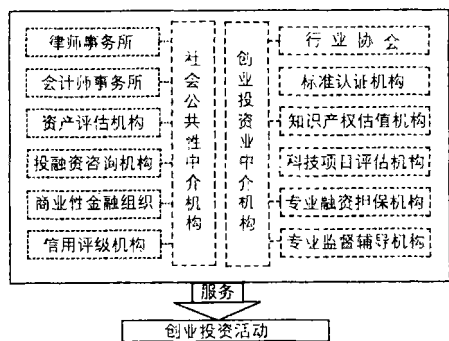


图6 创业投资中介机构体系

资金中介机构的特殊功能。

创业投资中介机构的服务质量取决于自身素质和相应的制度约束。应首先成立行业协会、标准认证机构等准政府权威机构，进而认定其他中介机构的从业资格。各种专业性中介机构的发起人、股东、合伙人或经营管理者必须是相关领域的专家。

中介机构都应办成公司制或合伙制的法人实体。

5. 建立全面的创业投资退出机制 借鉴国外发展经验，兼顾中国远期发展需要，可以考虑在近几年恢复柜台交易，5~10年内建立创业板（二板）

市场，最终建成完善的市场退出机制。目前，中国创业资本受条件、规模限制，很难直接在主板上市发行，现实可行的办法或者是被实力强大的企业集团兼并收购，或者是与上市公司进行资产重组以借壳上市，或者将股权转让给内部职工和管理人员，甚至可以利用海外创业板市场实现资本退出。中国的主板市场对中小高新技术企业存在着难以逾越的障碍。在“二板市场”未建立之前，可以考虑在主板市场中设立相对独立的高科技企业板块作为过渡。短期内可通过发展柜台交易来减轻对主板市场的依赖，也可作为企业上市前的“培育”基地以提高上市质量，并建立淘汰机制；一旦企业经营业绩下降、不符合挂牌条件就必须退到场外市场交易。

6. 发挥政府对创业投资业的宏观调控作用

政府应该对创业投资业制订整体发展规划，组织有关部门和专家起草推动和规范创业投资的相应法规及条例，运用宣传工具营造公众预期，对创业投资业进行特别的鼓励和支持，创造良好的政策环境、体制环境和金融环境。政府还应积极制定扶持性政策。行之有效的办法有：对创业投资予以税收优惠政策；政府采购支出首先面向高新技术企业产品；允许多数国有商业银行和各类国有非银行金融机构拿出一定比例资金投入创业投资公司或创业投资基金；通过政策性银行提供长期低息贷款或融资担保，对能迅速打入国际市场的企业可给予外债指标特批待遇。另外，为确保投资者利益和高科技企业的健康发展，必须通过政府、行业自律组织和部分中介机构，对创业投资机构、接受投资的创业企业、产权交易和技术交易市场、提供服务的中介机构以及其他创业投资行为参与者进行周密的监管。在监管中要尽快完善各项法规建设，坚持以法律监管为主、行政监管为辅。

参考文献

- [1] 王松奇. 中国创业投资体系的现状、问题与前景. 中国科技产业, 2001(12)
- [2] 费良成. 我国创业投资发展状况分析. 社会科学战线, 2001(1)
- [3] 米险峰, 席建国, 李骥. 创业投资基金需要市场退出机制. 中国改革, 2002(1)
- [4] 马德秀, 刘健钧, 袁军. 构建创业投资体系促进高技术产业发展. 宏观经济管理, 2002(1)
- [5] 赵春明. 论国外发展创业投资的经验教训及对我国的启示. 中国科技论坛, 2001(5)
- [6] 陈智慧. 尽快建立我国科技创业投资体系的对策选择. 宁波大学学报, 2001(3)
- [7] 李伟. 我国政府推动创业投资发展的政策选择. 南方金融, 2001(2)

(删去1999、2000年的10篇参考文献)

(责任编辑 肖庆山)