

风险投资的运作机理 及其对我国高科技资本运营模式的启示

Operating Mechanism of the Venture Investment and Its Enlightenment on
the Operating Pattern of China's Hi-Tech Capital

阎大颖

(南开大学金融学系 天津 300071)

面对 21 世纪知识经济的挑战和国内产业结构升级的需要,我国已作出全力发展高科技产业的战略抉择。尽快健全风险投资这一与高科技产业发展相适应的资本运营模式十分必要。同发达国家相比,我国的风险投资业还有很多欠缺,这主要是由市场经济发展现状所致,但也与我们对风险投资缺乏深入的理解有关。

一、风险投资的动力机制

“风险投资”中“风险”的英文是“venture”而不是“risk”,这说明风险投资是一种主动从事创新冒险的行为,与 risk 所指的被动防御市场中不可预测但又难以避免的不确定性风险有本质上的差异。根据风险-收益的配比原理,风险资本之所以迎风险而上必定是因为预期资本能大幅增值。从根本上说,风险投资的高收益源自极具潜力的高科技产业,同时风险投资内部有效的动力机制也很重要,以美国风险投资业为例,其运作机制主要体现在以下三个方面。

1. 风险投资的性质。风险投资是介于直接投资与间接投资之间的新型金融体制。它以风险投资公司为中心,一面吸收闲置资金形成风险基金,一面评估、筛选标的企业或项目,并直接参与企业的战略规划和经营管理。风险投资家要面临技术、生产、市场等多方面的风险。在实践中,对投资成败起关键作用的往往不是来自投资而是来自融资方面的风险。这使风险投资中介机构的业务性质明显区别于商业银行和投资银行等传统金融中介组织。商业银行和投资银行的主要职能是通过出售自己的中介服务赚取利润,其收入表现为利差、佣金和手续费。而风险投资机构则不同,它首先要购买充足的权益资本,再以所筹得的资金购买新兴科技企业,经过几年的经营再适时出售企业股份,买回资金。其赢利来源是资本买卖的差价。与传统的经营借贷

资金业务的机构相比,进行高风险高收益的资本买卖活动无论在筹资难度还是在资金成本上都远大于前者。所谓“买方”是强调在这一金融过程中,融资(购买资本)较之投资地位更为重要,融到资金对风险投资家而言往往就是成功的一半。因此,来自资金供给方面突出的经营压力无形中就构成了风险投资内部的一个有效的动力机制。

2. 风险投资机构的组织形式。风险投资家在整个风险资本的运作中扮演着举足轻重的角色。因此要保证其高效合理地履行自身的职责,不仅要有对其行为的约束机制,更要有与其职责相协调的利益实现机制。在美国,大致有三种类型的风险投资公司:小企业投资公司、合伙制风险投资公司和大公司所属的风险投资组织。其中以合伙制风险投资公司为最普遍,因为它更能均衡风险投资中各当事人之间的利害关系。具体而言,合伙制公司中的合伙人分为有限合伙人(Limited partnership, LP)和普通合伙人(General partnership, GP)。前者是风险投资的真正投资者,要提供风险投资公司 99% 的资金;后者既是资金供给者又是经理人,他们肩负着筹集资金、项目决策、企业管理和利润分配等多重职能,即风险投资家。普通合伙人的资金一般只占 1% 左右,他们投入的主要是科技知识、管理经验和金融专长等无形资产。在责任分担上有限合伙人仅以投资额为限承担有限责任,普通合伙人则对公司负有无限责任;在利润分配上,普通合伙人通常要收取有限合伙人支付的相当于基金总额 2~3% 的管理费以及 20% 的资本收益。显然,这样安排既可以使普通合伙人独具的理财家的金融思路、管理者的控制能力、创业者的胆识勇气和科研者的技术专长在收益上得到体现,同时 1% 的自有资金投入(由于基金总额通常很大,这一比例也意味着十分可观的数目)和对公司的无限责任也使投资者增强了投资的信心。自 80 年代以来有限合伙制在风险投资市场中日趋占据主导地位,这足以说明了该种组织形式对风

险投资的合理性。

3. 风险投资收益的实现。作为风险资本培育对象的高新技术的产业化过程通常要历经四个阶段：种子期、导入期、扩张期和成熟期。不同阶段所需资金的性质和规模以及盈利潜力都各有不同。越早投入资金需求量越少，未来增值能力越强。对于风险资本来讲比较明智的策略是在种子期和导入期注资而在成熟期退出以便能始终保持较高的收益水平。这不仅因为在成熟期企业技术已成熟，市场占有率也趋于稳定，企业已有足够的资信度去吸收成本较低的银行贷款或发行股票债券，更因为随着各种风险的大幅降低，利润率再行上扬的空间已不大，对风险资本的吸引力也逐渐消退，理应另择投资标的。

由此可见，一个风险投资运营周期的最后关键是要有一个能创造大幅资本增值的退出方式。在美国成功的退出有两种：公开发行（IPO）和兼并及收购。其中 IPO 是风险投资家最渴望的结局。因为它代表了金融市场对该公司生产业绩的一种确认，风险企业管理层也保持了企业的独立性，此外 IPO 还使已处于成熟期的企业获得持续融资的渠道，可谓一举三得。随后风险投资公司可以凭借上一轮的投资回报及时寻找捕捉新的创新增长点。正是这种资金周而复始的循环流动有效地保证了风险投资生生不息的盈利活力。

二、风险投资业的影响因素和发展趋势

1. 影响因素

适当的经营动力机制是风险投资业得以良性运作的必要条件。但它作为一个开放复杂的资本运营体制最终能实现怎样的经营结果还要受来自体系内部和外环境的一系列因素的影响和制约。图 1 大致描绘了各种因素之间的作用轨迹。

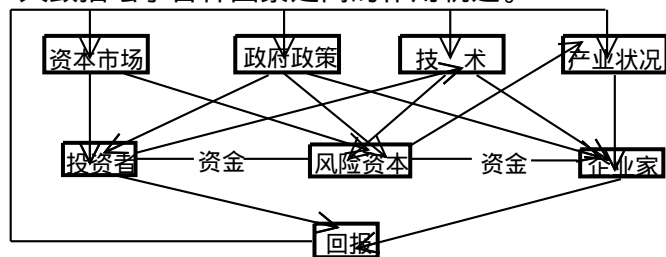


图 1 风险投资业各因素间的作用轨迹

内部因素主要是指围绕风险投资公司展开的三种竞争，包括：现有和潜在风险投资机构之间的同业竞争；风险投资公司与风险企业的利益竞争；风险投资公司与其他投资渠道的引资竞争。前两种竞争会对风险投资业的超额盈利能力加以限制，促使该行业提高整体服务效率，并通过破产、兼并和联合实现行业的优化重组。后一种竞争有助于风险

投资与非风险投资等传统的投融资方式相互渗透，取长补短，逐步向趋同化发展。

外部因素主要来自资本市场、政府政策和技术产业发展状况等三个方面。

首先，资本市场的发育程度和景气状况对 IPO 的可行性和风险资本的回报率有着明显的正相关关系。一个牛气十足的资本市场对 IPO 的预期收益来讲无疑是乐观的前景。它能导致风险基金的大幅增长，而股票市场和 IPO 市场的持续低迷则会挫伤投资者的兴趣。另一方面适合于风险资本上市交易的市场环境也是退出时获得高额资本增值的重要保障。此外，资本市场开放程度越高、国际资本流动性越强，本国风险投资业面临的国际竞争越激烈，风险投资的盈利压力也就越大。

其次，从政府政策角度看，风险投资突出的高风险性及其对科技产业的重要意义使其自产生伊始就是政策性很强的投融资体制。政府通过资金支持、税收优惠、信用担保、法律倾斜等方式可以有效地刺激这一行业的发展。而逆向的政府干预则有明显的抑制作用。如美国 1969 年提高资本收入税就造成了风险投资业在整个 70 年代基本处于停滞状态。

第三，技术产业的发展状况也是不容忽视的重要因素，风险投资业作为金融和技术相结合的创新投融资体制是与高科技产业互为依托的。从该行业的形成、发展、调整到转变都能折射出技术产业乃至整个经济环境的发展动态。其一，技术创新的热点决定了风险投资业的行业分布结构。美国从 70 年代末到 80 年代末风险投资的行业重点已由计算机硬件独占鳌头演变为医疗、生物、计算机软硬件及数据通讯等行业的群雄并起，而传统的能源、自动化所占比例则大幅降低。这与近 20 年来产业结构的发展轨迹正好吻合。其二，技术创新的周期制约着风险投资机会的多寡。如 70 年代末 80 年代初随着新兴技术领域的广泛开拓涌现的大量投资机会引来了风险投资业发展的一次高潮期。1980 年美国风险投资额为 45 亿美元，1986 年增至 220 亿美元，而到 1994 年已达到 1 000 亿美元。但是 90 年代很多领域逐步进入休眠状态，原因不是新技术产品的革新停滞了，而主要是由于市场正在消化上一轮创新生成的日趋成熟的技术。受投资渠道相对狭小和行业竞争愈加激烈的双重影响，风险资本的回报远不如从前。

2. 发展趋势

受以上诸多相互交错的因素的共同作用，近年来风险投资业呈现出调整与转变的发展态势。在美国，主要表现为以下三个特点：

首先，风险投资策略向非风险投资化倾斜。激烈的行业竞争与萎缩的投资机会使越来越多的风

险投资公司不能也不愿固守投资于初创企业和新兴企业的传统策略，注资的切入点逐渐向产业化过程的晚期靠近，资本运作方式注意吸收其他非风险投资的经验，在这种相互融合的过程中其经营风格日益稳健成熟。

其次，风险投资机构向多样化和专业化发展。80年代以前风险投资企业都有十分相近的投资战略和投资准则。而近年来，各风险投资机构力图寻

找的战略重点和投资阶段却各不相同，新生代的风险投资家正根据自身擅长的技术和理财专长开辟独占优势的投资领域，这使风险投资机构出现越来越细致的分工。在美国目前已形成5种不同的基金群体：百万级基金 (megafunds)、主流基金 (mainstream funds)、次级基金 (second - tier funds)、专业市级基金 (niche funds)、公司财务行业基金。具体特点如表1所示。

表 1 5 种基金群体的具体特点

	百万级基金	主流基金	次级基金	专业市场基金	公司财务基金和公司行业基金
类型	主要是私人和独立的	主要是私人和独立的,也有大型SBIC机构和公司基金	大部分是SBIC,少数是私人独立基金	私人和独立的	各不相同
资本规模	≥1亿美元	2 500万 ~ 9 900万美元	≤2 500万美元	300万 ~ 2 500万美元	≥2 500万 ~ 5 000万美元
投资阶段	后期扩张,LBO,初始期投资	后期扩张,LBO,麦则恩投资,初始期投资	后期,少数初始期,专业领域	种子期和初始期	后期
战略重点	技术,本国和国际市场,资本收益,范围广泛	技术和制造业,本国和地区市场,资本收益,专门领域	范围广泛,主要在地区市场,资本收益现金收入,服务业	高技术,本国和国际联系人,补充基金资本收益	技术窗口,直接投资于新市场和供应商,多样化,战略伙伴,资本收益
资本来源	自有资金,保险公司,养老基金,机构和富裕个人,大学,国外机构		富裕个人,小型机构	机构和外国公司,富裕个人	内部资金
投资性质	权益性为主	权益性为主,亦可转换为债权	债务为主,少数权益性	权益性为主	混合的
主要职能	牵头人,辛迪加成员,董事会成员		很少合作投资	最初和牵头投资人,形式多样	后期阶段的基金和公司直接投资人

这种专业化多样化的趋势不仅从一定程度上缓解了业内竞争,更使行业的整体功能更加充实。

第三，投资形式不断拓宽。面对外部环境的变化，风险资本已开始积极介入资本市场部的其它投资行为，形成新的运作方式：(1) 风险租赁 (venture leasing)。即以新兴的具有巨大竞争潜力的企业为对象的融资租赁，是旨在解决新兴企业长期资产需求的高风险租赁。(2) 麦则恩投资 (mezzanine financing)。以已进入发展扩张期尚未赢利而仍须大量资金的公司为投资对象，实际上是一种介乎于传统风险投资和一般银行贷款的中期风险投资。(3) 风险杠杆并购 (venture - backed leveraged buyout, LBO) 和风险兼并 (venture - backed mergers and acquisitions, M&A)。前者是以风险资本为购并资金收购已上市的风险和非风险公司，使上市公司向非上市公司转化，后者则是以风险投资为资助的兼并活动。(2)、(3) 两类新兴形式标志着风险投资公司正转向企业中晚期投资，尽管与传统的风险投资相比风险性和预期回报率都有所降低，但毕竟开拓了新的生存空间。

三、构建我国风险投资体制的若干启示

通过上述对美国风险投资业的三方面分析，可以得出一些对培育我国风险投资体制有价值的经验启示。

第一，风险投资买方金融的特性意味着，这一体制的正常运行必须以资金供需双方内部的约束机制为保障。就我国而言,要形成这种约束,必须从企业的经营机制和资金来源性质两方面入手。其一，进一步完善风险投资企业的现代企业制度，使其能在外部资金的约束下不断规范自身的经营行为。其二,从长期看,资金的供给方必须有相当比例来自机构及个人,财政资金不能唱主角。否则,低廉的资金成本和淡漠的赢利要求会使风险企业因缺乏足够的动力和压力而丧失经营活力。

第二，风险投资公司独特的组织形式说明，使该体系中介机构有效运营还需要有公平均衡的利益分配机制。从我国国情来看，目前私人资本尚不具备独立组建风险投资公司的能力，显然，政府在风险投资业的初创期还须发挥一定的主导作用，但在构建风险投资公司时就更应注意遵循上述原则。鉴于此，笔者认为“国家承担主要风险、社会承担主体资金投入”的组织形式是比较切合实际的选择。具体地说，风险基金可采取私募设立的方式，由官方性质的发起人（创业中心）吸收各种社会闲置资

论虚拟企业

On the Virtual Organization

吴昌伦

(东北大学管理工程学院,教授 沈阳 110006)

曹占英

(辽宁省计委经济研究所,经济师 沈阳 110014)

当前,在知识经济和知识管理的大背景下,构建虚拟企业,实施虚拟经营,正逐步成为国内外许多企业实现迅速发展的有效途径。世界著名的英特尔公司、波音公司等成功地实施了虚拟经营,并因此能够在瞬息万变的世界上保持其领先地位。国外有关专家曾断言:虚拟企业将成为 21 世纪一种重要的企业管理新模式。

一、何为虚拟企业

虚拟企业(virtual organization),又称“虚拟公司”或“影子公司”,它是产业合作网络中具有代表性的

金入股,创业中心提供 1%~5%的资金;分配收益时创业中心获得 20%左右的利润和资本所得。这样,一方面政府可凭借其信誉以及在委派专家评估选项和投资管理上的便利条件扶植、引导风险投资业的发展,另一方面又可弥补政府财政支出上的不足,而各方当事人之间的利害关系也达到了一种相互制衡。

第三,如前所述,资本市场对风险资本的退出、增值和扩容都有至关重要的作用,因此建立功能完善的资本市场也是促进我国风险投资业发展的重要步骤。目前当务之急是形成一个能为成长性中小型科技企业服务的股票市场。由于深沪两股市的主要职能是为国企改革和重组筹资,借鉴美国 NASDAQ 市场的经验可设立小盘市场或二板市场,使其在上市标准、费用、交易法规方面能为提高风险资本上市交易的流动性创造便利。

第四,政府政策是另一个对风险投资有重要影响的外部因素。从国外经验来看,政府若想发挥积极作用,应主要依靠间接手段,如制定税收优惠、提供贷款担保、健全法律规范、协助风险管理和实行政府采购等措施,而不是直接充当风险资本供给者和经营者。这对于有着计划经济传统的我国来讲尤其要引以为戒。特别须强调的是,当前由政府组建

一种经营形式,是指企业在组织上突破有形的界限,虽有生产、设计、经营、财务等完整的功能,但企业体内却没有完整的执行这些功能的组织,亦即:企业在有限的资源背景下,为了取得竞争中的最大优势,仅保留企业中最关键的功能,而将其它的功能虚拟化。其目的是在竞争中最大效率地发挥企业有限的资源优势,进而创造企业本身的竞争优势。企业虚拟化使其管理的视野大为拓宽,资源运筹的界限从企业内部伸展到企业外部,极大地拓展了企业资源优化配置的范围,从而促使各种优势相互集成,产生更为强大的综合优势,进而促进企业快速发展。

具体而言,以突破企业有形界限为显著特征,以

的风险机构仅是权益之计,从长远角度看,一旦该行业发展成熟,风险投资仍应以民营为主。

第五,风险投资内部的竞争机制表明,它是自由市场经济体系下孕育和发展起来的独特的经营方式。市场经济健康运行所需的完备的法律制度对保证该行业的适度竞争和有序发展同样是不可缺少的。因此,应尽早出台《风险投资法》、《风险公司法》、《竞争法》及与之相关的法律准则,对风险资本运作的各个环节,从发起、设立、募集、投资限制、财务清算等作出具体规定,目的是规范行业的准入、运营和退出行为。

第六,风险投资领域的多样化和经营方式的专业化给予我们这样一个启示,风险投资应立足于科技产业和市场需要不断扩充自身的内涵,既可与高校及科研部门的专业技术人员合作组建服务于某一领域的风险基金,也可与其他金融机构结合,对处于不同发展阶段的科技企业给予灵活的资助。这既适应了我国现有风险投资人员素质和管理水平,又符合我国风险投资企业参差不齐的发展现状。

总之,我们应从发达国家风险投资业发展的经验教训中深入领会这一体制的丰富的内涵,再结合我国的实际需要建立和完善我国高科技资本运营模式。
(责任编辑 孙立明)