

我国风险资本市场发展制约因素分析

窦尔翔

(西北大学, 西安: 710069)

摘要: 风险资本市场是资本市场中一种创新的市场形态, 它的运作有其内在的特殊规律性, 其产生和发展需要与之相适应的环境。本文从八个方面详细分析了制约我国风险资本市场的制约因素。

关键词: 风险资本市场; 创新; 制约因素。

中图分类号: F830.9

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370(2003)02-0074-04

高科技产业发展中的风险资本从开始萌芽发展到现在, 已经走过了十多年的历程, 目前仍然处于初步发育期, 真正的风险资本市场还没有形成, 其中的原因是多方面的, 但最根本的原因是受计划经济体制的影响, 存在着诸多制约因素, 没有形成发展风险资本市场的观念和市场经济环境。

一、法律方面的制约因素

与一般资本市场相比较, 风险资本市场具有较高的不确定性和信息不对称性, 在这种高风险环境中, 需要有一整套适应风险资本市场特点的法律法规来界定和规范各市场参与者的资格、行为及其相互之间的关系。有限合伙制是适应风险资本市场发展的一项制度创新, 它最能降低风险资本的运作成本和代理成本, 因此在法律法规上就应该给予其相应的地位; 风险资本的本质特征是其资本和投资活动的循环流动性, 因此应该从法规上尽可能减少风险资本所投资企业股份流动的障碍; 风险资本的投资对象主要是具有一定知识产权的高新技术企业, 因此需要有一套保护知识产权和反不正当竞争的法律; 适应风险资本市场信息高度不对称的特点, 需要有相应的会计审计制度和规范中介机构的法规。

有了这些相应的法律法规之后, 还必须确保建立在此基础上的契约的有效性。风险资本是一种长期的股权投资, 风险资本市场各参与者之间特殊的委托代理关系是通过一系列特殊的契约来确定的, 其中最主要的是投资者与投资管理者之间的有限合伙契约、投资管理者与企业之间的可转换优先股份契约。只有确保这些契约的有效性, 才能降低市场风险, 增强投资者信心, 保证风险资本市场的顺利发展。在我国现行的有关法律法规中, 存在着不少不适应风险资本市场发展的地方, 严重地制约了市场的发展。主要包括在以下六个方面:

1. 风险资本公司的组织形式受到法律的严格限制。

有限合伙制作为一项制度创新, 最能降低其运作成本。但目前我国法律并不承认有限合伙制。在1999年通过的《合

伙企业法》中, 立法者已明确把有限合伙这种合伙形式排除在外。

2. 设立风险资本公司程序烦琐且条件苛刻。

由于有限合伙制组织形式被排除在外, 目前的风险资本公司均以股份有限公司或有限责任公司的形式设立。风险资本公司的设立被作为非银行金融机构, 受到中国人民银行的严格控制, 与发达国家甚至大多数发展中国家的情况形成鲜明对比。在这种制度下, 只有实力强大的国资背景的单位才有可能设立风险资本公司, 民间资本基本上被排斥在外, 这就很难发挥市场的作用, 也很难调动个人的积极性和创造性。

3. 在风险资本市场准入和退出环节上存在法规阻碍。

①在市场准入方面, 我国《保险法》第104条规定: “保险公司资金不得用于设立证券经营机构和向企业投资。”显然, 我国在法律上已经将保险基金这一国外风险资本市场上主要的机构投资限制在市场之外。②在风险资本的退出环节, 我国《公司法》对以公司形式设立的风险资本公司有诸多限制性条款: 《公司法》第22条、第35条规定有限责任公司的股东不能自由转让出资的条款; 第147条规定, 对发起人持有股份有限公司的股份, 自公司成立之日起3年内不得转让; 第149条规定, 公司不得收购本公司的股票。③我国《公司法》关于股本总额和盈利要求所规定的上市公司的条件明显是针对成熟企业的。同时, 现行法律还规定股票上市后法人股不得流通。这些规定为风险资本的成功退出设置了障碍。

4. 硬性规定无形资产比例影响了风险资本的介入。

我国《公司法》与《关于促进科技成果转化的若干规定》, 确定了高新技术成果出资的作价可达公司或企业注册资本的35%。这是无形资产在公司注册资本中可占比例的上限。许多高科技企业不愿意在这样的限制条件下接受风险资本。硬性规定无形资产的比例, 人为地在技术与资本之间设置了一道障碍。

5. 有关规定与风险资本循环流动的特殊规律产生冲突。

我国《公司法》第12条规定, 一般的有限责任公司和股份有限公司对外投资时, 累计投资额不得超过本公司净资产

收稿日期: 2002-06-10

作者简介: 窦尔翔(1967-), 男, 西北大学经济管理学院博士生, 研究方向为风险资本。

的50%。而风险资本是要在市场上不断流动中升值,如果较大份额的资本停留在风险资本家手中,这就与风险资本及其投资活动循环流动的特殊规律产生了冲突。

6. 单一实收资本金制度与风险资本分阶段投资相左。

投资我国《公司法》规定,有限责任公司和股份有限公司实行统一的实收资本金制度。而按照风险资本的游戏规则,则应实行承诺制的分阶段资本注入制度,即投资人按照风险资本家的经营状况、项目运作状况,按事先的承诺,逐步到位资金,甚至有权取消后续投资。在风险资本市场上,分阶段投资是处理投资者与风险资本家之间特殊委托代理关系的重要机制。单一的实收资本金制度,不可能发挥这一机制的重要作用

除了法律法规不健全外,在我国经济生活中还存在着较为严重的契约失灵现象,主要表现在契约制定的规范性较差、契约执行的监督力度不够、违约处罚的执行率较低等方面。由于风险资本市场是一个以契约为基础的市场,契约失灵会严重阻碍市场的发展。

二、企业制度方面的制约因素

在高风险环境下的风险资本对所投资企业的组织制度的成熟性有特殊的要求。风险资本市场是一种将资金、技术、管理与创业精神有机结合起来,在支持创新活动与培育高新技术产业过程中使参与者获取超额利润的一种新型市场形态。它不仅体现了一种奋斗、创业、开拓、冒险精神,更是一种经营与管理的艺术。理论上讲,市场的发展总是依赖于供给与需求双方的增长。从供给方面看,风险资本市场的发展需要一定的高新技术产业化基础。只有存在一定数量的风险投资机会,风险资本才有足够的选择空间,才有可能产生与高风险相对应的超额利润,刺激风险资本。从另一个角度来看,高新技术产业与风险资本市场存在着相互促进的关系,不能把前者作为独立外生变量来解释后者。在一个缺乏创新的经济环境中,投资利润已经被平均化,以追求超额利润为主要目标的风险资本不可能有快速的发展。有了一定的产业化基础,还必须具备较成熟的企业制度。风险资本作为一种长期的权益资本,要求股份制的企业组织制度与之相对应。

我国高新技术产业的迅速发展,为风险资本市场的发展奠定了基础,创造了有利的条件。但是,由于我国的高新技术企业是从传统的旧体制变革中走出来的,在其成长过程中,也同时形成了一些难以用风险资本的国际惯例加以处置的特殊性和内在矛盾。我国高新技术企业多在企业制度和内部管理上存在缺陷,主要表现在产权不明晰、财务制度不健全、内部人控制现象严重等方面。这些问题的存在会使风险资本者望而却步,一个完善的风险资本市场不可能建立在这样的企业制度的基础上。不成熟的个人业主制、家族制的企业制度,容易产生内部人控制,加大代理成本,同时不太可能放弃对企业的控制权,因此,这些企业不太可能成为风险资本的投资对象。因此,一个有效的高新技术企业制度需要尽快建立起来。

三、文化方面的制约因素

作为创新的市场形态,风险资本市场要在一个适宜的文化环境中才能顺利发展。文化因素从三个方面制约影响风险资本市场的发展。第一,风险资本市场的发展需要一种勇于冒风险的创业文化,这种文化的精髓就是敢于凭借丰富的想象力和创造力,通过建立生产新产品、引进新工艺、开发新资源和采用新组织形式的企业,来实现自己的抱负和理想。这种创业精神在科技企业家和风险资本家身上得到了具体体现。第二,风险资本市场的发展需要“以人为本”的文化氛围。在高新技术产业诞生和发育过程中,人才是关键的因素;风险资本家和科技企业家是社会的精英,具有开创新产品和新生产方式的创造欲,他们的共同特点是敢于冒风险、勇于开拓,并兼有对科学技术的前瞻力和对市场的敏感性。这些人才不是天生的,而是在“以人为本”的高科技文化环境中孕育出来的。“以人为本”的高科技文化主要体现在:鼓励个人创新,鼓励个人创办企业;尊重知识和人才,提倡人才流动;鼓励专业人才通过创新和建立高新技术企业获取高额报酬;尊重和鼓励科技企业家和风险资本家的个性化发展。第三,风险资本市场的发展需要一个活跃的高科技股份投资文化。风险资本市场是一个股份投资市场,市场参与者通过股份运作获得收益,企业则从中获得不断成长所需的资金。股份投资文化可以从两个角度来理解:从企业的角度讲,为了企业的长远发展,创业者要有开明的态度,必须克服“独立性”与控股心态,要敢于让外部投资者参股进来,甚至放弃或暂时放弃企业的控制权,同时,要有一种向股东负责,与股东坦诚相待,追求股东价值最大化的企业文化;从投资者的角度看,要有一种敢于冒风险、愿意进行长期股份投资的高科技投资文化。

风险资本市场发展所需的文化环境与市场经济的文化环境有相当的同质性,我国长期的计划经济体制及其所形成的惯性思维阻碍了适合风险资本市场发展的文化环境的形成。主要表现在:长期的计划安排方式,使许多科技人员产生了安于现状、依赖国家的思想,缺乏勇于冒风险创业的精神;在国家创新体系的各个组成部分中,普遍存在着论资排辈,讲关系讲人情的现象,没有真正形成尊重个人的“以人为本”的文化氛围;在社会大众中还较为普遍地存在着以工作单位的性质、大小来评判个人价值的心理,对人才流动,尤其是从科技单位向市场的流动还存在心理上的不适应。从投资者角度看,我国股票市场上已初步形成了一种高科技投资文化,这从高科技上市公司股票备受投资者追捧中可以看出,但是仍然缺乏长期投资者,“炒作”和投机的气氛较浓。

四、政策资源方面的制约因素

作为一种新兴的资本市场形态,风险资本市场的发展需要政府的强力扶持。政府政策措施扶持是吸引风险资本,特别是民间投资的主要条件。政府的政策措施在风险资本市场

的发育和发展过程中具有十分重要的作用,包括:一是增加风险资本的供给,即政府允许一定比例的退休基金和保险基金等机构投资者进行长期风险资本,利用税收政策激励个人和民间机构进行风险资本,出资介入风险资本,起到引导和示范作用;二是降低投资者风险,即政府通过资助投资前的技术评估和审计,通过对风险资本的部分股份担保或损失补偿,来降低投资者风险;三是增加流动性,即政府采取多种政策措施通过鼓励企业收购兼并、培育产权交易市场、培育高新技术企业股票二级市场等退出渠道,来提高风险资本的流动性;四是促进产业化,即政府采取风险分担税制、特许贷款制度、信息咨询服务等多种政策措施来促进高新技术产业化。近年来我国中央和各级地方政府已经出台了扶持高科技企业的政策措施,但是对于投资于高科技企业的风险资本者和风险资本管理企业的扶持政策却很少,在市场进入、税收优惠、投融资管理等方面没有针对风险资本的扶持性政策法规。政策资源配置失衡,使民间资本很难进入风险资本市场,造成政府风险资本的比例长期过高,违背了风险资本市场化的基本原则。

1. 财政政策失衡。

由于没有专门的税收政策,风险资本公司要执行一般实业投资公司的税收规定,对投资公司的收入征一次税,对投资人分得的收入又征一次税,这种重复征税的做法显然不符合国际惯例。另一方面,虽然风险资本公司是专业投资于高新技术企业的,但又不能享受高新技术企业的税收优惠。

2. 金融风险防范政策过度对风险资本市场发展产生了不利影响方面。

亚洲发生金融危机以后,我国政府和金融机构对金融风险的防范采取了严格的措施。虽然金融风险并不来自于风险资本市场,但风险防范所形成的社会心理对以高风险的新生企业为投资对象的风险资本市场也产生了不利影响。这种影响主要表现在新生企业的融资更加困难、金融机构的业务创新放慢甚至停顿、有关的政策措施迟迟不能出台等。

3. 证券市场相对规模较小和结构单一。

我国的国情决定了证券市场的首要任务是为国企改革服务,帮助国企脱困和建立现代企业制度。这种计划式的单一功能在一定程度上造成了证券市场相对规模较小和结构单一的问题。从规模上看,2000年沪深两市上市公司的流通市值仅约占GDP的10%,与发达国家甚至很多发展中国家差距甚大,与庞大的潜在上市资源和社会闲置资金不相适应;结构单一主要表现在上市公司构成单一和市场缺乏层次性上,我国目前还没有一个为多种经济成分的高成长性新生企业服务的市场。

五、中介方面的制约因素

风险资本市场是一个有组织、有中介的市场,除了风险资本家本身就是一个中介外,还需要一系列针对风险资本机构、高科技企业,以及政府、投资人、公众等的中介服务机构。这些中介服务机构主要包括标准认证机构、知识产权增值机构、项

目市场咨询机构、专业融资担保机构、行业协会等等。随着风险资本市场的不断深入发展,市场分工越来越细,对中介服务机构的的要求会愈来愈高。中介服务机构的经济功能体现在两个方面:一是通过专业分工提高效率;二是通过规范化和规模化的信息搜集和传播,降低市场信息的不对称性。风险资本市场是一个高度专业化和信息不对称的市场,这就要求有较完善的中介服务与之配合。不仅如此,由于技术、产品、市场、财务等方面存在高度的不确定性,而市场参与者之间又是依靠一定契约相连接,因此要求有较规范的中介服务体系。中介服务的缺位或不规范运作,会限制风险资本市场游戏规则的普遍应用,严重阻碍市场的发展。

经过多年市场经济实践,我国经济运行中的中介服务机构有了较大发展,律师事务所、会计师事务所、资产评估事务所、投融资咨询机构、证券商等在逐步发展壮大,但风险资本市场所需的特殊中介服务机构,如行业协会、标准认证机构、知识产权评估机构等还比较缺乏。在这种情况下,科技企业家和风险资本家往往要做很多自己专业以外的事,降低了市场效率。除专业性中介服务机构不到位外,目前还存在着中介服务不规范的问题。

六、风险资本管理方面的制约因素

风险资本的供给是影响风险资本市场发展的重要因素之一。资金供给的数量和价格是紧密联系在一起,主要受到两个因素的影响:①政府的限制,即政府规定可以进入风险资本市场的资金类型和数量,包括国际资本和国内资本两部分。对国内资本的限制主要表现在机构投资者上。美国风险资本市场的发展,在相当程度上依靠退休基金和保险基金提供资本,其所提供的资本占风险资本总额的一半以上。②经济环境,即风险资本供给的数量和价格取决于所处经济环境所能提供的机会收益。一个低利率的经济环境有利于增加风破资本的供给,而一个泡沫化程度较高的经济环境则不利于从事长期的风险资本。

现阶段,我国发展风险资本市场具备较好的资金条件:①中国人民银行多次降低银行利率,已形成了一个低利率的宏观经济环境;②退休基金、保险基金等机构已积蓄了相当的资金。③很多上市公司筹集的资金在寻找项目。④最富裕的部分居民手中有大量闲置资金。但是,要将这种潜在资金供给引入市场,需要很多条件。首先必需要有规范的投资管理主体,即风险资本家。目前由于政策法规的限制,风险资本管理主体几乎都是政府出面兴办的,民间几乎不可能登记注册风险资本公司,更谈不上引入创新的有限合伙基金形式。因此,投资管理主体缺位限制了风险资本业的资金供给。

七、人才方面的制约因素

在风险资本主客观诸多要素的组合中,最重要的是人才资源。众多开创高新技术产业的科技企业家和风险资本家,

往往是具有冒险精神和创业精神的社会精英,他们敢于冒险、勇于开拓,是兼有对科学技术的前瞻力和对市场的敏感嗅觉的复合型人才。这些人才在市场上的聚集与竞争,是推动风险资本市场发展的最重要的力量。

风险资本市场在我国是一个新生事物,需要大量创新型人才来运作。人才是市场创新的组织保证。改革开放以来,市场经济培养出了大批优秀的企业家,但在资本市场上,我国目前既缺乏了解国外情况又熟悉中国国情、能提出系统实施方案和政策设计的专家,又缺少在微观投资活动中担负风险资本家重任的人才。

八、退出机制方面的制约因素

中国正处于由计划经济体制向市场经济体制转轨的阶段,市场尚不完备。首先,目前缺乏健全的产权交易市场和股

票交易市场,由于产权交易市场不发达,收购兼并并不多见,对投资成功的项目,大多数风险投资公司只能收红利,而对投资失败的项目,没有有效的转让或清算的方式。在企业的产权交易中,政府这双“看得见的手”干预过多,“拉郎配”现象严重。产权不能流畅、自主、自由地交易,严重制约着创业投资的发展。而在现有沪深A股股票交易市场上,非流通股(包括法人股、国家股)占总股本的70%左右,法人股不能流通,使可能的风险资本无法实施顺利退出,造成风险资本投入容易撤出难。其次,目前我国风险企业上市发行股票较为困难。由于二板市场还未建立,尽管正规的股票市场得到了较快的发展,但由于高新技术企业大多属于中小企业,不够上市条件,难以上市。缺乏有效的风险资本退出机制,是目前我国最具根本性的制度缺陷。建立我国风险资本市场机制的核心,就在于要为风险资本提供一套有效的市场退出机制,这又是一个涉及到制度创新的问题。

The Conditioned Factors of the Venture Capital Market in China

DOU Er-xiang

(Northwest University, Shanxi:710069)

Abstract:Being a newly emerged form of capital market, venture capital market operates on an inherently unique regularity basis with a geared environment to its coming into being and development. The paper elaborates on the conditioned factors concerning china's venture capital market from eight aspects.

Keywords:Venture capital market; Innovation; Conditioned factors.

(上接第 67 页)

A Comparison and Analysis of the Relationship between the Two Endowment Insurance Patterns and Social Economic Factors

WANG Su-fen¹ ZHU Xi² YU Xiao-jian³

(1.Donghua University, Shanghai:200051; 2.Shanghai Jiaotong University, Shanghai:200052; 3.Chinalift Insurance Company,Shanghai:200021)

Abstract:The paper analyses the relation between the two endowment insurance patterns as cash receipts and cash payments and fund accumulation and several social economic factors such as tendency of population aging, social economic growth, inflation, savings. Economic growth affects the two patterns in different ways. For cash receipts and cash payments, if the growth becomes slow, it'll further burden endowment insurance supply for future workers the effect of which resembles that of the increase of proportion of elderly population in the gross population; for fund accumulation of, the slow economic growth will have the interest rate stand at a relatively low point for long which does not help the effective increment, thus leading to lessen the proceeds for the future retirees. Compared with cash receipts and cash payments, fund accumulation will bring forward a high savings level.

Keywords: Endowment insurance; Mode of cash receipts and cash payments; Fund accumulation pattern; Comparison and analysis.