
国家社科基金(00BJY107)后续研究成果

国际风险资本运作、退出 与多层次资本市场体系

Study on the International Venture Capital
Operation, Exit and Multi-capital Market System

戴志敏 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

前 言

随着知识经济的到来和我国科教兴国战略的实施,风险投资已越来越受到各方面的关注。国内外成功经验表明,风险投资是促进高新技术发展及产业化的有效形式。一批高技术企业在风险资本的支持下脱颖而出,不少高技术企业成功地进入了国内或海外的资本市场,实现了风险投资的完整流程。

值得注意的是,20世纪90年代以来,国外一些风险资本正悄然进入中国的风险投资领域,他们已经成为引进外资中的一种独特而新出现的投资行为,其发展势头和影响不可小视。今后几年将是我国高科技产业继续蓬勃并走向健康发展的关键年份,经历了波折的中国高技术风险投资业将会以全新的投资环境、人才市场、项目质量来迎接更多的资金。网络股的降温使得国际风险投资家变得理性,但它们并没有因为遇到挫折而退缩。国内外的风险投资者都必然看好这个市场并大施手脚。

对于国际风险资本的进入,理论界和实务界已开始进行初步的研究。但鉴于国际风险资本的特殊性,国内目前对于这种有别于一般合资模式的风险资本进入中国的规模、行业、运作方式以及对我国经济所可能产生的影响缺乏深入而系统的研究,特别是由于风险资本退出渠道的不畅通使得国际风险资本疑虑重重。这就使笔者觉得有必要对这一现象进行深入地调查分析、研究探讨。本书通过大量的调研和资料搜集,指出国际风险资本进入中国的规模、特征、原因及对中国可能产生的影响,着重探讨了国际风险资本在中国投资所存在的退出障碍,在评价海外多层次资本市场与退出渠道后,对于中国多层次资本市场设立的必要性进行了具体制度设计,并提出应建立相应的制度环境。

本书主要内容如下:

一、对国际风险资本在我国的运作特征作总体描述(第1~3章)。

本书在从理论上分析了风险投资的基本原理和运作以及国内外研究现状后,指出了国际风险资本在我国投资总体规模、投资的行业与企业发展阶段特征、投资区域特征。分析和比较了国际风险资本选择项目的依据及评价项目的定性和定量方法。作为一种特殊的投资方式,风险投资的组织形式也有其特殊性,本书对国际风险资本在中国的组织形式与投资策略也进行了分析。

二、分析了国际风险资本进入中国的影响与成因(第4章)。

国际风险资本既然已进入中国,那么它们对我国的经济和金融等方面必然

会有影响,这种影响是多方面的,本书分析了国际风险资本进入中国的作用与影响。指出国际风险资本的进入有利于促进中国风险投资业的发展、有利于促进我国中小科技企业发展和技术创新、有利于发展中小科技企业,培育新的经济增长点、有利于加快高新技术成果产业化和产业结构的转换。同时,通过分析国际风险资本与中国资本市场的关系,指出国际风险资本的进入对我国的资本市场开放与监管将是一个挑战。

本书还通过比较研究现有的国际直接投资的理论,指出了风险投资与国际直接投资的异同,给出了国际风险资本流动成因的一种理论上的新诠释,提出了用双重整合优势互动投资模型来描述国际风险资本投资动因。

三、论述了国际风险资本进入中国的退出问题(第5章)。

本书的第五章对国际风险资本在中国遇到的退出问题进行了重点剖析。作者分析了风险投资退出的作用,在对风险资本退出方式决策的理论模型分析的基础上,分析了国际风险资本退出渠道的选择;并且全面地分析了公开发行上市的障碍与股份收购及转让的障碍,指出这两类障碍将会阻碍国际风险资本投资中国的步伐。

四、研究了国际风险资本退出与多层次资本市场体系的构建以及相应的运作环境(第6~7章)。

针对国际风险资本在中国遇到的退出障碍,本书研究了多层次资本市场体系的必要性,并且利用经济学中的分工理论,对多层次资本市场存在的理论依据进行了研究。学界对主板市场的研究已经很多,本书则从主板外市场角度着手,在比较研究海外多层次资本市场体系的成败基础上,着重从中小企业板的建立与未来演化、产权交易市场的完善、海外上市三个角度探讨了我国多层次资本市场体系的制度安排,并提出自己的一些见解。

另外,本书还探讨了国际风险资本退出与多层次资本市场的运作环境。笔者认为,要使我国的风险投资业得以兴旺,首先应从制度上完善我国风险投资体系,同时,要正确引导国际风险资本的行为,加强监管与风险控制。另外,特别要完善法律体系,以确保多层次资本市场的运转。

本书是在笔者承担的国家社科基金“国际风险资本进入中国的特征、影响及对策研究”(00BJY107)和博士学位论文基础上修改而成。笔者相信,随着中国对外开放力度的加大,国际风险资本进入的规模也会不断增加,新的观点和研究成果也会不断出现。本书的研究也是抛砖引玉,相信会有更多更好的有关国际风险资本方面的研究成果问世,让我们共同为繁荣我国的风险投资业而努力。

值此本书付梓之际,我要感谢我的导师金雪军教授的悉心指导;感谢他在我攻博期间以及平时的工作中的悉心指导和谆谆教诲。我还要感谢妻子和儿子,正是由于他们默默无闻的奉献和一贯的支持与鼓励,才使我有信心和毅力完成

全部的攻博学业。我还要感谢在本书资料的调查过程中给予大力支持的诸多风险投资公司和风险投资专家的支持,正是有他们的鼎力相助,才使得本书对于国际风险资本在中国的投资行为有较为全面的认识。另外,还要感谢浙江大学出版社傅百荣先生的大力支持和帮助。书中不妥之处还请读者不吝指正。

戴志敏
于浙江大学求是园
2007 年 12 月

目 录

1 导论	001
1.1 本书研究的背景、目的和意义	001
1.2 本书研究的方法与基本内容	002
1.3 本书的创新之处	004
2 风险投资的理论与研究综述	007
2.1 关于风险投资及其作用研究	007
2.2 风险投资中的信息经济学与委托—代理理论	017
2.3 关于有限合伙制风险投资的组织形式研究	020
2.4 关于国际风险资本在中国的投资行为研究	022
2.5 关于我国风险投资发展的问题与对策研究	025
2.6 关于风险投资项目评估的量化方法分析	029
2.7 关于风险投资退出与多层次资本市场研究	031
3 国际风险资本在中国的运作特征分析	041
3.1 国际风险资本在中国的投资概况	041
3.2 国际风险资本在我国投资的行业与阶段特征	043
3.3 国际风险资本投资的区域特征	052
3.4 国际风险资本的项目选择特征	056
3.5 国际风险资本在中国的组织形式与投资策略	065
3.6 近年来国际风险资本的动向	075
4 国际风险资本进入中国的影响与成因	085
4.1 国际风险资本进入中国的影响	085
4.2 国际风险资本进入中国的成因	099
4.3 双重整合优势互动投资模型	122

5	国际风险资本在中国的退出问题分析	133
5.1	风险投资退出的作用	133
5.2	风险资本退出方式决策的理论模型	136
5.3	国际风险资本退出渠道的选择	140
5.4	国际风险资本在中国的退出障碍	146
6	国际风险资本退出与多层次资本市场体系的构建	151
6.1	风险投资的退出特征决定了多层次资本市场的必要性	151
6.2	多层次资本市场的理论分析——基于分工理论的研究	154
6.3	海外多层次资本市场与风险资本退出	159
6.4	多层次资本市场对于国际风险资本退出的制度安排	182
7	国际风险资本退出与多层次资本市场环境的完善	224
7.1	从制度上完善我国风险投资体系	224
7.2	正确引导国际风险资本的行为,加强监管与风险控制	233
7.3	完善国际风险资本退出的法律体系	239
8	结 论	251
	附 录	253
	附录 1 进入中国的部分国际风险资本一览表	253
	附录 2 2006 年度部分在中国的海外风险投资	260
	参考文献	262

1 导 论

1.1 本书研究的背景、目的和意义

1.1.1 本书研究的背景

随着知识经济的到来和我国科教兴国战略的实施,风险投资已越来越受到各方面的关注。国内外成功经验表明,风险投资是促进高新技术发展及产业化的有效形式,风险投资创造了微软、苹果、雅虎、搜狐等一大批商业神话。从 20 世纪 80 年代中后期开始,我国制定了一系列的政策,鼓励成立高新技术风险投资公司,但由于对风险投资认识上的不足以及当时市场条件和法规的制约,风险投资当时在我国并没有真正形成气候。1998 年 3 月,在两会召开之际,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”,引起了政府和社会各界的广泛关注。目前,政策的支持、舆论的大力宣传、民间资本的增加以及各类市场的逐步成熟,都为风险投资创造了良好的条件。一批高技术企业在风险资本的支持下脱颖而出,不少高技术企业成功地进入了国内或海外的资本市场,实现了风险投资的完整流程。

值得注意的是,20 世纪 90 年代以来,国外一些风险资本正悄然进入中国的信息产业、生物制药等风险投资领域(如美国国际数据公司 IDG、美国太平洋技术创业投资基金(中国)(PTV-CHINA)、J.P 摩根的“纽约对华发展基金”、荷兰的 ING 集团等),他们或投石问路,或初露锋芒,成为引进外资中的一种独特而新出现的投资行为,其发展势头和影响不可小视。尽管这两年随着网络股的退潮,全球的风险投资暂时处于低潮,但痛定思痛,风险投资家变得更为理智和成熟。事实上,近几年国际风险资本对我国的投资和考察从来也没有停止过*。

国内目前对于这种有别于合资模式的风险资本进入中国的规模、行业、运作

* 在撰写本书的过程中,笔者作为负责人同时承担了国家社科基金课题“国际风险资本进入中国的特征、影响及对策研究”(00BJY107)的研究工作,同时在自己的博士论文中,对国际风险资本在中国的行为进行了较为深入的剖析,本书的许多实证分析也是在大量的调研基础上完成的,详见本书第 3 章内容。

方式以及对我国经济所可能产生的影响缺乏深入而系统的研究,有关部门在对待国际风险资本的政策方面也不明确,特别是在国际风险资本的退出与多层次资本市场建设方面缺乏深入的研究和相应的政策,争论较多,这就使笔者觉得有必要对这一现象进行深入地调查分析、研究探讨,理清思路,从而制定相应的对策。

本书题目是基于国际风险资本运作以及遇到的退出问题,探讨多层次资本市场对于国际风险资本退出的制度安排的重要性而确定的。

1.1.2 本书研究的目的和意义

研究目的:本书通过对国际风险资本进入中国的规模、行业、运作方式的分析,探讨了外国风险资本进入对我国高科技产业所可能产生的影响和国际风险投资家在中国遇到的退出障碍。文章试图从深层次上找出产生这些障碍的原因,并通过对多层次资本市场体系的研究,找出克服这些障碍的途径和思路,为更有效地利用国际风险资本提供思路,从而深化对风险投资的研究。

因此,从理论意义上看,本书的研究是对风险投资一般机理研究的深化,开拓了新的研究领域,是对国际风险资本流动这一 20 世纪 90 年代新出现的现象进行深层次的剖析;从实际意义上看,有助于我国在加入 WTO 后更合理地利用国际风险资本、调整和完善引进外资的政策,促进技术创新和经济可持续发展。同时对于有关部门制定风险投资发展总体战略、建立和完善多层次资本市场,支持高新技术企业的成长,都具有重要的参考和指导意义。

1.2 本书研究的方法与基本内容

本书采用理论探讨与案例调查分析相结合、定性分析与定量分析相结合的方法。理论探讨主要是从理论上把握风险投资的内在机理、国际风险资本的流动原因及各国风险投资的机制与政策;本书运用经济学原理和方法(如决策论、信息经济学、委托代理理论、分工理论等)对一些理论问题(如国际风险资本的流动成因、风险项目的评估、风险资本的组织形式、风险投资的监管、多层次资本市场体系等)也给予了较完整的论述。鉴于本书聚焦于实证研究,笔者在写作过程中,克服各种困难,对大量的风险投资企业进行了调研,力求对国际风险资本在中国的总体特征有所把握,以利我们找出问题,提出解决方案。

由于现有研究对国内的风险投资本身的运作机理以及风险投资与高新技术产业关系研究较多,本书另辟蹊径,着重从前瞻性研究角度出发,抓住国际风险资本的退出障碍这一困扰国际风险投资的难点,提出了建立和完善多层次资本

市场体系的构想,并对此进行了详尽的阐述。

全书共分八章,主要内容如下:

第一章为导论,主要阐述了本书研究的背景、本书研究的目的和意义、本书研究的方法与基本框架以及本书的主要创新之处,它起着纲要性的作用。

第二章为风险投资的理论与研究综述。发展风险投资,必须了解风险投资体系的基本原理和运作以及国内外研究现状。因此本章在分析风险投资及其作用的基础上,较为全面地评价了风险投资中的信息经济学与委托—代理理论、有限合伙制风险投资的组织形式、关于国际风险资本在中国的投资行为研究、关于我国风险投资发展的问题与对策研究、关于风险投资项目评估的量化方法分析、关于风险投资退出与多层次资本市场研究等。目的是使我们掌握已有的研究理论与研究动向,为从新的角度研究风险投资打下基础。

本书的第三章对国际风险资本在中国的运作特征进行了较全面的分析。本书指出了国际风险资本在我国投资总体规模、投资的行业与企业发展阶段特征、投资区域特征。分析和比较了国际风险资本选择项目的依据及评价项目的定性和定量方法。作为一种特殊的投资方式,风险投资的组织形式也有其特殊性,本书在从理论上对国外风险投资组织形式比较后,对国际风险资本在中国的组织形式也进行了分析。不同的组织形式必然导致不同的投资行为。此外,该章还就国际风险资本的动向进行了探讨。

国际风险资本既然已进入中国,那么它们对我国的经济和金融等方面必然会有影响,这种影响是多方面的,本书的第四章分析了国际风险资本进入中国的影响与成因。指出国际风险资本的进入有利于促进中国风险投资业的发展、有利于促进我国中小科技企业发展和技术创新、有利于发展中小科技企业,培育新的经济增长点、有利于加快高新技术成果产业化和产业结构的转换。同时,通过分析国际风险资本与中国引进外资的关系,指出国际风险资本的进入对我国的资本市场开放与监管将是一个挑战。

就国际风险资本进入中国的成因而言,从国际范围看,国际经济的全球化,一体化促使国际风险资本的形成;从国内看,引进外资的增加和区域环境优势吸引了国际风险资本的介入。中国高新技术产业发展的资金需求及巨大的市场也使国际风险资本愿意介入。本书还通过比较研究现有的国际直接投资的理论,指出了风险投资与国际直接投资的异同,给出了国际风险资本流动成因的一种理论上的新诠释,提出了用双重整合优势互动投资模型来描述国际风险资本投资动因。

本书的第五章对国际风险资本在中国遇到的退出问题进行了重点剖析。本书分析了风险投资退出的作用,本章在对风险资本退出方式决策的理论模型分析的基础上,分析了国际风险资本退出渠道的选择;并且全面地分析了公开发

上市的障碍与股份收购与转让的障碍,指出这两类障碍将会阻碍国际风险资本投资中国的步伐。

第六章研究了国际风险资本退出与多层次资本市场体系的构建的关系。针对国际风险资本在中国遇到的退出障碍,本章指出国际风险投资的退出特征决定了多层次资本市场体系的必要性,并且利用经济学中的分工理论,对多层次资本市场存在的理论依据进行了研究。学术界对主板市场的研究已经很多,本书则从主板外市场角度着手,在比较研究海外多层次资本市场体系的成败以及对风险资本退出作用的基础上,着重从中小企业板的建立与未来演化、产权交易市场的完善、海外上市三个角度探讨我国多层次资本市场体系以及对于国际风险资本退出的制度安排,并提出自己的一些见解。

第七章探讨了国际风险资本退出与多层次资本市场环境的完善。笔者认为,要使我国的风险投资业得以兴旺,使得国际风险资本能够顺利退出,首先应从制度上完善我国风险投资体系,同时,要正确引导国际风险资本的行为,加强监管与风险控制。另外,要完善法律体系(特别是有关风险资本退出的法律),以确保多层次资本市场的运转。

第八章是结论。

本书研究的基本框架如图 1.1。

1.3 本书的创新之处

目前,研究风险投资的成果可谓林林总总,笔者对此也进行了较长时期的跟踪,也有了一些研究积累(见附录 2)。笔者发现,现有的大多数研究对于风险投资的微观运作机理研究较透彻,而针对国际风险资本流动以及可能出现的退出障碍研究不够。为此,笔者的研究由小及大,尝试从国际风险资本在中国的运作以及退出的实证研究角度出发,探讨解决问题的可行途径。本书的创新之处有以下几点:

1. 通过实证调查,对中国境内国际风险资本的规模及投资主体、行业特征、区域特征和企业发展阶段选择、组织形式、进入与退出的渠道选择有更进一步全面的阐述。从笔者检索到的大量国内文献看,本书在这方面的研究是较全面和有深度的。

2. 在较为深入探讨了国际直接投资与国际风险投资异同的基础上,设计了双重整合优势互动投资模型,着重从内外两方面因素重点探讨国际风险资本进入中国的成因,从理论上对国际风险资本流动的动因进行了诠释,以便把握国际风险资本的流动规律。

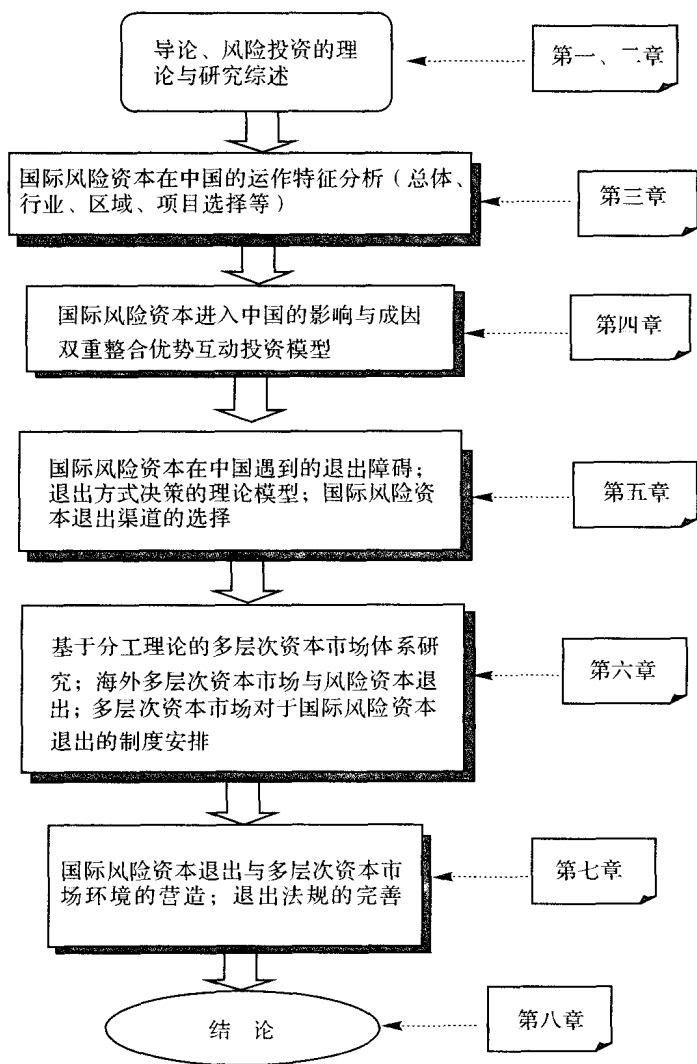


图 1.1 本书研究的基本框架

3. 风险资本的退出环节至关重要,它是国际风险资本能否顺利完成风险投资流程的关键环节。本书着重从国际风险资本在退出中遇到的障碍入手,利用决策理论建立了风险资本退出方式分析模型,并利用经济学中的分工理论从理论上分析了多层次资本市场对于国际风险投资家退出的作用。

4. 本书在比较研究海外多层次资本市场体系的成败以及对风险资本退出作用的基础上,着重从中小企业板的缺陷与未来演化、产权交易市场的完善、海外上市三个角度探讨了我国多层次资本市场体系及其对于国际风险资本退出的制度安排,国际风险资本可以根据各自的实力选择相应的市场,投资者也可以根据

自己对信息和风险的判断选择不同的市场。这在一定程度上弥补了以往在这方面的研究不足。

5. 本书认为,国际风险资本退出与多层次资本市场体系的建立有赖于外部环境的改善,而这在中国恰恰又是很缺乏的。本书特别对有关国际风险资本退出的法律体系进行了深度剖析,并就风险投资进入主体和运作制度、监管体系和风险控制进行了较为深入的分析。

2 风险投资的理论与研究综述

发展风险投资,必须了解风险投资体系的运作。1998年我国政协第一号提案推出后,近两年(尤其是1999年以来)国内对于风险投资进行了大量的研究与介绍,除了介绍国外风险投资发展的经验性描述外,还逐步从理论上对风险资本的国外研究进行了评介。从研究时间看,国外对风险投资的研究始于20世纪80年代,90年代后才较为发展,而且主要集中于美国,来自欧洲和其他国家的研究较少,这与风险资本在美国较为活跃而在其他地方不甚成功有关。研究选题主要集中在风险投资体系的微观机制和宏观环境方面,国内学者在90年代末也开始对风险投资的机理及其中国发展风险投资的思路进行了研究。如风险投资(家)的作用、契约机制和风险企业公司控制、风险投资组织形式、投资评估和决策程序、退出路径、税法和养老金法案、金融环境、区域经济影响等方面。

2.1 关于风险投资及其作用研究

2.1.1 风险投资的定义

风险投资的英文名是“Venture Capital”,也被译作创业投资。有关风险投资的定义,根据美国全美风险投资协会的定义,风险投资是指由职业金融家对新兴的、迅速发展的、蕴藏着巨大竞争潜力的企业的一种权益性投资。美国风险投资专家 Kortum 和 Lerner(1998)认为,风险投资是一种投资于新兴的、私人公司的权益投资,投资者直接参与公司的经营管理。Gilson Black(1999)和 Gifford Sharon(1997)也认为,风险投资是由专业的风险投资组织(基金)投资高成长、高风险、高技术企业的一种权益性投资。

世界经合组织科技政策委员会于1996年发表了一份题为《风险投资与创新》的研究报告,该报告对风险投资所下的定义是:风险投资是一种向极具发展潜力的新建企业或中小企业提供股权资本的投资行为,其基本特征是:投资周期长,一般为3~7年;除资金投入之外投资者还向投资对象提供企业管理等方面的咨询和帮助;投资者通过投资结束的股权转让活动获取投资回报。

广义的风险投资是指对一切开拓性、创造性经济活动的资金投入。例如,19

世纪末 20 世纪初对美国铁路、钢铁等新兴工业的投资以及当前对高新技术产业的投资都可以称为风险投资。而狭义的风险投资一般是指对高科技产业的投资。随着近年来风险投资在中国的掀起,国内学者也开始关注风险投资的特征并加以研究。

风险投资具有很强的阶段性特征,一般要经历三个阶段,即种子(seed)期、启动(start up)期和扩展(expansion)期(Jeng&Wells,2000),中国学者王国刚(1998)提出了风险投资的五阶段即种子(研制开发)阶段、初创(事业开创)阶段、幼稚(早期发展)阶段、产业化(完善成熟)阶段和市场化(持续发展)阶段,这是把三阶段进一步细化,其中初创和幼稚阶段相当于启动阶段,产业化和市场化阶段相当于扩展阶段。美国学者 Jain(2001)认为,由于风险企业在成功之前要面临无数的失败,因此,风险投资企业具有很强的长期绩效特征。

对于风险投资企业的收益,英国学者 Mason 和 Harrison(2002)通过对英国 127 家风险投资公司的调查,结果表明,有 34% 的投资是亏损,13% 的投资是部分亏损或平衡,23% 的公司内部收益率超过 50%,其余则低于 50%,平均投资期限为 4 年。这种情况比美国早期的风险投资的高失败率似乎有所改观(Jeng & Well,2000)。

风险投资既是一种投资,也是一种融资,需要多元化的市场主体和多层次的市场体系。传统的风险投资主体主要源于一些富有的个人和非专业管理的机构(如大公司)资金,以投资于种子期和初创期为主,即所谓的天使资本。风险投资巨大成功的示范效应以及 70 年代后期美国政府的一系列宽松的支持措施,尤其是美国劳工部等部门允许联邦登记的养老基金、保险基金等机构投资者投资于新兴企业和风险投资基金的政策,大大拓宽了风险投资的资金来源,增添了风险资本的机构性质,而投资基金这种组织化金融产品的介入,使得风险投资更富吸引力。从联邦储备委员会 1995 年公布的统计同样可以看出(见表 2.1,Fenn 等,1995),风险资本的投资主体实现了多元化。

表 2.1 有限合伙企业形式的风险投资基金投资者结构(%)

资金来源	1980-1985	1986-1992	1992-1994
养老金	31	45	49
企业养老金	26	27	23
社会养老金	5	18	26
基金会	8	12	12
银行持股公司与保险公司	13	12	17
个人与家庭	18	11	9
投资银行与公司	13	10	4
其他	17	11	9

资料来源:Fenn, G. W, Liang, N. Prowse, S. ,1995. The Economics of the Private Equity Market, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC 20551.

总体上讲,风险投资活动具有如下五个主要的特征:

(1)它是一种高风险的投资。由于风险投资主要支持创新的技术与产品,没有固定资产作为贷款的抵押和担保,因此在技术、经济及市场等方面的风险都相当大,其成功率平均只有 20% 左右。但在高级专业人才的管理下,风险被尽可能减少,资本尽可能得到最大增值。因此,它被誉为是“勇敢的资本”。

(2)它是一种风险组合投资。每一被投项目都有风险。为了分散风险,风险投资通常投资于一个包含 10 个项目以上的高新技术项目群,利用成功项目所取得的高回报来抵偿失败项目损失并取得收益。

(3)它是一种长期投资。风险投资一般要经过 3~7 年才能通过脱资取得收益,而且在此期间通常还要不断地对有成功希望的高新技术项目进行增资。由此,它也被誉为“耐心的资本”。

(4)它是一种权益投资。风险投资是一种权益资本投资,而不是一种借贷资本投资,因此其着眼点并不在于投资对象当前的盈亏,而在于它们的发展前景和资产的增值,以便能通过上市或出售而脱资并取得高额的资本利得回报。

(5)它是一种主动的参与管理型的专业投资方式。风险投资不仅向创业者提供资金,其管理者——风险投资家还用他们长期积累的经验、知识和信息网络帮助企业管理人员更好地经营企业,尽力帮助创业者取得成功。

国外许多学者认为,风险投资与一般的金融投资存在差别。传统的金融投资假设金融市场是完全的,因此,投资取决于投资项目风险及无风险投资的回报。通过持有投资组合,投资者可以分散及减少组合风险。这就意味着投资者不会去追求那些具有更高回报但又有更大风险的投资项目(Brealey 和 Myers, 1996)。但是,Wright 和 Robbie(1998)认为,风险投资市场远非完全。这是因为:(1)并非所有的投资者在同一时点拥有相同信息;(2)风险投资是高度非流动的,股权不可能在任一时间售出,股权交易必定要花费较大的成本;(3)要对大量本身是不确定的投资进行分散组合是很困难的,因为一旦投资于某一风险企业,风险投资家将起着极为重要的作用,这样就限制了分散化过程的流动性;(4)风险投资企业要比一般的企业风险大,追求高收益高风险是其主要的投资目标和偏好。

国内目前对外国风险投资的发展研究已经很多,如吴沧澜、陈奎峰(2001)从新制度经济学的角度对美、日风险投资制度的变迁进行了比较,关立、刘入领(1998)对美、日风险投资的比较,刘曼红(1998)对国外风险投资的评介,吴沧澜、吴添祖(1999)、吕崇竹(2001)针对美国支持中小企业投资公司发展风险投资进行了分析。还有的学者认为,我国金融改革能够从风险投资得到三点启示:首先,风险投资的核心是创新,金融体制的改革也需要真正的创新。其次,在重视人才方面,金融业也应像风险投资一样,培养有责任心的专业人才、管理人才。

第三,在金融管理制度方面,美国有70%的风险投资采取有限合伙制,可以较地把权、责、利结合起来,形成有效的激励机制。这些都值得我们在金融改革中加以借鉴(刘曼红,2001)。因考虑到本书的重点非此,故不再赘述。

2.1.2 关于风险投资公司的投资过程

一、风险投资的四个主要阶段

风险投资公司的投资过程大致可以分为选择、协议、参与控制、退出四个阶段。

第一,选择阶段。风险投资家对他们寻找的企业有一套严格的审核标准。一是要了解所投资技术的可行性,二是了解风险企业的管理者。风险投资公司一般会选择自己所熟悉的行业,对看好的有发展潜力的技术项目进行投资。风险企业的管理人员也是风险投资家审核的重点,特别是创始人的性格和能力。因为在市场环境异常复杂、技术革新层出不穷的今天,企业是否拥有优秀的企业家以及一流的管理队伍已经成为企业成功的关键。

第二,协议阶段。风险投资家在选中想投资的风险企业后,便会与该风险企业就投资方式、投资条件、利润分配等问题进行协商,形成有法律效力的合同文件。国际上风险投资的经验表明,一般风险投资公司都会采用分段投资的投资方式,即分批投入资金,根据发展情况决定是否继续投资。这种投资方式的好处在于一旦风险企业出现问题,风险投资公司可以根据合同迅速抽身出来,避免“深陷”其中。

第三,参与控制阶段。投资项目启动后,风险投资家会积极加入企业的运作中,影响企业的重要行动和决策。一般地,风险投资家都会成为企业的董事会成员,对企业重大事项有投票权和否决权。风险投资家可以通过各种机制,发挥价值增值的作用,协助企业改善业绩、扩大生产和销售、提高效率和利润率,为投资者提供最大回报。在企业遇到困境时解决问题,协调公共关系等等。风险投资公司参与控制企业经营的主要目的是确保被投资对象增值与早日实现回收(申曙光、彭浩然,2001;Bergemann 和 Hege,1998)。

第四,退出阶段。风险资本的退出在风险投资过程中是极为关键的一步。只有顺利地退出,风险投资公司才能取得收益,进而进行下一轮风险投资。从国外经验看,有四种主要的风险资本退出方式:(1)初始公开招股(IPO)退出;(2)股权回购;(3)项目并购退出;(4)公司清算(Yolanda K. Henderson,1989; Edgar Parker 和 Phillip Todd Parker,1998)。

在我国,由于多层次市场还未真正建立,国内的退出渠道不多,许多发展较好的风险企业不得不谋求在海外上市。退出机制不健全,风险投资的发展受到极大的约束。在这一方面,一些学者也认识到,风险资本的顺利退出决不单纯是

风险投资者和风险投资公司“自己”的“小事”，而是牵涉整个风险投资事业的“大事”。建立风险资本的退出机制是我国发展风险投资的当务之急(申曙光,彭浩然,2001;王建清,2001)。

二、资本的分期注入和控制权要求

普林斯顿大学的 Neher, Darwin Victor(1994)认为,企业家由于自身独特的人力资本而使其项目增值。当企业家必须从外部融资时,这就给企业家带来了单向承诺问题(commitment problem)。即他不能许诺在将来不通过从项目中撤走其宝贵的人力资本来中断与投资者的关系。假定风险创业的投资是全过程的,而创业只提供唯一的一次回报,则由于存在事后分离的可能,企业家事先所能承诺给资本家的资本回报就非常有限。结果使许多有利可图的项目无法融资。从制度上克服单向承诺问题的办法是根据创业的进程进行分段。随着时间的推延,企业家的人力资本逐渐转移和沉淀到项目本身之中,因而随着新创企业的发展,更多的外部投资可以吸收进来。

因此,投资时风险投资家采用多轮次投资方法,以较好地解决不对称信息问题和控制投资风险(Yuk-Shee Chan,1990; Jeffrey J. Trester, 1998; Dirk,1998)。他们认为,风险投资家很少把一个企业完成经营计划所需要的外部资本一次性全部投入。相反,他们按照企业发展的明显阶段分期投入。这样做的结果是使每个企业在一开始就认识到它能得到的资本只够支持它达到实现这个阶段的目标。通过分阶段注入资本的办法,风险投资家保留了放弃前景黯淡项目的权利,也就是所谓的中断机制。

资本分期注入还会对创业家队伍产生激励作用。风险投资家提供给每个风险企业的资本都是非常宝贵的资源。在风险企业正常发展的情况下,分期投入可以避免风险企业家的股权一开始稀释过大,这样可以激励风险企业家。另一方面,风险企业发展不顺利,风险投资家将给予风险企业家严厉的惩罚。这些惩罚通常有两种基本形式:第一,再次增加的投资将要求以更高的比率和较低的价格稀释管理者的权益份额。第二,分阶段投资过程使风险投资机构有权彻底关闭创业企业。这是风险投资家保护其投资得到良好利用的重要措施。通过拒绝提供资本,风险投资家还可向其他资本提供者发出了该问题企业是一项糟糕投资的信号。

2.1.3 风险投资的作用

在国外,风险投资已日益发展,这种发展除了风险投资的供求关系发生变化外,根据 Gompers 和 Lerner(1999)的研究,在美国,风险投资促进了研究与开发以及中小企业的发展,进而促进整个经济增长。而研究与开发费用投入的增加、养老基金的介入、资本所得税率的下降又有效地促进了美国风险投资业的发展。