

公共风险资本与 私人风险资本合作机制研究

蔺楠◎著

014058434

国家自然科学基金项目资助(71050003)
高等学校博士学科点专项科研基金资助(20100078120001)

F832.5
194

公共风险资本与 私人风险资本合作机制研究

蔺楠◎著



F832.5
194



北航

C1745176

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公共风险资本与私人风险资本合作机制研究/蔺楠著. —上海:上海财经大学出版社, 2014. 8

ISBN 978-7-5642-1538-5/F · 1538

I. ①公… II. ①蔺… III. ①资本市场-研究-中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 297952 号

- ☐ 组 稿 李宇彤
- ☐ 责任编辑 李宇彤
- ☐ 封面设计 钱宇辰
- ☐ 责任校对 卓妍 赵伟

GONGGONG FENGXIAN ZIBEN YU SIREN FENGXIAN ZIBEN HEZUO JIZHI YANJIU

公共风险资本与私人风险资本合作机制研究

蔺楠著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址: <http://www.sufep.com>
电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

同济大学印刷厂印刷

上海景条印刷有限公司装订

2014 年 8 月第 1 版 2014 年 8 月第 1 次印刷

710mm×1000mm 1/16 13 印张 232 千字

定价: 36.00 元

序

科技是第一生产力,人类文明发展的每一次重大飞跃主要源于科技进步的重大突破。约瑟夫·熊彼特在《经济发展理论》中明确指出,不是资本和劳动力,而是创新才是资本主义发展的根本原因。美国自1991年以来的新经济时期,在很长一段时间内保持高就业率、高增长率、低通胀持续增长,传统经济理论无法对“两高一低”现象作出解释。美国总统科学顾问委员会认为主要源于对教育和科技的长期投入。林毅夫则指出,从发展经济学的角度来看,一个国家长期的经济增长必然是技术不断创新、产业不断升级、基础设施和制度安排不断完善的结构转型和变迁过程。科学技术是推动社会变革的重要动力,创新的活力和效力最终体现为生产力的提高、产业活力的增强、新兴产业的形成。新的科学发现随之带来的是新的产业革命,当前正在兴起的新科技催生出生物技术产业、新材料产业、新能源产业、环保产业等新兴产业。以科技创新为先导的产业转型升级,反映了现代科技和产业发展的趋势。建立在新科技革命基础上的产业创新意味着采用最新科技成果,其技术含量更高、附加值更高,也更为绿色。迈克尔·波特教授指出,竞争力是以产业作为度量单位的,产业创新的重要性,不只是新兴产业本身具有更高的效益和发展前景,更为重要的是,产业竞争力是一个国家和地区竞争优势所在。产业竞争力即产业创新与升级的能力,由于创新的新兴产业能够带动整个产业结构的优化升级,一个国家或地区在某一时期的竞争优势,体现为是否具有发展这个时代处于领先地位的新兴产业,形成具有自主创新能力的现代产业体系。在国际金融危机深刻影响下,世界主要国家重新审视和调整各自的经济发展方式,都将科技创新提升为国家发展战

略,纷纷大幅增加研发投入,竞相争夺技术、资金、人才、市场等创新资源,抢占战略性新兴产业发展的先机和主动权。国家政策和投资选择旨在经济能力的构建和增长。2007年由美国国家科学院/工程院和医学院发布的一份题为《迎接风暴:振兴美国经济,创造就业机会,建设美好未来》(*Rising Above the Gathering Storm: Energizing and Employing America for a Brighter Economic Future*)的报告,呼吁关注创新和经济增长的关系,指出,美国不能依赖过去的技术成就以支撑未来的经济增长。竞争委员会也就这个问题,敦促政策制定者在激励创新和改善美国竞争力方面投入更多的关注。全球的国家政策和国家投资都在促进经济增长、创造就业,用创新注入经济活力。

各国正在进行抢占科技制高点的竞赛,全球进入空前的创新密集和产业振兴时代。创新被认为是推动经济发展的原动力。继熊彼特创新理论之后,创新是以大企业还是小企业为主导,在学者间出现了分化。一些经济学家认为市场力量是快速技术变革的一个必要条件,其代表人物是约翰·肯尼斯·加尔布雷思。他们认为,现代研发(R&D)活动需要大量投资,在研发活动产生效果之前,需要很多年,在竞争性市场上,小企业很难获得大量资金从事这样的活动,也不能利用复杂的研发项目带来的规模经济;同时,在竞争市场上,企业不能获取他们努力所产生的所有的经济利润。如果企业很容易模仿新产品和产品改进,就不可能对R&D投资进行过多的资源配置,因此,这一派学者更倾向于大企业的高强度R&D投入更有利于创新的产生。然而,朱克斯和索尔斯进行了一项有趣的研究,他们调查了自1880年以来70个重大发明,发现其中54%属于个人独自发明,11%是个人和研究机构合作研究,仅仅1/3源于产业实验室。这在一定程度上印证了,在竞争性市场中,小企业也可能比具有垄断力的大企业更为先进。小企业的环境可能更有利于新构想的涌现,而大企业中的创造性却可能被它的官僚制度所抑制。此外,年轻的小企业必须创新才能生存,而竞争较少的大企业,很可能没有积极性去改良其产品系列或生产方法。近年来以生物技术和互联网技术为代表的创新实践显示,潜在的、革命性技术创新往往由小公司驱动。这些小公司主要从政府资助的学术机构和研究实验室衍生而来,虽然是

小的进入者,但却能在第一时间捕捉到商业机会。大企业更多着眼于既有客户,难免存在创新盲点,新进入者则能够更好地辨识和发现市场机会;新创企业大多属风险偏好型,而小企业的高失败率在某种程度上则意味着会有更多创新产品的引入。与此同时,相较于大企业的稳健收益激励机制,新创企业的激励机制更倾向于创新驱动。学者们发现,并不是所有产业的小企业对创新都富有贡献,小企业与产业创新的关系呈现产业偏好现象。新创企业对创新的贡献在产业的市场力量还没有相对集中的新兴产业特别突出。

高潜力、技术密集型创业公司和中小企业对创新具有很大的推动作用得到了广泛认可。经济合作与发展组织(OECD)过去十多年来一直致力于提高全球经济中中小企业和创业企业的竞争力。2000年,意大利博洛尼亚部长级会议之后发表的中小企业政策《博洛尼亚宪章》,被48个成员国和非成员经济体采纳,该宪章为各国提供了“促进创业和中小企业竞争力”政策效率提升的参考框架。2008~2009年金融危机期间,各国政府又先后出台了一系列促进中小企业融资的政策。美国、英国、芬兰等16国增加了政府担保和逆周期贷款合格企业的数目;丹麦、荷兰则给予新创企业特别的担保和贷款;瑞士等7国增加了政府出口担保;瑞典采用政府联合资助;英国、芬兰、加拿大等10国推行风险投资以及股权融资和担保;新西兰、丹麦、瑞典新计划项目,商业建议;法国等4国税收免除和延期;法国、泰国加强了信用中介。2010~2011年,大多数国家基本上保持或扩大了这些援助项目,并且一些新的要素或新的公共政策工具被用于改善中小企业和创业企业融资。

然而,高科技创业企业和中小企业由于风险较大、成功率低且资产规模较小,多以技术和专利等无形资产为主。此外,创立初期,科技型中小企业产品需求量也不稳定。总之,各方面原因使得这些企业无法满足传统金融机构对信用、抵押、担保以及安全等方面的要求,从而很难通过抵押贷款的形式从银行获得资金支持。同时,因为满足不了发行股票或债券的条件,也很难从资本市场募集到高速发展时期所需要的资金。大量企业常常因为无法筹集到亟须的资金而未能进入下一阶段的发展。创业企业和中小企业融资难、融资贵的现象在世界各国普遍存在。早在

1931年,英国议员麦克米伦(Macmillan)在向国会提供的报告中就指出中小企业融资难的现象和问题,认为由于中小企业对负债和资本的需求高于金融体系愿意提供的数额而导致融资缺口的存在,这被称为“麦克米伦缺口”。在此情况下,偏好高风险和高收益的风险投资作为一种新兴金融工具应运而生,弥补了传统投资市场的不足,为高新技术企业 and 中小企业融资开拓了一个重要渠道。

风险投资作为一种资本组织形态,通过给未上市的高成长潜力的科技创业企业、中小企业提供股权资本或者近似股权的资本,促进被投资企业快速发展,以实现其经营目标,最后通过股权的增值实现资本退出,获得高额资本回报。风险投资家一般会寻找产业中革命性的变化,在电子设备、软件、半导体、计算机服务、工业服务和生物技术方面,风险投资资助了大部分在行业内属于领先的企业。硅谷在方圆30英里内聚集了若干美国著名的高科技公司和风险投资机构,从而有了著名的“30英里规则”:在硅谷狭长的30英里的山谷内,每一个风险投资家都可以找到他想投资的技术,每一个创业者都可以找到至少一笔风险投资。在这样优势机制的环境中,硅谷迅速崛起,高科技公司如雨后春笋般成长起来,且几十年经久不衰,引领了每一轮的高技术浪潮。美国经济成功地从制造业为主转向高科技产业为引领的创新经济时代,垄断了20世纪最后30年几乎所有的高技术产业,如PC、电信、互联网、生物制药等。美国新经济的成功经验显示风险资本在创新驱动的经济发展中发挥着巨大的作用。

各国(地区)政府为了促进地区经济发展,纷纷借鉴美国的成功经验,试图通过政府干预促进当地经济发展。与此同时,一些国家的风险资本在推动本国科技创新方面却没有收到如期的效果。风险投资以及由此衍生的相关制度在全球普及过程中,除了以色列等少数国家取得显著成功外,太多的国家收获的是教训。在模仿先进制度的时候要能够放在历史和情境的坐标上,各国政府所在的法律体系等决定了政府如何运作,简单的模仿必然导致失败的结果。起源于美国的风险投资在全球普及的过程中,同产业扩张一样,也遭遇到全球化和地区适应性的问题,现有关于风险投资的研究中北美研究范式占主导地位,较少考虑风险投资

的制度背景,绝大多数研究是围绕风险投资运作机制展开的,对制度以及文化背景对风险投资运作效率的影响探讨得不够深入。本书在对风险资本循环过程解析的基础上,探索风险资本市场失灵与政府失灵的现象,就此展开公共风险资本与私人风险资本合作机制研究,继而在对中国风险企业、风险资本以及政府科技资助与风险投资体系耦合现状分析的基础上,给出我国公私风险资本合作机制优化的对策建议。

本书系作者国家自然科学基金项目“新兴产业集群形成中公共风险资本与私人风险资本合作机制研究”(项目编号 71050003)、教育部高等学校博士学科点专项科研基金资助项目“技术研发与产业化政府资助模式研究”(项目编号 20100078120001)的系列研究成果。上海财经大学学生田晗、宋辽、时雁、王明智、姚芸芸、冯海刚、余淑萍、高菲、吴海霞、林熙榕、祁婧、李轶敏、谢俊雄、丁杰、邢必力、宋豪俊、宋谦等作为课题组成员参与了本书的数据收集、资料整理以及前期的相关研究工作。

蔺楠

2014 年 6 月

目 录

序	1
第 1 章 风险企业、风险企业融资与风险投资	1
1.1 创业与风险企业	3
1.2 风险企业融资特征	4
1.3 风险资本与风险投资企业	7
1.4 风险资本循环过程——基于投融资双方互动视角	24
1.5 风险资本市场失灵分析	29
第 2 章 各国公共风险资本与私人风险资本合作实践	35
2.1 美国	35
2.2 以色列	46
2.3 德国	53
2.4 英国	59
2.5 中国	62
2.6 政府干预与政府失灵	90
第 3 章 公共风险资本和私人风险资本合作机制研究	101
3.1 公共风险资本和私人风险资本合作动机与合作意愿	101
3.2 “公私”公共风险资本合作机制研究	114
第 4 章 中国公私风险资本合作机制优化对策建议	138
4.1 风险企业发展与融资现状	138
4.2 风险资本市场发展与供给现状	143

2 公共风险资本与私人风险资本合作机制研究

4.3 中国政府科技资助与风险投资耦合现状 153

4.4 中国科技资助与风险投资体系的耦合效应提升 165

4.5 夯实中国风险资本市场运行环境 171

4.6 现行的政府引导基金机制评估与优化 175

4.7 公私风险资本合作的创新模式 180

参考文献 185

附录 全球风险投资组织 194

第 1 章

风险企业、风险企业融资与风险投资

迈克尔·波特教授依据推动经济增长的主动力把经济发展划分为三个阶段：第一阶段是要素驱动阶段，第二阶段是投资驱动阶段，第三阶段是创新驱动阶段。创新驱动是指利用知识、技术、企业组织制度和商业模式等创新要素对现有的资本、劳动力、物质资源等有形要素进行新组合，以创新的知识和技术来改造物质资本，提高劳动者素质及科学管理。各种物质要素经过新知识和新发明的介入与组合提高了创新能力，形成内生性增长。我国目前整体上处于投资驱动向创新驱动转型阶段。然而，我国各区域之间发展不平衡，国内各地区所处的发展阶段有一定差别。全球创业观察(GEM)是按照要素驱动、效率驱动和创新驱动对全球经济体进行划分。表 1—1 显示中国依据 GEM 的划分标准尚处于效率驱动阶段，美国、以色列、德国、英国处于创新驱动阶段。

表 1—1 全球创业观察经济体划分

地区	要素驱动经济体	效率驱动经济体	创新驱动经济体
拉美和加勒比海		阿根廷、巴巴多斯、巴西、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、厄瓜多尔、萨尔瓦多共和国、墨西哥、巴拿马、秘鲁、特立尼达和多巴哥、乌拉圭	
中东和北非	阿尔及利亚、埃及、伊朗、巴勒斯坦	突尼斯	以色列
撒哈拉以南非洲	阿格拉、博茨瓦纳、埃塞俄比亚、加纳、马拉维、尼日利亚、乌干达、赞比亚	纳米比亚、南非	
亚太区和南亚	巴基斯坦	中国、马来西亚、泰国	日本、韩国、新加坡、中国台湾
欧盟		爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚	奥地利、比利时、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、荷兰、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、英国

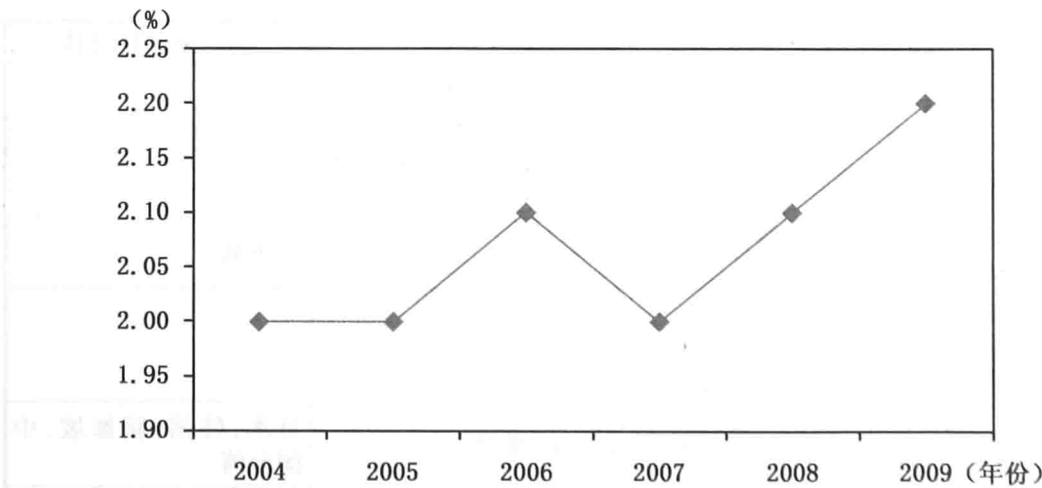
续表

地区	要素驱动经济体	效率驱动经济体	创新驱动经济体
非欧盟		波黑、克罗地亚、马其顿、俄罗斯、土耳其	挪威、瑞士
美洲			美国

资料来源：Global Entrepreneurship Monitor (GEM)2012 Global Report。

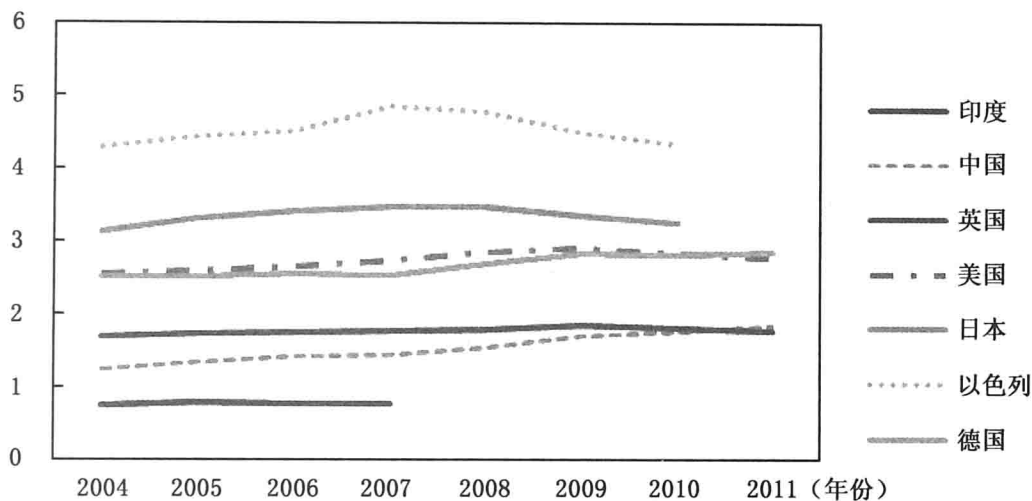
创新驱动的实质在于科技创新,过去常用的概念是技术创新,现在突出科技创新,反映出创新源头的改变。技术创新相当多的是源于生产中经验的积累、技术的改进、企业内的新技术研发。现在技术进步的源泉更多地来源于科学发明,特别是20世纪后期产生新经济以来,从科学上的重大发现到生产上的使用,转化为现实生产力的时间越来越短,缩短到十几年、几年。现在一个科学发现到生产上应用(尤其是产业创新)几乎是同时进行的。这意味着利用当代最新的科学发现的成果迅速转化为新技术可以实现大的技术跨越。例如,新材料的发现、信息技术和生物技术的突破都迅速转化为相应的新技术。这种以科学发现为源头的科技进步模式,体现了知识创新(科学发现)和技术创新的密切衔接和融合,是技术进步路径的革命性变化。

创新驱动本身需要足够的投入来驱动创新。知识以及人力资本溢出效应是经济实现持续增长不可或缺的条件。一国(地区)经济要实现高速增长,就需要在知识方面进行持续的投资,以实现知识和投资资本的相互促进、相互增长的良性循环。全球各个国家用于研究开发的资金在不断增长,如图 1—1、图 1—2 所示。这些研发费用的投入创造了诸多新技术,产业化需求催生了这些发达国家风险投资业的发展。



资料来源：世界银行(World Data Bank)、联合国教科文组织(UNESCO)统计研究所。

图 1—1 世界总的 R&D/GDP 趋势



注:2008年、2009年和2010年印度数据及2011年日本数据暂无。

资料来源:经济合作与发展组织(OECD)、科学与工程指标报告(2012)、中国国家统计局、世界银行、联合国教科文组织统计研究所。

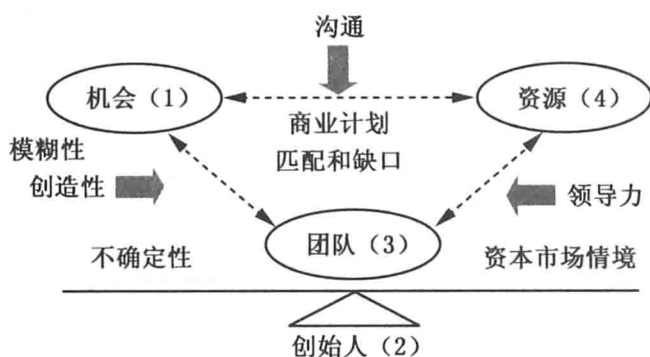
图 1-2 部分国家(地区)R&D/GDP

科技创新过程中,最需要也是最缺乏资金投入阶段的是科学发现成果孵化为新技术的阶段。在这一阶段,投资风险最大,潜在收益也最大,需要科技和金融深度结合,需要引导足够的金融资本投入这一阶段。以科学发现为源头的科技创新模式,在孵化新技术阶段集聚的金融资本数量越来越成为判断一个国家(地区)是否进入创新驱动型经济阶段的指标。

1.1 创业与风险企业

Shane 等(2000,2012)指出创业就是创业者对机会的辨别和追求,通过创业资源的重组来获取潜在的利润。在著名的 Timmons 创业模型中(如图 1-3 所示),创业过程的核心是商业机会。Timmons 等人认为商业机会的典型特征是伟大的商业概念和产品巨大的市场潜力。仅有一个好的概念是不够的,好的商业机会被创业者和其团队充分利用。其中关键的要素是创业者的经验、以往成功的履历、正直、诚实和愿景,最后是资源的利用。在这个模型中,作为资源最重要的组成——资本,总是伴随着最有潜力的机会和最强的创业团队。因此,资金总是被最后考虑,而不是作为先决条件。对于创业者来讲,压倒一切的是机会的捕捉。而这一部分也是风险投资在尽职调查中重点关注的领域。总之,创业是机会驱动商业战略,接下来驱动财务需求、资源和交易结构以及财务策略(Timmons and Spinelli,

2008)。



资料来源:Timmons and Spinelli(2008)。

图 1-3 创业过程的 Timmons 模型

本书中,风险企业是指那些产品、服务尚处于研究、开发、市场推广等不成熟阶段,但具有巨大增长潜力的高成长性企业。风险企业具有科学技术、人才、资本集中化和高管理效率特征。本书中,风险企业涵盖目前文献中所提及的高科技风险企业、高潜力技术公司、高科技创业企业等。

1.2 风险企业融资特征

风险企业的成长是一个漫长且充满风险的过程。Nicholas Valery 在《工业创新》(*Innovation in Industry*)一书中指出,在3 000个创意中,有300个创意能形成项目计划书,进而能形成100项小项目、4项大项目,而能获得市场成功的仅有1项。在风险企业生成和演化过程中,资金链如同生态系统中的“食物链”一样重要,一旦出现断裂,就会影响到整个系统的形成与演化。诸多新兴领域的高科技企业拥有良好的技术和发展预期,但是因为资金的困难最终难以在市场上立足。高科技创业初期具有诸多的不确定性,包括技术、商业模式、商业化路径、市场需求等方面,在优势表现的同时也存在极高的风险性。按照企业生命周期理论,一个新创企业从最初的概念证明阶段到最终进入市场,需要经过种子期、初创期、成长期、成熟期等几个连续的阶段,这中间需要经过几次惊险的过渡和飞跃。每次的过渡和飞跃以及高新科技企业的持续发展都需要不断的资金支持。特别是在种子期,新的理念和商业模式、新的产品和技术从实验室或者大学科技园等研究机构衍化出来,进入市场化的发展,这当中面临着极大的不确定性。传统行业的发展一般都有较多的有形资产或者无形资产的支撑,资本投入具有较强的安全性。有形以及无形资产本身提供了风险发生机制下的担保。与之对比,高科技企业的发展有其特殊

性,不但风险高,而且重要的是缺乏有效的担保资产。在高科技产业生成和演化的过程中,除了技术维度出现的从发明到创新的“死亡之谷”等技术缺口之外,创新和产业化的阶段也会由于技术、市场的不确定性、高风险性、低估值性等因素而出现资金缺口。从科学技术的理论发展到最终的成果转化并产业化,需要一个完整的链条。这一链条由两套支撑体系构成:一是技术的不断推进和应用化发展;二是资金的支持和发展。据有关数据统计,从科研开发、成果转化到最终的产业化这三个环节所需的资金比例是1:10:100,即越接近链条的后端,资金的需求越大。

风险企业的融资渠道按照资金的所有权形式可以分为股权融资、债券融资和无偿性资助三种,而按照资金的来源途径可以分为内源性融资和外源性融资两类。内源性融资渠道主要包括企业的自有资金、员工集资和企业留存收益等部分,归根结底就是企业用自己的钱来投资运营。这种融资方式所具有的优点是融资成本低、获取速度快,缺点是资金量与企业的规模和盈利能力挂钩,所能获得的资金量有限。风险企业在创业初期往往规模小、技术研发的资金投入量大、产品不成熟,不具备盈利能力或盈利能力较差,现金流往往为负值,仅靠内源性融资难以弥补企业的资金缺口。因此,风险企业自创立以来就开始竭力寻找优秀的外源性融资渠道。

外源性融资包括企业从外界获取资金的一切渠道。根据融资过程中是否需要金融中介又可分为间接融资、直接融资和政策性融资。间接融资方式主要指通过银行等金融机构贷款,而银行贷款遵行安全性、流动性和盈利性的原则,对于不确定性非常高的风险企业,这种融资方式难度很大;政策性融资一般指基于政策目标的融资策略,由政府直接或间接提供全部或部分资金,为达成诸如提升产业竞争力的政策目的。直接融资方式则主要是通过股票、债券和风险投资等方式引入资金。股票和债券的发行也是需要企业达到一定的规模和盈利水平后才能采用的融资方式。风险投资具有高风险和高收益的特征,投资机构为追求较高的投资回报而愿意承担较高的风险和较长的投资回收期。对于风险投资机构来说,风险系数高但潜力巨大的科技型新创企业和中小企业是较优选择。风险投资机构相比商业银行会更加全面地掌握企业的信息,涵盖企业的技术水平、管理能力、创业者素质以及未来的发展潜力。

风险企业在不同时期的融资方式有很大差异,这导致企业的资金需求量在不同时期都会有显著的不同。而从资金供给角度看,随着企业经营年限的增长,风险企业的市场前景变得越来越明朗,其稳定性不断增强,使其外源融资能力也产生巨大变化,企业在不同生命周期阶段的资金供求两方面存在显著差异^①。

① 目前关于风险企业生命周期的划分尚未形成统一的标准。

处在种子期的风险企业,其资金的核心用途在于技术开发和产品实体化。这个阶段是技术的酝酿阶段,企业的市场潜力几乎完全是未知状态,其风险性极高,导致外部融资环境非常恶劣。

处于初创期的风险企业,其产品已经基本定型,资金的用途主要在产品推广宣传和市场导入方面,其资金需求量逐渐增大,密集度开始增强,企业的自有资金开始无法维持资金供求的平衡。而在外源资金供给方面,此阶段,风险企业缺乏有效、完善的管理制度,面临技术、市场和管理三方面的风险。其高风险、难测评以及投资期长等缺点导致了外源性融资的获得成本高且效率低。风险企业在这一时期一般通过第三方担保获得银行等金融机构的短期贷款和政府的创业、创新基金以及部分风险投资家的风险资本注入来维持运营资金的供给。部分没能成功通过以上三种方式获得资金的风险企业则难以维持资金供求的平衡,陷入了严重的运营困境。

当风险企业度过初创期之后,就进入了扩张市场的成长期。这阶段企业的市场初步形成,开始关注市场环境的重要性。此时企业资金更多地用于扩大生产和开拓市场两个方面,资金需求量明显增多,自有资金已经完全不能满足需求,因此,亟须开拓外源性融资渠道。而在资金供给方面,由于风险企业自身特点,这个阶段的管理风险和市场风险依旧高于传统行业,这也就注定了企业在这个阶段更多吸引的是追求高风险、高收益的风险资本进入。另一方面,这一阶段风险企业的信用水平上升,其通过债券融资方式和金融机构贷款方式的融资渠道也逐渐明朗。由于该时期资金的供求量都很大,资金融通过程会对风险企业的股权结构带来很大波动,对企业的发展产生长远的影响。

当风险企业到达成熟期之后,企业已经具有相当高的市场地位,其资金主要用于维持和进一步拓展市场、完善经营管理、提高经营效益等方面。要完成这些目标,需要大量资金的支持。而在资金供给方面,良好的信用评价和充足的可抵押资产,使得这个时期的企业融资渠道相当广泛,无论是间接融资还是直接融资,都能吸引大量资本的进入。这也就基本保证了成熟期之后企业资金供求的平衡协调关系。

尽管支撑风险企业融资的金融支撑体系日益完善,作为轻资产、高不确定性、高风险、高信息不对称性的风险企业依然面临巨大的融资困境,这是全球风险企业普遍面临的难题。风险企业其财务指标和可抵押资产往往达不到传统金融机构的放贷标准,其较高的风险系数和较长的投资回收期,也让市场性风险资本止步不前,尤其是早期阶段(种子期、初创期)。因而风险企业早期阶段的融资工具——风险资本,就成为实业界、学界和政府关注的一个焦点。

1.3 风险资本与风险投资企业

风险企业早期资产主要为无形资产、专利或 know-how, 缺乏有形担保、信息不对称是造成创业融资困难的最主要原因, 传统的融资理论和融资工具无法解决这一问题, 风险资本作为一种创新的金融工具, 通过一系列机制设计解决了信息不对称问题以及由此产生的代理问题。与此同时, 风险资本的注入对风险企业有增信功能、认证效果。对于风险企业来讲, 获得风险资本支持是向外界发出的一个强劲信号, 相对于其他融资途径来讲, 具有里程碑意义。

1.3.1 风险资本

风险资本的历史可以追溯到西班牙政府资助哥伦布的航海。风险资本“venture capital”一词首次由亚瑟·洛克(Arthur Rock)^①在1965年提出。venture capital 在汉语中被翻译成风险资本、风险投资、创业投资等。1946年, 美国研究和发展公司(American Research and Develop Corporation, ARD)成立, 是现代风险投资发展过程中的一个重要里程碑。其后, 风险投资于20世纪60年代末70年代初在日本兴起, 20世纪70年代末80年代初在英国等西欧国家兴起, 英国继美国和日本之后成为世界第三大风险投资业中心, 中国、印度约在20世纪80年代中期兴起。美国国家风险投资协会(National Venture Capital Association, NVCA)则将风险投资定义为由职业投资家投入到新兴的、发展迅速的、具有巨大经济发展潜力的企业中的一种权益性资本。经济合作与发展组织(OECD)对风险投资的定义更为宽泛, 它认为“凡是以高科技与知识为基础, 生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资, 都是风险投资”。在我国, 1998年全国政协九届一次会议上, 成思危借鉴了美国风险投资对高科技产业化的经验, 向中央提交了“关于尽快发展我国风险投资事业的提案”, 即“一号提案”。他本人将风险投资定义为把资金投向蕴藏着较大失败危险的高新技术开发领域, 以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为。其实质是通过投资于一个高风险、高回报的项目群, 将其中成功的项目进行出售或上市, 实现所有者权益的变现。一年后, 国家科技部、财政部等七部委下发的《关于建立风险投资机制的若干意见》中明确指出, 风险投资是指向主要属于科技型的高成长性创业企业提供股权资本, 并为其提供经营管理和咨询服务, 以期在被投资企业发展成熟后, 通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为。全

^① <http://www.bookrags.com/biography/arthur-rock/for-the-biography-of-Arthur-Rock>.