

新疆财经学院文库丛书之三

张文中 马洁 著

新疆建立风险

投资制度 研究

新疆人民出版社

F832.48

(W) 1

XT0-0086248

疆建立风险

投资制度研究

三

张文中 马洁 著

新疆人民出版社

捐赠



新疆维吾尔自治区图书馆 XT0-0086248

新疆财经学院文库丛书编委会

主 编：李儒忠

副主编：尤努斯 崔光莲

编 委：曲万良 阿西木 李再江 张新吉
王公达 李君辉 刘风雷 艾来提
马 洁 斯坎达尔 姜锡明 郭德辉
胡 毅 沈建文 哈斯木江 殷少明
许新强 惠尚文 费玉娥 乔 东
张文中 鞠文雁

序

张 文 岳

新疆的经济发展以其地缘、资源以及人文历史等方面的特殊性,在全国少数民族自治区中具有相当大的代表意义。多年来,如何使新疆经济更加快速、健康、平稳地发展,不仅成为从事经济工作的各级领导、管理阶层和企业家们始终关注的焦点,更是理论界特别关心、争论激烈的热门话题。这一方面说明新疆的经济建设与全国相比,特别是与东部发达省区相比,具有相当大的差距;同时,也说明新疆经济建设从理论到实践的各个方面都还有许多有待于解决的热点与难点问题。这些问题的存在,不仅仅表明了新疆经济发展所面临的困难和障碍,在某种意义上,则预示着新疆经济蕴涵着巨大的发展潜力。

新疆财经学院的理论研究者以致力于新疆经济建设与社会发展为己任,多年来始终把目光聚焦在新疆少数民族地区经济发展的宏观和微观的方方面面。在进行大量的社会实践与深入的理论研究的基础上,站在新疆经济理论研究的最前沿,牢牢把握新疆经济发展的脉搏,以独特的视角观察与分析新疆经济,取得了丰硕的成果。《新疆财经学院文库丛书》正是这一丰硕成果的结晶。

我国改革开放 20 年来的实践已反复证明,地区经济发展的水平在很大程度上取决于决策的质量。经济理论工作者有责任使决策更加科学化、民主化。经济理论研究的最终目的是为经济建设服务,为决策部门提供参考,有助于决策者以冷静、审慎的态度观

察新疆经济的运行、正确对待经济运行中存在的问题,并严格按照市场经济规律解决这些问题,从根本上提高决策的质量。

本丛书主要涉及了新疆宏观政策与理论、新疆资源、地缘优势及转化和新疆部门经济发展等问题的研究,重点是解决新疆经济发展的难点和热点问题。研究者既是从事经济理论的教学与科研的专业工作者,同时也是新疆经济建设的直接参与者,他们的分析更贴近于新疆的现实,一些观点切中问题的要害,其中也不乏真知灼见。因此,提出解决问题的办法也更具有直接性和挑战性。

本丛书尽管还不能代表新疆经济研究的最高水平,但它能够使社会各界对新疆财经学院的理论研究能力和研究水平以及研究者有一个比较全面的了解和认识。这些研究成果能够服务于新疆少数民族地区的经济发展,能够在迈向 21 世纪的新疆经济建设中发挥一定的作用。

1999 年 10 月 30 日

目 录

序	张文岳(1)
绪 论.....	(1)
一、风险投资的特点	(3)
二、风险投资的运作原理	(6)
第一章 世界风险投资的发展与特点	(9)
一、美国的风险投资.....	(11)
二、英国的风险投资	(14)
三、法国的风险投资	(17)
四、加拿大的风险投资	(20)
五、欧洲风险资本的联合.....	(22)
六、日本的风险投资.....	(24)
七、以色列的风险投资.....	(25)
八、印度的风险投资	(28)
九、新加坡、韩国的风险投资	(29)
十、台湾的风险投资.....	(30)
第二章 我国风险投资的发展及问题	(33)
一、高技术产业的特点和风险投资的产生	(35)
二、我国风险投资发展过程、前景及存在的问题	(36)

三、发展我国(新疆)风险投资的必要性与迫切性	(41)
第三章 风险投资的理论界定	(47)
一、风险投资、技术创新与买方市场	(49)
二、风险投资与地区竞争	(51)
三、风险投资过程中政府的角色定位	(53)
第四章 新疆风险投资运作框架	(69)
一、新疆发展风险投资的认识误区	(71)
二、新疆发展风险投资的可行性	(73)
三、新疆发展风险投资需重点解决的问题	(75)
四、新疆发展风险投资的战略构想	(84)
五、新疆风险投资的运作	(88)
第五章 新疆建立风险投资制度的微观基础 ——风险投资公司的设立与运作	(105)
一、风险投资机制及新疆风险投资资源分析	(107)
二、风险投资公司的组建与运作	(111)
三、风险投资公司的项目管理及风险控制	(114)
第六章 风险投资的政策支持与建议	(127)
一、财政政策安排	(129)
二、税收政策安排	(145)
三、法律法规建设	(150)
四、培养和完善市场环境	(160)
第七章 经验与教训	(163)
一、北京瀛海威信息通信有限公司	(165)

目 录

二、中国新技术创业投资公司	(166)
三、美国国际数据集团公司中国投资计划	(170)
四、亚信公司	(171)
五、北京四通利方信息技术有限公司 ...	(173)
六、前导软件公司	(175)
七、爱特信电子技术公司(北京)有限公司	(176)
八、金蝶公司	(178)
附 录	(181)
美国研究与发展公司(ARD)简介	(183)
关于尽快发展我国风险投资事业的提案	(188)
欧洲创业风险投资基金的实践及其借鉴 意义	(191)
北美风险投资公司印象	(201)
美国第二板股票市场(Nasdaq)简介	(208)
中国风险投资谨慎十大误区	(214)
后 记	(225)

绪 论



随着 21 世纪的到来,以科技为代表的知识经济信息经济成为当代社会经济发展的主流形态,科技对国民经济的贡献率大大提高。为此科技因素特别是技术创新受到各国政府、企业和投资商的重视,如何尽快使科技的成果产业化、商品化是能否提升科技贡献率的关键,而资金问题又是制约科技成果转化的“瓶颈”,因为科技成果转化带有很强的不确定性,所以很难以传统融资方式解决其融资问题。于是就产生了风险投资这种独特的投融资方式,为科技成果转化提供了一种可行的投融资机制。

一、风险投资的特点

所谓风险投资(Venture Capital)又称创业投资,它是指投资者对风险项目的投资行为。或者说,投资者把资金投向蕴藏着失败风险的高新技术及其产业的研究开发领域,旨在促进新技术成果尽快商业化以取得高资本收益的一种投资行为。从实际操作来看,风险投资具有以下特点:

1. 高风险与高收益并存。

与一般投资不同,风险投资具有更高的风险性。根据国外的经验,风险投资的成功率平均在 30%左右,有 7 成投资因各种原因失败。但正是这种高风险性却蕴藏着高收益。风险投资追求的并非正常利润或分红,而是在项目成功后通过股权变现取得超额的资本收益,就平均收益而言,它比证券投资要高出 2 倍。

2. 风险投资的收益衡量注重整体投资或全过程投资,一般不在乎某个项目是否成功或某个会计年度是否盈利。因此要求投资者不能急功近利,并能够承担风险。

3. 风险投资是针对中小型企业开展的中长期股权投资,平均投资回收期在 5~7 年左右,在此期间,需持续不断地投资。

4. 对接受风险投资的企业来讲,不需要担保,因而不同于银行贷款,但项目选择必须符合风险投资的特定要求。

5. 资金融通和管理相结合。

风险投资人不但要提供股权融资,还要直接参与经营,提供管理、咨询和财务顾问服务。风险投资公司发展的基本规律是从成功的高技术企业的资金利润中分享大大高于银行利率的风险收益来弥补失败项目的亏损。损益相抵后的金额就成为风险公司的盈利,然后又利用这些盈利转为风险准备金,实现风险资本的滚动增值和循环周转,不断增强风险投资的实力。如下表所示:

指 标	风险投资	一般投资
投资对象	高新技术	成熟项目
投资特征	高风险高收益	风险适中,平均收益
财务基础	未来现金流量	过去财务记录
盈利要求	股权变现	年度盈利
决策主体	风险投资家	企业家
权力构成	不控股	控 股
股份构成	无形资产比例高	忽视无形资产
管理特点	专家管理	个人素质
投资原则	分散投资	集中投资
税收待遇	减免税	正常赋税

风险投资作为与高新技术相伴的特种融资制度在国外已被广泛认可,但进入我国却是近几年的事情。为理解风险投资对技术创新和科技成果转化的重要作用,我们不妨对各种融资方式做一比较。

1. 财政投资。

属政府支出,带有很明显的政策倾向,其特点是无偿性、专用性。因考虑财政预算平衡,资金规模常受到限制。更因为财政资金的政府性质,其投资收益和风险也由政府享有和承担,造成对资金使用效果的软约束。而高新技术往往蕴藏着巨大风险,故由财政资金担当科技创新的主渠道是不妥的,一是难以保证持续的巨额资金投入。二是财政投资后形成的高技术企业的产权关系模糊,不利于建立“利益共享、风险共担”的经营机制。我国的实践也

证明了依靠财政资金发展高科技是不成功的。

2. 银行贷款。

是我国目前企业融资的主渠道,它本质上属于借贷资金,具有一定使用期限,需要偿还和支付利息。银行贷款是债务性融资,因此并不直接参与企业经营,也不承担相应的风险。由于经营安全性的需要,借款人必须向银行提供抵押、质押等担保手续。而高新技术企业往往不具备上述条件,因此银行贷款只适用于企业在引进、吸收常规成熟技术方面的资金需要,至于对高新技术在产业化阶段前的资金需求是难以做出贡献的。尽管银行存款居高不下,我们却不能指望其成为技术创新的主要融资方式。但在政府信用担保体系下可向风险投资公司贷款。

3. 发行债券。

企业通过发行债券也是一条可以选择的融资渠道,但和银行贷款一样,发行债券也属债务性融资,有一定期限和偿还性,也不直接参与企业经营管理。所不同的是债券融资的广泛性和债券本身的可转让性。发行债券对借款人的要求较高,必须具备良好的财务记录和偿还能力,更为重要的是,在最初债务未偿还之前很难进行连续性融资。而高新技术企业在产业化前期很难达到上述财务要求且需要不断追加投资,所以债券融资也不适合高新技术企业。

需要说明的是,上述投融资方式都存在一个共同的缺陷,那就是信息不对称问题。由于债权人或投资人并不直接参与经营,很难掌握内部信息,所以无法形成资金供应者和经营者之间的“利益共享、风险共担”的经营机制,而这恰恰是高新技术企业所必需的。

4. 股权融资。

股权融资是通过出售企业的部分或全部股份进行资金融通的一种形式,其特点是资金使用无期限、无需偿还、无固定收益,但可参与企业经营。典型的股权融资是通过公募方式向社会发行股

票,筹资规模大,但为减少信息的不对称,保护投资者权益,要求信息强制公开。这种融资方式非常有利于形成“利益共享、风险共担”的企业经营机制,预算约束较强,因此是现代企业广泛采用的方式。但一家企业能否顺利融资,往往取决于企业过去的营业记录,筹资后发行人还必须按年支付红利。作为股东也可根据其对其对风险的判断随时变现退出,避免长期持有股权可能带来的风险。而高新技术成果在产业化之前往往需较长时间无利运作,其股权定价也不可能依靠历年的财务盈利,所以股权融资虽然比财政拨款和债权融资更有利于企业的经营机制形成,但却仍然不适合高新技术融资的需要。

风险投资被证明是适合高新技术发展的专业化投资方式,第一,从投资主体看,风险投资大多来源于民间资金,产权主体明晰,盈亏对称。第二,风险投资非债权融资,因此基本不存在因机制不健全带来的信息不对称问题,就这一点来讲,风险投资更接近于股权融资。但在特征上又有所不同,其中最主要的有以下几点,一是以未来现金流量和市场前景为投资依据。二是在项目产业化之前的相关风险一直由投资人承担,因此必须参与经营管理。三是收益来源于项目成功后出售股权的收入,而不是分红。四是不可随意转让股权,只能在项目成功后一次性出让股权退出,或项目失败后清盘退出。也就是说,风险在高新技术产业化成功之前一直与之相伴。总之,风险投资在收益要求、风险承担和股权转让方面都不会增加高新技术企业的财务压力,有效地解决了融资中的瓶颈。

从上述不同融资方式各自特点的比较中可以看出,政府投资、债权性融资以及传统的股权融资只适合成熟技术项目和一般企业,而风险投资才是高新技术企业最佳的融资途径。

二、风险投资的运作原理

从国外和国内风险投资的实际经验来看,尽管由于经济制度、

市场环境和政策法律的差异,两者的具体做法和投资对象不太一样,但风险投资的运作原理却大致相同。

1. 必须成立专门的风险投资公司,并确定适合于风险投资的管理结构。

从公司的组织形式上看,风险投资公司有多种形态,但很少有官办机构,大都采取合伙制形式。我国《公司法》未有合伙制的明确规定,故目前还只能以有限责任制或股份制组建公司,也可根据《个人独资法》设立私人性质的风险投资公司。但为了适应风险投资的管理要求,除在内部保留传统的组织结构外,还必须按国际惯例另设专家顾问委员会和投资决策委员会,以保证风险投资的决策科学和严谨。

2. 筹措风险资本。

风险投资公司成立后仅靠自身的资本金是难以长久支撑风险投资事业的,它必须不断地向社会筹资。从国际经验来看,风险资本的筹集在早期大都采取私募方式进行,随着资本市场的完善逐渐过渡到公募方式并以风险投资基金的形式存在,以信托方式进行管理。为保证风险资本的稳定性,必须对资金性质进行鉴别:一是产权明晰。用于风险投资的资金必须归属于具体的利益主体,这样才能独立地分享高额利润并承担高额风险。二是长期性。风险投资一般属权益性投资,其回收期平均都在5~7年,这要求资金来源必须具备长期性。因此,国有资本、银行贷款及各类短期资金都不适合风险投资。

3. 必须建立一套科学的风险投资决策机制。

这是风险投资运作的核心。风险投资并非一种投机行为(如炒买股票期货等),它有一套严密的风险控制制度。国际上已形成了比较成熟的投资决策制度。

(1)确定投资策略。根据投资项目所处的不同阶段和行业性质合理安排资金的投向和比例。

(2)制定项目评估原则、评估指标和决策程序,避免决策的盲目性和随意性。

(3)建立项目库,根据投资策略和评估指标,按一定的决策程序和评估原则对项目进行多级筛选。

(4)签定投资协议、注入资金并直接参与管理。

4. 合理安排退出时机和方式。

风险投资追求的并非企业的经营控制权和一般意义上的股利分红,而是项目成功后股权转让的高额回报,因此,当项目进入产业化阶段后就必须择机退出,并重新选择新的风险投资项目。根据国际做法,股权转让可采取三种方式:一是通过公开发行上市转让股权。二是通过产权并购将股权出售给有实力的大公司。三是由发起人和技术持有人回购。但不论何种方式,及时退出都是至关重要的,否则就失去了风险投资的意义。

5. 投资回报。

按风险投资管理规则,项目成功后股权转让的报酬在扣除风险投资公司(管理人)的佣金外全部分配给资金提供者,如果项目失败,其风险也主要由投资人承担。总之,风险投资是与高新技术项目相适应的投融资制度,就像财政拨款和银行贷款各有其特点一样,风险投资也有自身的运作机理。

《新疆建立风险投资制度研究》是一本探索在新疆从事风险投资事业的书。作为不发达地区,新疆与内地发达省份相比有着很大的差别,无论是硬环境还是软环境都居于劣势,在这种条件下,新疆有无必要建立风险投资制度?有无条件建立这种制度?如何建立?这都是亟待解决的认识问题。而风险投资是个新课题,无论对金融界、企业界还是科技界都有进一步探讨的必要,本书只是一个尝试,希望可以以此书引起全社会的重视,为新疆的风险投资事业尽一份微薄之力。

1

第一章

世界风险投资的发展与特点

美国的风险投资
英国的风险投资
法国的风险投资
加拿大的风险投资
欧洲风险资本的联合
日本的风险投资
以色列的风险投资
印度的风险投资
新加坡、韩国的风险投资
台湾的风险投资