

● 经济管理

中国风险投资市场建设的探讨^{*}

范永俊¹, 吴东华²

(1. 南京大学 商学院, 江苏 南京 210016; 2. 南京航空航天大学 继续教育学院, 江苏 南京 210016)

[作者简介] 范永俊(1970-), 男, 江苏南京人, 南京大学商学院博士生, 主要从事宏观经济学研究; 吴东华(1973-), 女, 黑龙江佳木斯人, 南京航空航天大学继续教育学院讲师, 主要从事信息技术教育研究。

[摘 要] 中国风险投资必须在采取的组织制度中体现有关风险投资的权利与义务, 明确交易各方在交易过程中的地位, 明确风险、费用的承担。中国风险投资存在较多的问题, 要解决这些问题, 应该建立风险投资政策保障体系、建立和完善中国风险投资市场运作机制、开通从中国风险投资市场的资金来源渠道, 以及政府对风险投资的参与等。

[关键词] 风险投资; 制度特征; 问题; 运行机制

[中图分类号] F830.592 [文献标识码] A [文章编号] 1008-2999(2002)02-0181-08

20世纪 80年代以来, 国际经济发生了深刻的变化, 以“知识经济”为特征的“新经济”已经开始逐步取代传统型经济, 高新技术产业的发达程度成为衡量一个国家经济竞争力高低的重要标志。信息科技产业的崛起, 不仅对社会产生深远的影响, 而且对传统的经济理论提出了挑战。风险投资作为高新技术产业最重要的基础, 起着难以替代的关键性作用, 成为新技术和新产品的“孵化器”与“培养皿”。

风险投资的魅力就在于是一种特殊的金融创新, 它不仅是一种投资, 同时也是一种融资, 并且, 投资和融资的工具都是以权益形式存在的。

实践证明, 作为资本、技术和管理艺术相结合的新型金融运作机制, 风险投资扮演了促进高新技术产业化进程的重要角色。

因此, 中国能否建立起促进产业升级、鼓励科技创新的风险投资机制, 关系着在今后的几十年的时间里, 中国经济与社会进步的成败得失。我们必须采取“拿来主义”, 借鉴国际成功经验, 建立起富有中国特色的充满生机与活力的风险投资体制。

一、中国风险投资体系的制度建设

从制度经济学角度看, 风险投资作为具有创新意义的投融资体制, 是对传统投融资体制的变革和完善, 其关键性的因素是选择适合自身实际的组织形式。由于风险投资产生于市场经济环境下, 其组织制度自然而然建立在私有制基础上。国际上, 风险投资一般选择有限合伙公司的形式作为主要组织形式。中国虽然没有必要照搬有限合伙公司的模式, 但其主要的制度优势却应当充分汲取。有关风险投资权利与义务的明确、交易各方在交易过程中的地位, 以及风险和费用的承担等等, 都必须在采取的组织制度

中予以体现。大体上,中国的风险投资制度的确立,应注意几个关键问题:

(一) 交易技术结构因素

风险投资交易的实质是权利的让渡。所谓风险投资交易技术结构,是指风险投资交易对象的技术特性。构成交易技术结构的要素包括:

(1) 风险资产专用性。其基本含义是:风险投资一旦形成某种特定资产后就难以转向其他用途,即使能够再配置也要受到重大经济价值损失。

(2) 风险交易频率。它从时间连续性上表现了风险交易状态。

(3) 风险交易强度。指在某个时点上(不考虑时间因素)风险交易的规模。

(4) 风险交易连续性状况。

风险投资制度应当体现风险交易技术结构各个因素的要求,使风险资产的配置合理,同时在交易频率、水平上使风险交易能够保持流畅地运行。

(二) 风险交易组织制度结构与风险投资体制的相容原理

在人的行为假设既定的情况下,对某种特定的风险交易组织制度结构应当怎样适应风险投资体制,要从多方面考虑。这样考虑问题的前提是,风险投资体制效率是依具体的风险交易技术结构和交易组织形式而决定的。不同的风险交易组织制度与风险投资体制匹配时,风险投资的交易者将表现出不同的行为倾向,从而导致不同的交易费用。另一方面,也不存在某种与任何类型的交易组织制度相匹配时都具有高效率的风险投资体制。所谓风险投资交易组织制度与风险投资体制相容,是指某种特定风险投资交易组织制度与风险投资体制相匹配时交易费用最低(即体制效率最高)。除此之外的其他匹配关系,我们称之为风险投资交易组织制度与风险投资体制不相容。只有建立的风险投资组织制度能避免机会主义行为的损害,降低交易的总成本,节约风险企业的管理费用,降低激励功能的减弱所造成的损失,同时完善地解决委托代理关系中由于交易双方因信息不对称造成的委托代理问题,才是合理的选择对象。

由于风险投资组织制度的多样性,它与风险投资体制相容情况也是随机和复杂的,将呈现出多种分布形态,究竟采取哪种组织制度最有效率(总交易费用最低),取决于对所有要素的综合权衡,在这种权衡中,交易费用经济学通常是值得推荐的。

(三) 产权界定和实施对风险投资组织制度选择的意义

以上对风险交易技术结构与体制相容原理的讨论是以产权的充分界定和实施为前提的。也就是说,风险投资的交易者有权依据交易技术结构特征自由地选择最有效率的组织制度。在中国的实际经济生活中,这个前提假设往往难以成立。我们经常看到的是产权界定和实施不充分或很不充分的情况。这就要求中国在选择风险投资组织制度时,要把很大精力用于保证制度的产权明确性上。完整的产权不是一种而是一组权利,其中包括对财产的使用权、转让权以及与上述两种权利相关的收益权。从这个意义上看,所谓风险投资交易的组织制度选择目的是为了确保持构成产权的一组权利部分或全部地合理让渡,也就是风险投资交易的组织制度与高效率产权结构的有机结合。二者结合的前提是经济的货币化,以及拥有一个充分发展了的金融体系。前者目前中国已完成,后者则不尽人意。

总体而言,中国风险投资组织制度的选择,应当有利于风险资本成为知识资本转化为生产力的渠道,沟通知识资产与风险资本之间的联系,客观上实现知识资产向生产力的转变;有利于风险资本与风险企业建立一套行之有效的内部运作和管理机制,弥补由于技术创新和技术转化所固有的高风险与传统保守投资运作机制之间形成的鸿沟;有利于创造有助于风险投资业发育和成长的外部制度和政策环境,为高技术风险投资业的发展提供有效的外部支持。

按我国现行的法律,风险投资的组织模式可以有契约型和公司型两种选择。采用契约型风险投资基金还是公司型风险投资基金各有利弊。但是,从防范代理风险的角度看,参照国际上风险投资所采取的有限合伙制公司的组织制度的优越性,在中国采取公司型基金优于契约型。原因在于:首先,契约型基金的投资者不能行使基金管理人权,无法对基金经理进行监督,而公司型基金的股东则可以组成董事会、监事会,从而可以参与基金的重大决策;其次,如果契约型基金的管理人员根据公司资产规模收取固定的

管理费,而不能接受以经营业绩为基础的报偿,这种约束导致契约型基金的经理缺乏冒正常风险的激励,而过于保守。采取公司型基金将较有利于实现上述制度建设的整体目标。

二、中国目前风险投资发展状况与存在问题

(一) 中国风险投资发展现状

我国新兴中小企业,尤其是高科技企业的风险投资早在 20 世纪 80 年代中期就已经展开。1990 年,中国银行正式设立科技贷款项目,目前各类非银行风险投资机构已发展到 80 家,融资能力达到 36 亿美元。近几年来,科技投入的结构有了变化,政府与非政府的投入比,从 1987 年的 62.1:37.9 到 1990 年的 45.4:54.6。

20 世纪 90 年代以来,随着我国对外开放的进一步扩大和高技术产业的迅速发展,国际风险投资公司开始进入我国市场。目前,在中国活动的国际风险投资基金约有 30 余家,比较活跃的有 IDG 中经合集团、日本软库、英特尔、高盛集团等。据不完全统计,到 2000 年 7 月份,全国已有 100 多家从事风险投资的公司,约有 80 多亿元的资金,风险投资处于“山雨欲来风满楼”的大发展的前夜。但从实际投入角度衡量,还不如人意。现有的风险投资中,真正投到项目上的资金,大约只有 10%,可见我国风险投资的实际规模还很小,实际投入更少。一项不完全统计,到 2000 年 3 月份全国的风险投资资金只有约 3 亿美元,其中来自海外的就有 2 亿美元。我国现在每年有 5 万项科技成果缺乏商业前景的评估,能够形成产品的只有 20%,能够形成产业的就更低,只有 3% 左右,主要原因就是风险投资的落后影响了科技产业化进程。

(二) 我国风险投资存在的主要问题

与国际上风险投资发展较成功的国家如美国的成效相比,中国的科技产业还未能成为国民经济的支柱产业。特别是高新技术项目市场化进程缓慢。从中国资本与科技产业结合意义上衡量,中国的风险投资与美国相比,可以说仅仅只是一个开端,还存在诸多方面的问题,主要表现在以下几个方面:

1. 风险投资的规模较小,资金缺乏稳定来源,投资渠道窄。

目前,我国的风险投资尚不能在高科技产业化方面起到主导作用,没有充分利用包括个人、企业、金融或非金融机构等具有投资潜力的力量来共同构筑一个有机的风险投资网络,风险资本的投入渠道有待多元化。

银行是我国金融业的主体,但实际上目前我国的银行,尤其是商业银行,随着银行法的颁布和银行业的正规化、规范化,已经失去了投资的机制。1995 年 5 月 10 日颁布的《中华人民共和国商业银行法》第 43 条明确规定“商业银行在中华人民共和国境内不得向非银行机构投资”。

以贷款为主要业务的其他金融机构虽然有进行风险投资的机制,但缺少进行风险投资的实力和能力,也没有作为合伙人共同管理企业的经验和兴趣。他们的运行机制决定了其商业活动基本上以追求短期利润为主,几乎不开展风险投资业务。

统观我国的金融业和政府的财政拨款,无论是从机制上,还是力度上,既不适宜,也不能满足风险投资的要求。中国的风险投资急需建立起稳定的来源渠道。

2. 法制不健全,政府对风险投资的立法和制度建设滞后。

风险投资的法律环境有待完善,相关税收、财政补助、信贷支持等优惠政策还不完备。同时,对知识产权的保护不力,难以保证高技术创新活动的利益,并进一步调动技术创新的积极性。有关风险投资的一些基础性法律法规,如:《风险投资基金法》《风险投资法》《中小企业法》等还处于讨论和征求意见阶段,没有正式颁布施行,使风险投资在我国的发展处于法律真空状态,严重影响到风险投资的壮大。

3. 缺乏完善的退出机制。

由于我国正处于由计划经济体制向市场经济体制转轨的历史阶段,市场尚不完备,没有建立起产权

交易市场,因而目前还没有建立完整的风险资本的退出渠道。风险资本与资本市场也基本是脱离的。成长中的高新技术企业受到严格的上市资格限制和繁多的审批手续,高新技术企业上市的可能性很小。与此同时,国内专为高新技术企业设置的二板市场,特别是类似美国电子股票市场 NASDAQ 那样功能完备的第二板市场虽然已提上议事日程,但距离成为风险资本退出的主要渠道,发挥完善的功能还要经过比较长的时期。因此,至少在一定时期内,中国的风险投资缺乏示范性,缺乏对投资者的吸引力。在这种“看不见高收益”的情况下,很难使得投资人愿为其承担“高风险”。

4. 缺乏高效率的信息交流机制,难以形成风险投资与风险企业之间的良性互动。

由于信息交流网络的不健全,使得风险企业之间,风险投资者之间以及风险投资者与风险企业之间的先进经验不能及时交流,风险投资难以寻找到能充分发挥自己专业素养的合适的风险投资企业,使风险企业难以迅速了解和跟踪国内外高新技术发展状况和最新动态,造成了风险企业的应变能力低下。在这种状况下的技术开发有着很大的盲目性,增加了技术开发与风险投资的风险。另外,信息交流不畅,还时常出现拿着项目找投资的企业家或科研人员与拿着资金找投资对象的投资者擦肩而过的现象。

总之,高水平的风险投资业不仅需要要有高强度的投资,还需要高水平的管理与高水平的人才,在这两方面,我国都有大量的工作要做。

三、建立中国风险投资的政策保障体系

(一) 建立中国风险投资体系的政策法律基础

1. 中国风险投资相关政策措施及效果

1996年 5月 15日,我国正式通过并颁布了《中华人民共和国促进科技成果转化法》,1999年 3月 30日,国务院再次颁布《关于促进科技成果转化的若干规定》,鼓励科研机构、高等学校及其科技人员研究开发高新技术,转化科技成果,发展高新技术产业。

随着二板市场的即将推出,旨在鼓励和引导风险投资发展的《风险投资基金管理暂行办法》已形成,即将报国务院法制办审议,不久可能将付诸实施。

以上这些政策法规构成我国主要的有关风险投资的政策导向,虽然取得了一些成效,但效果还不明显。主要原因在于这些法规都偏重原则性的描述而缺乏具体的实践操作性,难以起到立竿见影的作用。可以说,中国目前还没有直接针对风险投资实际运行的法律法规,在这方面还有许多空白等待填补。

2. 相关经济与法律制度的完善。

根据以上所述,我国还没有一部实质意义上的风险投资方面的正规法规出台,那么制定一系列针对性强的有关风险投资的基础性法律制度就是迫在眉睫的事情,应当及早提到议事日程上来。当前,最亟须制定的一部法律是《风险投资基金法》,对风险投资基金的发起与设立、募集与交易以及运作的全过程作出具体规定,使得风险投资在资金筹集、项目选择、知识产权保护等方面,以及政府对风险投资的监管方面都有法可依。

(二) 有关财政、金融政策的扶持

1. 相关财政政策建议

在财政资金的支持上,总的说来,限于财政支出规模有限,只能作为风险投资的补充来源。在投入方式上,应当根据风险投资在各个阶段具有的不同的风险特点,进行重点投入,从而起到“四两拨千斤”的作用。政府资金主要应该投入到初创企业的种子期阶段。应该注意的是,政府资金的投入应随着我国风险投资业的不断成熟而逐步减少。

政府财政政策对风险投资的促进作用,应该主要体现在收入政策方面,也就是对风险投资实行优惠的税收政策以培育科技风险市场。

对科技风险投资实行优惠税收政策是国际上的普遍做法,也是促进风险投资发展的最有效的工具,

是采用间接调控手段推动科技进步的重要形式,对高新技术开发及其产业化有重大意义。世界各国均对从事风险投资业的公司进行极为优惠的税收减免。相比之下,我国的税收优惠政策则显得不足。借鉴其他国家的经验,我国政府可以考虑:

- (1)降低高技术风险企业所得税,其中在创业初期可免征所得税,之后随企业发展逐步提高税率。
- (2)对高技术企业投入的研发费用可部分抵扣所得税,鼓励其进一步创新。
- (3)对专门投资于风险企业的风险投资基金免征所得税。
- (4)风险投资基金向投资人分配所持证券时免征资本收益税,只是在这些证券出售变现时才征收资本收益税。

2. 有关金融政策方针。

(1) 组建多层次的科技开发银行,强化和协调科技风险资本的职能,贯彻国家的产业政策和科技发展规划,重点支持高新技术开发和加快其产业的进程。

(2) 开发风险投资保险业务。随着保险业的发展,保险公司已经有能力为高新技术产业发展及企业科技进步提供风险保障业务。可制定有关政策和措施,开设风险投资保险业务,开展海外资金在我国投资高新技术产业保险业务,鼓励国外银团投资我国的高新技术产业。

(3)完善和强化证券市场建设。风险资本市场的培育要靠市场机制的大环境,特别是要靠完善股票证券管理体系和机构。证券市场的完善和强化,应从强化企业融资风险和有偿融资的观念,建立对集资者具有自律性的调控机制等方面着手。

四、对中国风险投资市场运作机制的设想

我们可以根据一个完备的风险投资市场的流程粗略地列出中国风险投资市场运作的必备要素: 第一是风险资本的来源;其次是资金的使用方式;最后是风险资本的退出机制。以下作简略的叙述:

(一) 中国风险投资市场的资金来源

究竟应该由谁做风险投资资金的提供者的问题应该辩证地看,在风险投资发展的初期,政府资金的投入可起到良好的示范作用,从而可以引导其他民间资金的投入。但是,随着我国风险投资业逐步走向成熟,政府资金应逐步退出,让民间资本成为风险投资业的主角。

随着国有银行商业化,银行越来越注重资金的安全性,对贷款的附加要求越来越多。风险企业由于缺乏作抵押的资产,没有稳定的现金流入,面临巨大的市场风险,因而从我国金融改革的方向来看,用于风险投资的银行信贷可能会越来越少。

风险投资业的最佳资金来源应该是包括保险公司、信托投资公司、养老基金和捐赠基金等在内的机构投资者。这些机构投资者资金实力雄厚,资金来源多为长期资金,正好可以满足风险投资的投资期限长、风险高的特点。从目前情况看,机构投资者中最有实力的是保险公司,比如去年全国保险公司的保费收入达 1080 亿元。建立养老基金是我国社会保障体系中的重要一环,随着社会保障制度在全国范围内的推行,养老基金的数额也会越来越大。但是,由于我国资本市场还不够健全,出于资金安全的考虑,政府对这些机构投资者的资金运作限制较多,比如目前保险公司的保费收入仅能用于国债投资。因此,今后随着我国资本市场的发展,政府应逐步放松对这些金融机构在投资方向上的限制,允许其将资产总额的一定比例,如 5% - 6% 用于风险投资,这样既能增加风险投资的资金来源,又能使金融机构的投资组合多样化,同时又不会过于增加他们的风险。

大型企业也是风险资金的重要来源。大企业进行风险投资有许多优点: 对大企业本身来说,等于是获得了一个技术窗口和兼并候选人;对风险企业来说,则可从大企业获得营销、资金、管理和技术等方面的多种支持。

(二) 风险资金的使用

风险投资的对象主要是一些有发展潜力的新兴企业,美国的风险投资在具体商业运作时,风险投资家通常根据企业的发展阶段来进行投资。参照美国风险资金的使用过程,中国风险资金的使用应当根据投资阶段不同,将资金作合理分配。通常一个风险企业成长可以分成以下几个不同阶段:

第一阶段:萌芽期。产品的发明者或创业者需要投入相当的资金进行发展研究。通常,此一阶段的资金是由创业者自己出资。

第二阶段:创业期。一旦产品开发成功,创业人会为了实现产品的经济价值,着手成立企业并进行试生产和销售。创业期长短依产业不同而有所差别,一般来讲,创业期短至 6 个月,长至 4—5 年不等。在这一时期,风险资金应当根据适当的判断标准,对风险企业的前景予以科学的评估,并在评估的基础上按前景向企业投入其发展所需的足额资金。

第三阶段:扩展期。企业经营业绩逐渐得到体现,为进一步开发产品和加强营销能力,则需要更多的资金,但由于企业距离其股票上市还太早,而风险投资的参与,正好可以弥补此缺口。由于前景比较明朗,因此资金的投入在数量与强度上都可以有明确的判断标准。

第四阶段:成熟期。指被投资企业即将要上市前的阶段。这一阶段不似早期阶段对资金那么迫切需求,而主要目的是引进一些在产业界较具有影响力的股东,以提高企业的知名度,风险资金的作用只在于充实财务报表,为公开上市作准备。

(三) 风险资本的退出机制

由于风险资本的风险性,各种投资主体都会要求建立完善的资本退出机制,以实现资本增值的过程。从中国的实际来看,资本市场应当担当起最重要的作用。

中国现有的资本市场只有主板市场,类似美国 NASDAQ 这种主要为风险企业上市提供场所的二板证券市场即将成立,下面就两个市场与风险投资的退出之间的关系分别加以探讨:

1. 主板市场

主板市场上市条件高,一般要求上市公司必须连续三年赢利,净资产必须达到一定规模等,将会限制大部分高新企业的上市,因为高技术风险企业在建立初期,经营还不够稳定,财务状况不佳,风险过大,难以满足公开上市的要求,风险投资通过主板市场获得退出渠道的难度是比较大的。因此,从长远的眼光,主板市场要放宽高新企业上市条件,单独编制科技板块指数,尽最大可能为高新企业的发展提供便利条件。从实践来看,主板市场与高新技术企业上市分为几种类型:

(1) 高新技术企业利用上市公司借壳上市。为达到上市目的,高新技术企业采取的手法可多种多样,以下是可供参考的一些方法:

首先,直接从二级市场收购上市公司股份,如北大方正收购延中实业。此种方式的成本高,要和原大股东达成默契,持股到一定比例还要履行信息披露义务,对被收购公司的股价影响很大,应用起来制约因素较多,优点是所收购的股份容易卖出变现。

还有就是收购上市公司大股东手中的国家股、法人股,像科利华从阿钢集团手中收购了占阿城钢铁 28% 的股份,一举成为第一大股东。以这种方式借壳上市,常采用收购方、股权转让方、上市公司三方交叉交易,使得动用资金数额较少,收购方有能力完成收购行为。

以前借壳上市多少会涉及到一定量的现金交易,从清华同方吸收合并鲁颖电子开始,以股权换股权的方式开始被市场接受。这其中多数交易是根据双方净资产计算折股比例,合并方以定向增发股份的形式吸收被合并方的股权,两者最终达到合二为一。

(2) 上市公司参与风险企业的收购兼并。作为较早按照现代企业制度运行的经济实体,上市公司有一定资金实力,能有意识地进行资本运营,参与风险企业的收购兼并,其具体操作手法也是各种各样的。上市公司参股高技术风险企业主要目的是进行多元化经营或是培育新的利润增长点。到 2000 年 6 月为止,据不完全统计,有 50 多家上市公司已介入风险投资领域。

综上所述,风险投资利用上市公司作为出口的方法很多,最终都是将投资在资本市场上套现。充分利用好这个资源不但能使上市公司的产业结构优化,还可为风险投资的发展提供适当条件。

2. 二板市场

二板市场的本身特点决定了它将是风险投资的最佳变现途径。二板市场最大的特点就是降低了企业上市的门槛,从硬性条件来看,在二板市场上市只需要 2000(或 1000)万元净资产,一般有一年赢利记录即可。与主板市场相比,二板市场不设立最低盈利的规定,避免了高成长的高新公司因盈利低而不能挂牌,帮助了有潜力的中小企业获得融资机会,二板市场不论公司在何地注册成立,只要符合要求即可获准上市。

从二板市场发展方向来看,应当跟国际惯例接轨,遵循国际基本规则,而不能随便强调特殊性。如股权的流通性应该是全流通的,不能搞所有制歧视。准备在二板市场上市的企业要经过严格的认定,例如香港创业板市场企业上市的门槛比主板市场要低,但是认定时比主板上市的要求还要高,如在信息披露方面的要求等等,这样可以避免产生道德风险和过度投机的现象。

借鉴美国的纳斯达克市场成功经验,对发展我国的二板市场很有好处。纳斯达克市场具体分为两个不同的市场:一是大型的公司上市的市场,另一个是中小企业板块市场。美国纳斯达克市场的成功,是因为该市场适应了企业发展和经济发展需要。我国建立二板市场也应有相应的交易制度和内在机制制约,特别在风险控制方面,尤其关键。

虽然风险不可能完全控制,投资者选中了那些业绩不佳的上市公司,只能认赔,这也是主板市场与创业板市场的区别所在,但投资者不应当承受制度因素之外的风险,这样才能保证市场处于相对公平的制度环境之中。

总体而言,加强监管、制度保障、人才培养、注意汲取正反两方面的经验等,可以使我国的二板市场发展少走弯路,尽快成为风险投资退出的主要途径。

另外,由于中国市场的庞大,中国经济发展的良好势头,吸引了各个发达国家资本的注意,分阶段、有步骤地安排高新企业的海外上市,应尽快提上议事日程。

除了资本市场外,企业的收购兼并行为也是我们刚起步的风险投资重要的退出形式。作为国内企业来讲,可选择卖给境外或境内的收购者。有很多迹象表明,不少欧美投资者对国内价格低廉而前景良好的企业兴趣甚浓,已有专门的投资于中国企业的投资基金,如 IDG 集团准备投资 10 亿美元到中国的高技术项目,四通利方、搜狐都有外资投入,所以将企业转让给外国投资者的机会很多。同时,被国内公司收购的例子也屡见不鲜,像联想参股金山、综艺股份投资连邦软件等。

在国外,股权回购也是风险投资常用的退出形式。国内企业回购股权的事例不多见,风险投资企业发展到一定规模,可以分期付款的形式向风险投资购回股份,或以这部分股权作抵押向银行借款进行回购。这方面的研究,将是今后风险投资退出渠道研究的热点之一。

五、结 语

作为一种能有效推进科技产业进步的投资方式,风险投资的成功在于组织制度上的优势,对风险投资家队伍建设的重视和科技创新的活跃,是人力资源、资本和制度因素三位一体的完美结合。中国风险投资的发展,应在借鉴国际上风险投资成功经验的基础上,按照国际惯例进行纯商业性运作,通过建立以政府为指导、企业和民间资本参加的风险资本模式,由投资基金、上市公司、金融机构、有投资能力的企业和个人以及国外资本组成投资主体,辅之以合理的制度安排和完善的运行与退出机制,达到风险资本能够流畅循环,自我增殖的目标。这些就是本文的基本观点与建议。

【参 考 文 献】

- [1] [美] G. 费恩, 等. 私人权益市场经济学 [M]. 美国: 联邦储备体系出版物, 1995(168).
- [2] ALCHIAN Armen A, DEMSETZ Harold. Production, Information Costs, and Economic Organization [J].

American Economic Review, 1972, 62(5): 777-95.

[3] HOLMSTROM Bengt. Moral Hazard in Teams[J]. Bell Journal of Economics, 1982, 13(2).

[4] 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海: 三联书店, 上海人民出版社, 1996.

[5] 黄泰岩, 郑江淮. 企业家行为的制度分析[J]. 中国工业经济, 1998(2).

(责任编辑 邹惠卿)

Discussion on Chinese Venture Capital Market Construction

FAN Yong-jun¹, WU Dong-hua²

(1. Nanjing University Business School, Nanjing 210016, Jiangsu, China; 2. Institute of Continuing Education, Nanjing University of Aeronautic and Astronautic, Nanjing 210016, Jiangsu, China)

Biographies FAN Yong-jun (1970-), male, Doctoral candidate, Business Institute, Nanjing University, majoring in Macroeconomics; WU Dong-hua (1973-), female, Institute of Continuing Education, Nanjing University of Aeronautic and Astronautic, majoring in IT education.

Abstract This article focuses on discussing the characteristics of organizational system of venture capital market in China from the general principle of economics. It points out that China must embody rights and duties of venture capital in the organizational system being taken, define the positions of trading parties in transaction process and the undertaking of risk and fees. It also gives some feasibility suggestion to the chief organizational form the venture capital in China can probably take. Meanwhile, this article also describes the current situation of venture capital market in China and points out from a variety of aspects the major problems existing in venture capital of China. On the above bases, the imagination of operation mechanism of China's venture capital is specifically stated, such as the aspect of channels of fund resources, government's direct participation in venture capital, the process of using risk funds and the withdraw mechanism of venture capital. Thus some practical policies and suggestions can be put forward.

Key words venture capital; institution characteristic; present situation; problem; policy; law; circulate rule