

□ 何光辉 杨咸月

## 风险投资、二板市场及多层次资本市场发展

风险投资作为实现科学技术成果转化的推进器,在我国随着高科技的迅猛发展已逐渐引起广泛关注。创建风险投资有利于推进科技知识与资本、管理的有机融合,从而顺利地实现我国经济增长点从工业化发展向知识经济的平稳过渡,保证经济长期持续稳健发展。但是,如何创建、怎样创建风险投资?本文认为,风险投资的发展在促进资本、管理与高科技的有机融合方面能够使现有的投融资体制显得逊色,同时风险投资作为一种纯市场行为,更多的是依靠风险投资的运作机制来实现效率获得;因此,发展风险投资实质上是需要建设二板市场以及在此基础上完善中国多层次资本市场发展,建设与风险投资相适应的运作机制和环境建设。

### 一、风险投资的运作机制是资本、管理与高科技融合的根本保证

#### 1. 风险投资的本质

风险投资(Venture Capital),又称风险资本,是指把资金投向蕴藏着失败危险的高科技项目及其产品开发领域,以期在促进新技术成果尽快商品化过程中获得资本收益的一种投资行为;一般多以投资基金方式运作,表现为以设立公司等组织形式来投资于未上市的新兴中小企业(尤其是高科技企业)的一种既承担高风险又谋求高回报的资本形态。在国外,风险投资已有40多年的发展历史(始于二战后的美国,后来发展到西欧和日本等国家、地区)。风险投资作为一种商业性行为,其资金来源主要为个人投资者和机构投资者;并且已经形成了一个成熟的产业:风险投资通过投资组合来控制风险,能够获得丰厚的利润回报。据统计,美国1965—1985年间风险投资的平均回报率为19%,是股票投资的2倍,是长期债券投资的5倍,风险投资已成为美国最赚钱的投资方式。本质上说,其获得高回报的方式是将增值后的企业在资本市场上以上市、并购等形式予以出售变现,然后再投资下一个高科技项目。

风险投资的最大特点是创造一种风险投资机制来承认和识别高风险。对于那些技术先进、市场潜力巨大、产品具有持久竞争优势的项目进行投资的确存在着很大的工程化或商业化风险,而且创业者或项目创始人常常又不能提供任何形式的抵押品,因此风险投资的失败率自然会很高。但是,风险投资的选项和运作有严格的制约机制:一旦风险投资的项目获得成功,投资者往往能赚取远高于一般商业投资的利润,回报率可高达几倍甚至几十倍、上百倍;为了能让风险降到最低、保证高回报,风险投资一般多选择一群项目进行投资,并且与几个合作伙伴一道共同参与风险项目投资,严格选项。一般投资10个风险项目有5个失败、2个保本、3个成功就能以成功的高额利润抵偿失败的风险损失,获得20%左右的平均回报率。这里,以培养拥有风险项目的公司公开上市而获得的利润最为丰厚,公开上市的风险投资平均收益率可达

610%。

风险投资主要是通过对于处于创建期和成长期的高技术企业进行股权投资以赚取利润。在这一过程中,风险投资者为了获得预期的投资报酬率必然关注企业的经营状况,参与到企业的经营管理中;而且作为一种带有高附加值的商业行为,风险投资不仅给高科技企业提供投融资支持,还帮助高科技企业确定科学合理的商业计划方案,树立正确的经营理念以及推行国际化和先进经营管理方式和手段。为了保证项目的成功,风险投资者往往十分注重风险企业创业的团队素质,尤其是创业者的科技水平、管理和协调能力。因此,风险投资公司的专家在向风险企业提供必要的经营管理方面帮助的同时,甚至在签约之前就力促风险企业建立和完善规范的商业、财务、管理等制度,以及一个健全的管理阶层。

作为知识经济社会特有的概念,风险投资的高风险与高收益并存本身蕴涵着对资本、管理和高科技的有机融合。与通常概念的股权投资相比,风险投资已不再仅仅是关注新商品的推出、销售方式的变革与工艺流程的改进等传统的企业运作上,而代之更多的是对企业本身的更替、嬗变和创生的研究和关心;风险投资者总是选择那些高风险、高增长、高收益和高市场潜力的科技项目或企业进行投资;在对高科技企业投入资金的同时,还提供先进的管理资源、丰富的行业经验、广泛的业务网络以及其他的社会资源以帮助该项目在市场上获得成功。欧美等国的投资实践表明,有风险资本支持而发展起来的高科技风险企业在成长速度、取得重大技术突破、开发新产品以及创造就业机会上明显高于普通公司,而且这些公司对推动产业结构升级、经济持续增长和提高经济国际竞争力发挥了不可替代的作用。

## 2. 风险投资运作机制的特殊性

与传统的资本融资体制相比,风险投资具有明显不同的特点。应该说,只有风险投资这一金融业务才能真正担当起融合资本、管理和高科技的重任,从而推动各国知识经济的健康发展。因为高科技产业化的形成和发展是依赖于一大批高科技企业的兴起,而高科技企业的发展壮大离不开风险投资的支持。那些将科技成果工程化、商业化乃至最终将其推广形成产业的高科技风险企业,在其种子期、创建期和成长期无疑存在着极高的风险。科技成果真正转化为生产力必须经过研究、开发、试点和推广四个阶段,其中开发(即研究成果的工程化)与试点(即设计出第一套具有工业规模的生产装置),是实现商业化的两个关键阶段,这两个阶段均具有不确定性,存在很大的工程化风险和商业化风险;而且需要大量的资本投入。显然,传统的资本融资业务无法担此重任。

首先,高风险有背于商业银行的“三性”原则。传统的银行业务主要是通过提供金融服务赚取存贷利差和服务费用。因此严格地说,商业银行在发放贷款支持企业融资时,是很注重资产负债比例管理的。即使商业银行在政府的政策要求下答应对高风险的科技企业融资,银行也没有那么雄厚的实力,其结果要么是银行阳奉阴违,风险企业很难得到银行贷款,要么是大量银行资产质量下降、坏帐沉淀增加。只有由机构和个人投资组成的资金雄厚、具有较强风险承担能力的风险资本乐于承担一定的风险,敢于在寻求高投资回报过程中对高科技企业提供股权融资,并带给企业迫切需要的管理资源、市场经验和经营策略,以及其他必不可少的社会资源。

其次,国家财政拨款也不适宜作为风险资本的主要来源。财政拨款主要是通过国务院所属部门按系统发放,而各部委中经费的分配又由政府官员根据国家和本系统的发展规划来确定本系统的资助对象,因此其基本上是按计划经济的模式运作。风险投资以这种财政拨款模式进行运作存在多方面弊端:(1)在政府的财政支持中,政府官员并非是以市场和经济效益作为要

考虑的第一性因素,甚至可能凭个人的偏好来选择投资项目;他们既不可能参加实际市场经营操作,也不对项目选择的后果承担任何经济和行政责任,因而投资不可避免带有盲目性和随意性。各部门主要资助对象往往是本行业、本部门的项目,因而在部门间形成低水平重复现象,无法使国内有限的资源发挥最佳效益。这些都与商业化的风险投资公司要求对高科技项目通过严格的可行性论证并介入企业的全过程管理,最终获取数额极高的投资回报截然不同。(2)我国财政本身的性质及运作机制决定了目前这种财政拨款模式不适合作为风险投资的主要方式。首先为了避免对国家财政收支平衡造成不良影响,财政拨款不宜承担太大的风险。其次,即使政府允许财政拨款冒很大风险对企业进行风险投资,但由于我国大部分新兴的高科技企业都是民营企业——处在政府计划部门之外,无法从财政渠道得到支持。再次,财政拨款资金有限,能得到支持的项目毕竟太少了,例如1996年公布的重点国家火炬项目总共才57项,这对于中国这样一个急需发展高科技产业的大国来说实在太不相称。

再次,风险投资与投资银行的主营业务也存在很大差别。投资银行主要为成熟企业提供融资服务,如证券承销和证券交易购并业务,资金管理业务及创新业务等,一般不直接进行股权投资,不代表投资者参与企业经营管理;其收益来源主要靠收取服务费和取得一定的购股权证收益。如果说投资银行对风险投资的发展有影响,则这些影响主要体现在以下两个方面:(1)投资银行作为财务顾问为获得初步成功的风险企业包装上市,从而使风险资本撤出而投入下一个风险项目成为可能;(2)投资银行为已经具备一定实力和条件但还不成熟的风险企业进行以私募方式为主的融资来解决急需融资问题。但是对于那些尚未成熟而又急需资金扶持的高科技项目(及企业),投资银行却显得乏力。事实上,大多数高科技项目企业正是在这些初始时期最需要资本支持。

最后,风险投资的发展固然需要投资基金的参与,但风险投资基金与证券投资基金在职能上是有分工差别的。近年来为了稳定发展证券市场,我国的证券投资基金已有了一定的发展,但是证券投资基金主要是投资于证券市场,无论是开放式的还是封闭式的,一般不得直接参与企业事务;而且对某一公司的股份持有额都有明确的限制:美国规定一般不得超过5%,我国《证券投资基金管理暂行办法》规定同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券不得超过该证券的10%,因而无法满足风险投资基金在董事会必须占有席位、积极参与决策管理的要求。而且,基金公司收入也主要靠收取基金管理费。证券投资基金对于风险投资发展的影响主要体现在两个方面:(1)基金是股市重要的托市资金,股市因其庞大的资金参与而交投活跃,从而保证了风险资本从股市顺利撤出,并由此获得高额回报;(2)证券基金因受政府严格管理一般不投资于上市前的风险企业,某些投资于高科技产业共同基金顶多只容许将不超过基金总额的1%—2%投入即将上市的风险企业。这对于趋于成熟又急需资金的风险企业的发展十分重要,但无法替代。

## 二、风险资本的形成及其有效运作的特点

### 1. 风险资本的形成

风险投资的发展必须首先要解决风险资本的来源。以投资于有高增长潜力的高科技风险企业为主要对象的风险投资是一种为获取高额收益的商业投资行为,因此其资本来源不应局限于某一、二种单调的渠道。

应该说,我国近几年来在发展高科技产业、增加科技投入等方面已经尽了很大的努力,国

家已先后通过财政拨款和国家银行借款途径对“火炬计划”、“星火计划”和“产学研联合开发工程”等高科技成果转化性计划进行了大量投资。但是我国的高科技产业资金来源仍然局限在主要依靠增加财政投资和减免税收的财政政策,以及鼓励银行等金融机构扩大对风险投资的贷款额度上,而对于社会公众的风险投资行为关注不够。结果一方面是高科技产业投资资金短缺,目前我国 R&D 的资金投入还不到 GDP 的 1.5%,而且 R&D 投入经费、高科技成果转让投入和产业规模化投入之间的比例为 1:1.1:1.5,与发达国家的 1:10:100 比较明显不协调;另一方面是风险投资效率无法提高。

那些风险投资比较成功的国家中风险资本往往主要依靠个体投资者、机构投资者(包括保险基金、养老基金、银行持股公司以及投资银行、证券公司等)和大公司资本等综合性来源。首先,个体投资者是一些有一定经济实力的人、或者与企业有某种关系(如熟悉所投资企业的经营领域、有助于投资者事业的成功等)的人。他们参与投资,通常在创建企业作准备阶段为那些只有新创意的创业者提供种子资金,并帮助创业者编制经营计划、组建管理队伍、进行市场调研。其次,以吸引机构投资者的资金为主的中小企业投资公司(Small Business Investment Companies, SBICs)的成立,克服了“国民财富越来越向金融机构而不是个人手中聚集”的倾向,把机构投资者的资金引导到支持中小企业的发展上。因为单个机构投资者一般只允许将基金的 2%—5%投资于新兴企业,投资于高科技产业的共同基金仅容许将少量资金(不超过基金总额 1%—2%)投入风险企业。比较完善的高级组织形式是 90 年代中期形成的合伙式产业投资基金(Venture Capital Partnership),它包括两类投资者:有限合伙人(Limited partner)和一般合伙人(General partner)。由许多有限合伙人(主要是机构投资者)组成的产业投资基金通常占风险投资资金总额的 99%,他们一般不参与基金日常经营活动,不具有公司股东所拥有的一些经营决策权,但多数对其投资的额度、方式以及分红等具有合同规定的处置权,以其金额为限承担责任;一般合伙人常是专业的基金管理人——经理人,他们的收益很高,出资比例常占 1%,但常承担一定的无限责任。

应该说,我国目前高科技、中小企业面临的金融形势与这些国家风险投资发展初期十分相似。作为高科技发展的民营企业是我国最活跃的经济成分,但长期以来却受到不公正的待遇,难以获得大量银行贷款和资本市场的支持,他们对国家所作的贡献与其在融资上不公正的待遇之间形成鲜明的反差。这种现象一方面反映了现有的融资体制确实无法担当起风险投资的重任,另一方面要求我们应该借鉴国外的经验,研究风险投资的运作特点,积极鼓励引导和发展中国风险投资——在继续发挥政府和大型企业的科技开发与产业化的积极性同时,应该采取倾斜政策鼓励以私募形式获得资金的风险投资家、风险投资公司和由投资者(有限合伙人)与基金管理人(一般合伙人)合伙组成的以高科技为特征的有限合伙企业的发展。这是风险投资迅速发展的最基本条件。

## 2. 风险资本的有效运作

通常,风险投资的运作包括三个主要步骤:第一步是审慎筛选投资项目(Sorting),确定风险企业(Venture-backed company)。第二步是构造投资。如果基金管理人通过选项后仍然对投资项目有兴趣,则开始投资项目谈判,确定投资的财务条件与控制条件。财务条件主要是指基金的投资金额、时间安排与比例;控制条件主要是指公司的激励条件和基金对公司的控制条件。第三步是监督管理投资。这里主要包括三个方面:(1)积极参与企业的董事会(达 1/3);(2)掌握投票控制权;(3)通过信息优势,影响项目获得额外资金的能力。

在风险投资发展的过程中,人们最担心的是其风险的控制和化解。其实不仅仅是风险投资,传统的融资体制也一样,在投资过程中都面临着两个问题:(1)选项问题(sorting problem)与(2)激励问题(incentive problem)。谁解决好这两个问题谁就会获得效率。由于公司的控制者(所有者)和管理者(我们称为内部人)通常掌握着许多外部投资者不了解的信息,在内部人与外部人之间存在信息不对称(information asymmetry),因此在利益驱动下,逆向选择问题(adverse selection problem)就常常会产生:它要求在公司的经营过程中创造一种激励环境或制度,尽可能实现投资者利益与经营管理层的利益一致。事实上我国国有企业的改革正是无法突破选项问题与激励问题的统一,才会有要求国有企业逐步退出竞争性行业的呼声!既然风险投资是一种高风险、高收益的投资资本,从事风险投资的职业金融家在作出投资决策时,就会大胆而心细,小心谨慎。这是因为除了风险投资所投资项目大都是高科技特点的新兴小企业外,风险投资家的筹资也是以其个人的声誉、业绩和魅力为担保融得资金的;一旦有误,就会损失个人在风险投资领域的信誉,甚至前途。

事实上,规范的风险投资通过风险投资基金和市场中介机构的动作能够更好地反映投资的市场行为。首先,风险投资是一种私募行为。风险投资者(或风险投资公司和基金)进行风险投资选项时总是以能够充分发挥自己的管理经营和市场方面的优势特点为基准来投资高科技项目,并且在投资过程中可以根据定期报告的信息制度运用维持期限制、分期支付基金投资、限制利益冲突和强制性分配等策略手段来约束企业、控制风险。其次,风险投资基金的标准形式是合伙式基金。这种组织形式的基金执行激励机制(如基金管理人除了承诺金额的2%—2.5%年管理费外还有20%左右的业绩回报)时能够有效地对基金管理人实行制约。这样,基金管理人为了生存,就得利用同样手段参与其他新的风险投资基金和企业,对有限合伙人负责。再次,通过风险投资中介机构的作用实现了风险投资的有效监督。风险投资者通过中介机构的作用克服了原来投资者直接选择与监督企业而实际上又无法真正实现的矛盾,改为通过对中介机构的监督进而达到中介机构对企业的监督作用。因为这里的中介机构只有在市场中对投资者负责才能生存,别无选择。最后是二板市场。二板市场实际上最主要的功能是帮助风险资本的形成和风险企业的成长。社会资本只有通过正式的二板市场才能流向新兴的高科技企业和项目;否则真正理性风险投资主体缺乏,风险资本的有限性及其来源基础的脆弱性必然使我国高新技术产业化成为“无源之水”、“无本之木”。二板市场的建立为高技术风险企业的直接融资提供了渠道,又为风险投资增值、顺利退出提供了“出口”。当风险投资成功时,风险投资公司通过二板市场以高于原始投资几倍甚至几十倍、几百倍的价格出售其所拥有的股权,获得高额利润,转而投资其他有潜力的项目。如果风险投资不成功,也可以通过二板市场转让其股份,以使损失降低到最小程度。因为风险投资主要是以私募形式成立,风险投资机构进行高风险投资的目的在于对企业股份的占有控制,而是希望在三至五年内把企业培育壮大,通过上市或出售机会获得增值利润变现,进而将资产转向新项目投资以获取继续增值。风险资本的私募和变现撤出路径难寻,没有二板市场的“风险投资损失最小化”的运作机制,仅有的风险资本就难以发挥作为风险资本的正常功能,使风险投资者望而却步。

### 3. 风险投资在中国的实践

风险投资在我国的发展还处于起步阶段,在科研成果的转化资金中风险投资仅占2.3%;我国众多的高技术面临资金短缺问题。自1985年以发展高新技术产业为宗旨而创办中国高新技术创业投资公司(简称中创公司)以来,中国一直处在对风险投资建立、设计和尝试的讨论

中。期间,不少公司(包括政府成立的投资公司和一些上市公司)开始注重对高科技项目进行融资投资;各地方政府开始成立专门为小型高科技企业初创阶段提供投资服务的创业服务中心。全国纷纷建立起高新技术开发区,对企业实行“自愿结合、自筹资金、自主经营、自负盈亏、自我约束和自我发展”的原则管理机制。一些国外风险投资基金和投资机构也已开始在中国落户。这些都为高新技术发展积累了许多有益的经验。

1998年中创公司因经营不善、严重亏损导致资不抵债、最终被迫关闭的事实曾使人们对建立规范有效的风险投资机制的疑虑剧增。其实中创公司的失败就是因为缺乏风险投资机制。首先,这类公司的投资主体不能承担真正的风险投资主体责任。其经营管理者对经营业绩不承担任何责任,也不对任何人负责,因而无法形成激励约束机制。其次,风险投资的主要投资方向是信息产业和生物技术等高新技术产业和新兴产业。即使通过投资组合来控制风险,投资于几个不同的企业,投资于不同的产业或者投资于不同地区的企业,风险投资也都是高科技项目特点的企业。风险投资的这种高风险与高收益特点就成了它区别于其他投资的最显著特征。而我国的一些“挂名”的风险投资企业却大量投资于房地产、股票、期货等。这种短期投机形成了巨额不良资产。再次,风险投资是一种纯市场行为,它承认风险、让更多的投资者去承担能够承担得起的风险。政府除了给予税收优惠、法律保障、知识产权的管理保护以及相关市场规范管理来加以引导外,更多的是靠培育真正风险投资主体。实践表明,由国家承担风险的单一性投资主体及其基础脆弱的投资行为不仅制约着有限的风险资本渠道形成发展,而且限制了风险资本的风险规避。最后,风险资本因缺乏较成熟完善的二板资本市场支持,无法形成通畅的良性循环。正是在这个意义上说,我国事实上目前还没有一家标准意义上的中国自己的风险投资机构公司。

比较起来,那些通过市场机制(特别是利用国际风险资本市场)进行规范操作而获得成功的风险高科技企业,却在中国迅猛发展。1992年全球最大的信息技术服务公司美国国际数据集团(IDG)在中国成立美国太平洋风险投资基金后即开始进行多家风险企业投资。1998年5月IDG设立的太平洋技术创业投资基金宣布向成立于1993年的金蝶公司先期投入2000万人民币(迄今为止是IDG对华软件产业最大一笔风险投资,也是国内信息企业接受的最高的风险投资)。10月26日,国家科技部和美国国际数据集团在京宣布,科技部将在未来7年内从该集团引进10亿美元,用以创立高新技术发展基金。1998年4月英特尔、恒隆IDG及哈里森公司共同向“中文网络神探——搜狐(SoHoo)”注入近200万美元的二期风险投资。爱特信公司于1996年11月获得美国麻省工学院和商学院三位教授22万美元初期风险投资;爱特信公司采取“两头在外”的资本运作方式,即吸纳国外风险资本,严格按照国际通用的用人制度和会计原则,在国内成立实体,计划2001年在美国上市。四通利方凭借技术力量和庞大的客户群于1997年8月获得美国华登创业投资基金、罗伯特·史蒂文森高科技投资银行及四通集团650万美元投资合同。经过国际化改造后的四通利方总资产达到1500万美元,比1993年的公司创立时增长23倍。继四通利方之后,还有亚信集团、东方伟博等信息技术企业成功地融入了美国及中美合作风险投资。

### 三、二板市场和中国多层次资本市场发展

综上所述,风险投资发展的核心内容是风险资本市场的发育和培养。风险投资自身就是强调投资者通过市场的选项约束和激励机制来运作。因此,发展风险投资首先就要建立二板市场

及其运作体系、创造资本的“卖方市场”运作机制和环境,进而在此基础上构造完善的多层次资本市场。只有这样,才能促进资金融通效率的提高和高科技企业的经济发展。

的确,风险资本循环的出口可以有多种方式。国家可以对高科技板块实行税收优惠和上市倾斜政策,优先安排高科技项目和风险投资公司上市,或者利用现有的上市公司“壳资源”实施资产重组吸收高科技风险资本,或者通过境外机构实现境外上市;还可以通过投资分红与技术市场来进行股权出售等。这些措施对于接近成熟期的高科技风险企业的发展及其资本运作具有巨大的促进作用。但是应该注意,成熟的高科技企业参与主板市场本身就是主板市场自我完善的内在需要,这一切措施并不能代替二板市场的发育建设。如前所述,二板市场实际上最主要的功能是帮助风险资本的形成和风险企业的成长。社会资本只有通过正式的二板市场才能流向新兴的高科技企业和项目。

国际经验表明,世界各国在严格控制和管理主板市场上市公司以保证其正常运行的前提下,都相继建立了以发行高科技的风险企业股票为主的二板市场。如美国的OTC(柜台交易)市场及在此基础上发展起来的NASDAQ(全国证券自营协会自动报价系统)就是为了那些不具备在证券交易所上市资格的中小企业的股票交易而建立的。OTC股票交易数量约占全美股票交易的35%,而在OTC上市的公司则已逾30000家,是美国证券交易所上市数量的10倍。通过NASDAQ进行交易的则是OTC市场中交易最活跃的股票,目前有4800家左右。推动美国风险投资的迅速发展有诸多因素,最根本的因素就是以NASDAQ为代表的为风险投资和高科技风险企业服务的资本市场,英国在1980年底建立了二板市场,约有350个高科技风险企业发行了10亿英镑左右的股票,日本、马来西亚、新加坡也都先后开设了二板市场。

在中国建立上市标准较低的专为中小型企业服务的二板市场势在必行。20多年的改革开放已经使资本市场发展初具规模,积累了丰富的改革经验(特别是转轨过程中投资主体的培育经验)。这些对于二板市场的建设和整个资本市场的完善都是非常有益的。但是风险资本市场与主板市场的建设截然不同(如“准入制”、低门槛、全面充分即时地披露风险和企业经营财务信息制度等),仅靠降低沪、深股市准入条件是不现实的。风险资本更多的是需要国家政策法规上的引导和规范,核心是鼓励社会资本的直接参与高科技产业投资的积极性和风险防范机制。在我国风险资本市场的发展初期,政府除了大力支持和实行倾斜政策外,还必须借鉴国外的经验教训直接着手建设切实可行的中国二板市场,制定并完善相关的法规体系。

实际上,二板市场的运作与主板市场的综合发展本身就是中国多元化资本建设的内容。因为:(1)主板市场与二板市场的资本服务对象不同。主板市场是“买方市场”,是为了鼓励成熟的企业实现规模经营提高运作效率;而二板市场是资金的“卖方市场”,在为中小型高科技企业融资的同时实际上是鼓励那些有“能力”的民营企业 and 群众投资者参与投资。这二者之间互补关系的完善在当前我国商品买方市场的经济形势下显得尤为必要。(2)我国资金市场面临的问题实际上就是资金的“卖方市场”问题。从资本来源看,居民储蓄存款至1998年9月底已达到5.1万亿元,银行利率一降再降仍呈刚性增长;而且银行等金融中介一度出现“惜贷”、“慎贷”的体内循环愈来愈严重。另一方面,现有的证券市场无法满足众多的改制企业融资、筹资需要(几年前审批的额度至今仍不能发行上市)。(3)活跃主板市场、改革国有企业需要更多趋于成熟的民营高科技企业的参与支持。如果把5万亿元的居民储蓄中的1%通过资本市场流向风险企业,将形成510亿元风险资本;假设按平均每家风险企业投资250万元(创业投资服务中心对其高新技术开发区内新创企业投资平均水平都在100万元以下),则可使2万家高新技术

企业获得企业资本。高科技企业的参加对于促进资本市场和国民经济发展无疑具有划时代的作用。(4)长期以来,政府对广大群众的投资行为包办比较严重,其善良的动机是担心金融风险 and 百姓的风险防范能力较弱。其实风险投资的二板市场正是给百姓一个敢于“承担能够承担风险”的舞台,给高科技风险企业一个“适者生存”的竞争成长机会。近几年来,国家“三令五申”禁止“场外交易”,其结果禁而不止就是因为一方面广大中小型高科技企业需要融资、需要产权交易,另一方面有相当一部分“能人”和机构投资者善于进行风险投资。因此,发展引导社会资本流向最有效率的部门为新兴高科技风险企业提供融资便利及风险资本退出通道的多层次资本市场,是促进中国风险投资乃至整个经济健康发展的保证。

当前,风险投资的发展无论是对于我国高科技产业的发展还是整个金融体制的改革完善都具有极强的现实意义。但是中国风险投资发展应避免出现一哄而上的局面:要么大量组建国家高科技产业投资基金,要么任凭广大社会投资者盲目投资高风险企业,急于求成。风险投资的发展需要培育一种风险投资机制,这种机制应该是:(1)资本的来源是私募形式。(2)具有良好的风险投资企业家的成长机制和识别真伪机制,如及时的信息披露制度、宽松的风险投资家成长环境和虚假风险投资识别清退规定等。(3)规范的多层次的资本市场协调发展机制。必须着重发展二板市场、进而建成二板市场和主板市场整体上协调发展的多层次资本市场体系。

#### 参考文献:

1. 张小蒂:《风险投资基金:发展知识经济的推进器》,《金融研究》1998年第9期。
2. 戴志敏:《当前美国风险投资的特点及启示》,《金融参考》1998年第12期。
3. 罗伯特·史林:《风险投资与中国高技术产业的发展》,《金融专题》1998年第2期。
4. 杨威月、何光辉:《货币市场、资本市场与国有企业运作效率》,《金融研究》1998年第5期。

(作者单位:何光辉,南京航空航天大学经济系,单位邮编:210016;  
杨威月,上海财经大学金融学博士生,单位邮编:200083)

· 书讯 ·

### 牛津大学出版社我校学者专著

英国牛津大学出版社最近出版了我校博士生导师孙铮教授和香港理工大学学者陈工孟先生合著的《中国会计审计与税务概论》一书,受到国内外学术界和教育界的高度重视,深受会计界的欢迎和好评。

这部著作全书分为四篇,共十二章,计三十余万字。第一篇为“财务会计”,论述会计循环、会计报表及其分析、会计准则与会计管制研究等内容;第二篇为“管理会计”,论述经营

决策、责任中心与业绩报告、可行性研究及其报告等内容;第三篇为“审计”,论述会计报表审计与审计报告、内部控制、独立审计准则研究等内容;第四篇为“税务”,论述中国大陆现行税制研究等内容。全书体系完整、内容新颖、理论性强,对当代会计审计学术领域的许多课题,均有很具深度和广度的理论阐述,可谓“入木三分”。

(居真光)