

风险投资基金的融投资效率分析

林 艳¹, 谈儒勇²

(1. 中芯国际集成电路制造有限公司, 上海 201203; 2. 上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘 要:本文在对风险投资基金的融投资效率加以定义的基础上,对风险投资基金的融资效率和投资效率进行了多方面的分析。在考察了我国风险投资基金融投资效率现状的基础上提出了相应的政策建议。

关键词:风险投资基金; 融资效率; 投资效率

中图分类号:F830.59 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2001)11-0037-06

一、何谓风险投资基金的融投资效率

1. 风险投资基金融资效率和投资效率的含义

为了较准确地把握风险投资基金融资效率和投资效率的含义,有必要先对“效率”一词作一番考察。我们可从两个角度来考察“效率”一词的含义。一个角度是从资源的稀缺性出发的。源自资源的稀缺性,人们总是努力以较少的投入换取同样多的产出或者以同样多的投入换取较多的产出。为了衡量这种努力的结果,人们使用“效率”一词。因此,这个角度上的效率是指产出与投入之比。另一个角度是从资源的配置出发的。这个角度建立在前一个角度之上,但又与前一个角度不同。资源的稀缺性决定了人们必须对资源进行配置。为了衡量资源配置的合理程度,人们使用“效率”一词。因此,这个角度上的效率是指资源配置效率,而资源配置效率是同“帕累托最优状态”和“帕累托改善”等词紧密联系在一起。如果一种资源配置方式已使经济体处于帕累托最优状态,那么我们就说这种资源配置方式的效率最高。相反,如果一种资源配置方式未使经济体处于帕累托最优状态,那么我们就说这种资源配置方式的效率不高,或者说该经济体存在帕累托改善的途径——它可以通过改变资源配置方式来提高资源配置的效率。

效率的上述两层含义决定了本文所使用的风险投资基金融资效率和投资效率也有两层含义。第一层含义立足于资源的稀缺性。风险投资基金的融资效率是指其在融资时所融到的资金数量与所付出的融资费用的比率。此比率越大,风险投资基金的融资效率越高,或单位融资费用越低。风险投资基金的投资效率是指其在投资时所获取的收益与所投入的资金数量的比率。此比率即为资金收益率,比率越大,风险投资基金的投资效率越高,或单位资金的产出越

收稿日期:2001-06-26

作者简介:林 艳(1978—),女,天津人,中芯国际集成电路制造有限公司;

谈儒勇(1971—),男,安徽舒城人,上海财经大学金融学院副教授。

大。第二层含义立足于资源的配置。风险投资基金的融资效率和投资效率都是指资源配置效率。如果通过风险投资基金的融资和投资,经济体中确实有一部分资金被引导到未上市的科技型企业,也就是说,风险投资基金真正发挥了作用,那么我们就说风险投资基金具有较高的融投资效率。

2. 风险投资基金融资效率和投资效率的关系

风险投资基金融资效率和投资效率的关系建立在融资和投资的关系上,而融资和投资作为风险投资基金运作中两个必不可少的环节,关系密切。我们从效率的第一层含义来考察融资效率和投资效率的关系。若融资效率较高,则意味着风险投资基金在付出同样融资费用的情况下可以获得较多的资金,而从下文中我们将看出,资金规模较大的风险投资基金的投资效率亦较高。若投资效率较高,则意味着风险投资基金的资金收益率较高,这使基金的吸引力提高,从而降低基金融资的难度,也就是说较高的投资效率可以带来较高的融资效率。可见融资效率和投资效率是相互影响、相辅相成的。

二、风险投资基金的融投资效率分析

1. 风险投资基金的融资效率分析

我们先从资金来源角度对风险投资基金的融资效率进行分析。

风险投资基金主要投资于科技型、未上市的创业企业,直到创业企业相对成熟时,才通过首次公开发行(IPO)或收购等方式退出,这就要求资金能够进行长期的投入,风险投资基金所筹集的资金要符合这种要求。

在风险投资基金处在初级阶段的国家(如我国),政府是风险投资基金的主要资金提供者,但它往往会利用其制定发展风险投资基金政策的权力、拥有对风险投资公司的选择权以及拥有大量资金的优势,为自己创造租金。这使风险投资基金在融资过程中发生的费用增加,融资效率降低。

此外,资本市场的竞争程度也是风险投资基金融资效率的一个重要影响因素。风险投资基金在竞争程度较高的资本市场上融资费用较低,有着较高的融资效率。特别地,在完全竞争的资本市场上融资的效率最高,因为其中不存在任何创租的空间和效率的损失。

2. 风险投资基金的投资效率分析

(1)风险投资基金的组织形式。风险投资基金多以有限合伙制设立,其中普通合伙人负责资金的管理,他们只出资1%左右,但却承担无限责任;若投资失败,他们不仅要损失已投入基金的资金,而且个人其他财产也难保。这种组织形式使普通合伙人(即基金管理人)的投资行为趋于谨慎,使资金得到更加合理的运用。

普通合伙人虽然出资1%左右,但可以以15%~25%的比例分配利润,并对有限合伙人收取2%~3%的管理费。可见,普通合伙人有很强的激励去合理地利用资金。

为了确保所投的资金能得到合理的使用,基金管理人还参与被投资企业的管理。同时,为了防止企业经理人机会主义行为的出现,资金是分阶段渐进式投入的。

以上我们分别从约束、激励及参与管理等方面对风险投资基金的投资效率做了分析,结果表明,采取有限合伙制这种组织形式的风险投资基金能把资金的普通使用变成融合人力、信息等资源的更高效的资金使用(郑泽华,2001),这意味着这种形式的基金通常具有较高的投资效率。

(2) 风险投资基金的规模。2000 年第三季度,美国风险投资基金募集的资金总额比第二季度增加了 30 亿美元,且平均每只基金募资额比第二季度剧增 65.24%。这一事实表明,风险投资基金有向集中化、规模化的方向发展的趋势。导致这一趋势的一个主要原因乃是规模较大的风险投资基金有较高的投资效率。

风险投资基金集中了为数众多的投资者的资金,由专门人士对资金的运用进行管理。较大规模的风险投资基金可以通过分散投资(如把资金分散投资于不同的项目)和组合投资(如协调投入到企业不同发展阶段的资金比例)等方式来提高资金的收益。此外,大量资金的集聚还能使资金使用的协同效应得以发挥。最后,由规模优势产生的资金高收益,对投资者产生了强大的吸引,便利了风险投资基金的再融资,基金规模能进一步扩大,形成良性循环。

(3) 风险投资基金的资源配置作用。作为一类金融中介机构,风险投资基金能把社会上的闲散资金集中起来,再把这些资金投入到那些技术含量高、成长性被看好的项目中去。在这一过程中,它发挥着极其重要的资源配置作用。尽管所投的项目风险通常很高,不少项目最终有可能失败,从而血本无归,但通过风险投资专家对被投项目的精心审查和严格筛选以及对管理的广泛而深入的介入,风险投资基金有可能在成功的项目上获得超乎寻常的高收益。这样,即使把失败项目的投资成本算进去,也能获得超过正常利润率的利润水平。这意味着,风险投资基金通过把更多的资金引导到高科技行业,能实现较高水平的收益。不仅如此,风险投资基金对技术的促进还会由于技术通常具有的溢出(spillover)效应而将益处扩散至其他行业。

(4) 风险投资基金作为企业的一种融资方式与其他融资方式的比较。风险投资基金作为企业的一种融资方式,具有其他融资方式所不具有的特点。

传统的商业银行作为贷款人,在通常情况下并不介入企业的经营管理(除非企业破产)。这样,在对企业信用状况不了解的情况下,银行很难相信资金被合理使用,从而它们不会发放贷款给那些它们不了解的企业,如处于创业阶段的企业。同时,商业银行出于以下的原因,在经营上比较保守、谨慎,不愿冒较大的风险:对于银行来说,投资于高风险项目的收益与其所承担的风险是不对称的(如果项目成功,银行只能获得其中的一小部分收益;如果失败,则银行的贷款就可能成为坏账)。这使得它们对创业企业望而生畏,不敢涉足其中。

企业的另外一种融资方式是通过证券市场进行直接融资,但这种融资方式也会带来一些问题。在股权分散的情况下,易出现“没有哪一个股东有足够的激励去监督企业”这样的问题;而在股权集中的情况下,又会出现“如何保护中小投资者的利益”这样的问题。真可谓是“两难”。此外,在所有权与经营权分离的情况下,如果没有足够的监督,经理人就会利用职权为自己谋利,产生所谓的“内部人控制”现象,使投资者的利益得不到切实保护。

与银行不同,风险投资基金在对有关项目注入资金后并不撒手不管,而是积极参与到企业的管理之中,与企业的管理层一道致力于搞好企业。这样,尽管风险投资基金承受着为银行所不愿承受的较高级别度的风险,但通过对管理的深度介入仍能取得较高的收益。对管理的参与可以帮助风险投资基金获取企业经营管理的信息,这样做尽管需要付出一笔费用,但由于基金管理人可以借助这些信息来有效地监督企业的经营活动,使信息不对称所带来的各种问题得到一定程度的缓解,使投入的资金得到了相对有效的运用,同时资金的高效运用所带来的好处,足以抵偿基金管理人获取信息的费用。也就是说,对于基金管理人来说,获取信息是值得的,它可以使一定数量的资金在经过风险调整后仍能产生较银行存款利息高的预期收益。

由此可见,作为一种间接融资方式,风险投资基金通过一定的制度安排,缓解了在资金运

用过程中信息不对称的问题,使资金的收益提高。这不仅保护了风险投资基金众多投资者的利益,而且也对投资者形成一种正激励。他们不会轻易地撤出资金,并会愿意追加投资。这样,风险投资基金再融资的搜寻成本和谈判成本亦下降,融资效率得到提高。资金的这种不断流向高收益领域,意味着资金的配置趋向合理。

三、我国风险投资基金的融投资效率

1. 我国风险投资基金的融资效率——从资金来源角度看

最新的一项调查显示,我国政府拥有股权的风险投资机构占90%,纯民营的风险投资机构仅占2%。目前,在全国排名靠前的风险投资公司皆以政府出资为主。

政府在对风险投资基金的投资中居主导地位,会引发寻租行为,使风险投资基金的融资费用上升,降低风险投资基金的融资效率。

再者,风险投资不止是一期投资,而是一个不断的资金流入过程(张承惠,2000)。为了确保投资项目不至于因后续资金的不足而中途夭折,风险投资基金需要不断补充新的资金。而由于财力和其他方面的原因,政府不可能持续不断地对风险投资基金进行较大规模的资金投入,这使得我国风险投资基金在起步之后的发展阶段出现了融资难的局面。为了摆脱这种困境,它们往往不惜一切代价,甚至以不正常的方法去筹集非政府资金,造成融资效率的低下。如1985年9月宣告成立的中国新技术创业投资公司(中创公司)除了注册资本金,再无资金来源。为了弥补自身资金的不足,该公司参与了房地产的炒作和证券市场的投机。随着房地产市场和证券市场泡沫的破灭,中创公司于1998年6月被行政关闭。

2. 我国风险投资基金的投资效率

(1)我国风险投资基金的组织形式。我国现行法律不允许风险投资基金以有限合伙制的方式设立,这限制了我国风险投资基金的组织形式。若设立合伙企业,那么各出资人对企业的债务需承担无限连带责任。这使合伙企业的投资过于谨慎,偏重于投资那些技术较成熟的企业,因为投资于这些企业的风险较小。但相应地,投资的预期收益也较少。无限合伙制使得风险投资基金不敢从事真正的风险投资,投资效率无论在哪儿意义上讲都不高。

在以公司形式设立风险投资基金的情况下,出资者根据其出资份额对债务的清偿承担有限责任并对公司的净收益进行分配。在出资分散或主要是由政府出资的情况下,出资人对资金运用的监督动机不足,经理人的内部控制和以权谋私使资金得不到合理的运用。

(2)我国风险投资基金的规模。近几年我国风险投资基金发展迅速,规模不断扩大。1998年国内最大的创业投资公司的资金规模为5—6亿元人民币,到2000年,国内最大的创业投资组织——深圳创新科技投资有限公司——的资本金已扩充至16亿元人民币。但同时,我国也存在相当多的资金规模较小的风险投资基金,这是因为:我国风险投资基金的融资渠道较窄,从非政府部门筹集大量资金较难;政府作为投资主体,对风险投资基金的资金供给并不充足。

我们不妨比较一下中美风险投资基金的规模。1998年,美国共组建了198个风险投资基金,筹集240亿美元,平均每个风险投资基金拥有资金1.21亿美元。当时风险投资基金投入中等规模项目的资金约为1000万美元(张承惠,2000)。也就是说,美国的风险投资基金平均每个可以投资12个项目。在所有这些项目中,风险投资基金的管理人可以充分利用分散投资和组合投资等方式来规避风险、提高收益。而我国在2000年底有100多家风险投资公司,资金总规模约为100亿元人民币,平均每家风险投资公司的资金为1亿元人民币左右。较小的

规模使得基金管理人在投资方式和投资组合的选择上受到很大限制,这会降低资金的收益,使投资效率不高。

(3)基金管理人参与被投资企业管理的程度。上文通过对商业银行、证券市场和风险投资基金的比较,发现风险投资基金通过一定的制度安排缓解了在资金运用过程中的信息不对称问题。但在我国,由于政府是风险投资基金的主要出资人,注定会发生所有者缺位现象,造成无人去督促和监督基金管理人参与被投资企业的管理。在这种情况下,基金管理人可能与企业的管理层合谋,损害投资人的利益。

另外,我国基金管理人的总体素质有待于提高,这使得他们即使有参与被投资企业管理的愿望并真正参与到管理中去,也不一定能起到良好的作用,从而决定了风险投资基金的投资效率不会很高。

(4)风险投资基金对资源的配置。我国风险投资基金的实际运作效果并不理想,没能起到应有的资源配置作用。在国内 100 亿元左右的风险投资资金中,实际利用的仅有 12 亿元(参见 2001 年 6 月 15 日《国际金融报》第 2 版的有关报道)。这说明许多风险投资基金并没有进行真正的风险投资。即使真正进行风险投资,也倾向于投资处在扩展期的企业。这一方面是受国际气候的影响:在 2000 年第三季度,美国风险投资投向初创阶段企业的资本额只占其投资总额的 19.95%,与第一季度的 23.5%和第二季度的 25.74%相比逊色不少,而投向处于扩展期企业的比例却高达 56.41%。另一方面是受传统文化的影响:我国尚未形成鼓励创新、敢于承担风险、接受失败的人文环境。

资金投入企业发展阶段的后期,主要用于市场开拓,对技术进步的贡献很少。我国风险投资基金对种子期企业的投资不足,会使科研项目转化成商业产品的比例下降。许多好的技术由于找不到风险投资基金的支持而不能形成现实的生产力。

四、提高我国风险投资基金投融资效率的途径

1. 建立风险投资基金投资风险保险制度

针对我国风险投资基金融资渠道较窄、以政府投资为主的现状,我们应大力拓宽风险投资基金的融资渠道,吸引民间资金进行投资。为此,可以考虑由政府出面建立风险投资基金投资风险保险制度。与没有保险的情况相比,这种制度可以吸引更多的民间资金投入风险投资基金中去,从而减轻政府投资于风险投资基金的负担。基于这方面的考虑,政府愿意拿出一部分资金,用来建立这种制度。另外,由于这种保险有助于基金管理人旗下资金规模的提高,他们也愿意出资一部分。加之,保险制度的存在可以减轻基金投资人的投资风险,所以建立这种制度所需要的资金可以来源于三个方面:政府、基金管理人和基金投资人。最后需要说明的是,这种保险制度只针对于一定金额以下的投资。这一规定借鉴了美国存款保险制度的做法。一方面减少了基金管理人的道德风险行为,另一方面也不至于因为赔付金额过高而使得这种制度流于形式。

2. 发展我国的资本市场

较为发达的资本市场对风险投资基金的成长有三个方面的积极作用:

(1)从资金供给方来看。他们之间的激烈竞争可以使风险投资基金的融资费用降低。并且有效的资本市场可以对风险投资基金的资金运作进行有效的监督,从而使投入到风险投资基金的资金取得较高的收益。

(2)从风险投资基金来看。风险投资基金作为资金的需求方,他们在资本市场上的相互竞争使效率不高的风险投资基金被市场淘汰,从而使市场上生存下来的风险投资基金的平均效率提高。

(3)从退出渠道来看。资本市场为风险投资基金的退出提供了一条通道,使完成自身使命的风险投资基金能够及时地退出,并投向新的风险项目,形成良性循环。

3. 培育基金管理人市场

基金管理人市场的存在,对在职的基金管理人具有双重作用:

(1)约束作用。市场上潜在竞争对手的存在,使在职的基金管理人在工作中面临着很大的压力。如果经营不好,很有可能被淘汰。

(2)激励作用。好的基金管理人能在市场上获得较高的信誉度和较高的待遇,这样可以激励他们努力工作。

为了达到上述目的,可以采用本土培养和国外引进相结合的办法来培育我国的基金管理人市场。

参考文献:

- [1]高西有. 中国金融体制的效率评价及改革[J]. 经济与管理研究,2000,(6):36-40.
- [2]王小勇. 美国风险投资运行机制的产权分析和对我国的启示[J]. 世界经济研究,2000,(4):64-69.
- [3]吴照云,陈燕,王新文. 我国风险投资的模式选择[J]. 上海财经大学学报,2000,(5):10-16.
- [4]张承惠. 建立中国风险投资体系的构想及有关政策建议[J]. 金融研究,2000,(4):42-49.
- [5]郑安国. 论风险投资的八大关系[J]. 金融研究,2000,(4):50-57.
- [6]郑泽华. 融资机制、融资绩效与融资发展[J]. 投资研究,2001,(1):9-13.

An Analysis of the Financing and Investing Efficiency of Venture Investment Funds

LIN Yan¹, TAN Ru-yong²

(1. *Semiconductor Manufacturing International Corporation, Shanghai 201203, China;*

2. Finance School, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: After being defined, the financing and investing efficiency of venture investment funds has been analyzed from several aspects in this paper. At last, some relative policy has been put forward in the same paper.

Key words: venture investment funds; financing efficiency; investing efficiency