

从高新技术企业与风险投资链接,谈我国风险投资体系构建

湖南农业大学职教院 周 慧 中南大学商学院 郑传均

[摘要] 高新技术企业的经营特点决定其资金需求特征,风险投资是解决高新技术企业融资问题的一个有效途径,而风险投资体系的建立应当符合高新技术企业不同成长阶段的融资特征。本文试剖析目前我国风险投资与高新技术企业链接中的缺环现象,并提出我国应通过建立低层次的风险投资交易市场,发展和完善技术产权交易所,建立高新技术企业评价机制等来构建我国多层次的风险投资体系。

[关键词] 高新技术企业;风险投资;金融服务体系

高新技术企业的发展与资金结构性短缺形成了我国风险投资的三大资本悖论:一是高新技术企业的资金短缺与供给方的资金充裕并存;二是热门行业优秀企业的资金充裕与绝大部分中小高新技术企业的资金严重短缺并存;三是优秀项目的资金短缺与投资方的目标短缺同时存在。由此可见,在高新技术企业,特别是占绝大多数的中小高新技术企业与风险投资的链接上,出现了严重的缺环现象,使巨额的风险投资徘徊在高新技术企业门外。要有效地解决高新技术企业发展中的融资问题,必须建立符合高新技术企业融资特性的风险投资体系。

1 高新技术企业的经营特征

当代高科技产业是高度知识密集型产业,以先进技术为主导的核心竞争能力是它生存与发展的根本途径。与一般企业相比,高新技术企业具有高投入、高风险性、高收益性以及企业信息透明度低等特征。

1.1 高投入性。与一般企业的经济活动相比较,高新技术企业总要维持相当大的投入以开展新产品研究和技术创新,其技术创新强度越高,投入力度也就越大。在高新技术企业的全部投入中,R&D 费用的投入占有极大的比重。为了在竞争日益激烈的高科技市场占有一席之地,美国各大高科技公司竞相投入巨额 R&D 资金,以进行新产品的研发。在 2000 年的财务年度报告中,国际商用机器公司(IBM)用于研发的经费高达 127 亿美元,占公司同期收入的 14.6%;而微软公司的研发经费占公司收入的比例为 16.8%以上,共计 39 亿美元。所以,高新技术企业一方面在创业时期需要较大的资金支持;另一方面,公司要在竞争中不断发展,还必须有相应的资金投入研究活动[3]。

1.2 高风险性。一般而言,所有技术及产品的开发都具有风险性。但高新技术的研发不仅需要大量的人力、物力、财力和时间,而且大多处于当代科学技术的前沿,具有明显的超前特点。任何一项高新技术,从对技术原理的探索构思到技术开发的组织实施,都具有很多难以预料的不确定性。另外,高新技术企业的研发是与市场紧密相联的,能否抓住市场需求的有利时机,在激烈的市场竞争中开发出产销对路的产品,取得“捷足先登”的效应,这些都具有明显的风险性。据统计,美国高新技术企业的成功率一般只有 15% - 20%。非常成功的高新技术企业仅占 5% 左右,可见其风险性非常大。

1.3 高收益性。高新技术企业在产品、新技术上的高投入,虽然具有高风险,但同时也产生着高效益。科技开发一旦成功,就能大幅度地提高劳动生产率,降低生产成本,扩展国际、国内市场,获得比传统企业高几十倍,甚至上千倍的巨大经济效益。新技术的研制成功,使高新技术企业拥有了相对于竞争对手而言的技术上的优势,形成在一定时期的市场垄断。这种优势或垄断的经济实现,表现为垄断高额利润。正是这种垄断利润的存在使众多企业不惜以高投入来从事创新活动,以取得技术优势和市场优势。

1.4 无形资产在总资产中的比例较大。高新技术企业存在的前提是科学技术的创新,没有科学技术的创新,高新技术企业就失去了存在的基础。无论高新技术企业从事哪种行业的生产经营,其核心生产力都应该是高知识含量的技术性资产,即支撑企业生存与发展的专利技术、研发和创新能力、知识技术人才等。因而与其它企业相比,高新技术企业的有形资产在企业总资产中所占比例相对较小,而无形资产在企业总资产中所占比例较大。这一特征加大了对企业价值进行判断的难度。由于企业未来发展前景的不确定性以及信息的不透明性,使投资者决策及其管理难度增大,带来了一定的盲目性。

1.5 成长过程中具有明显的周期性。每一个企业都要经历由小到大的发展历程,对于高新技术企业来说,这一发展历程更具有明显的周期性。高新技术企业的成长壮大需经过 4 个主要阶段,即种子期、创业期、成长期和成熟期,且每一发展阶段的时间跨度及其特征有别于其它企业。其中第一二阶段是企业新技术及新产品的形成期,需要的时间比一般企业相对要长,由于投入与产出的反差巨大,从而决定了这两个阶段对资本的强烈需求。

2 高新技术企业的融资特性

高新技术企业由于具有以上经营特征而形成了一些融资特性。在企业成长发展的不同阶段,企业面临着不同的风险,有着不同的融资及融资结构需求。

【参考文献】

- [1]孙还鸣,刘乃全.《企业战略高级教程》,上海人民出版社,2002 年
- [2]魏杰.《现代企业管理学》,中共中央党校出版社,2000 年
- [3]蒲建明.《建筑工程施工项目管理总论》,机械工业出版社,2003 年

2.1 种子期的融资特性。在种子期,企业面临着产品能否开发出来的风险及试制风险。投资目的是使创意构想商品化,资金投入不多,但风险却特别高。据国外有关资料表明:在高新技术研究开发阶段,80 - 500 个研发项目中,仅有一个能获得成功。资金主要用于新技术新产品开发研究,购买设备,支付专利费、研究人员工资,专家咨询费和样品样机试制费。由于种子期的技术风险很高,项目开发具有很高的失败概率,即使风险资本也对其“敬而远之”。而且企业成立之初缺乏信用基础,获得银行等投资机构的贷款支持的可能性极小。因此,高新技术企业种子期的资金主要来源于自有资金、亲朋好友以及通过一些“灰色渠道”获得的资金。同时,企业可以按照有关促进中小高科技企业的法规,争取政府财政资金的无偿资助,如科技型中小企业技术创新基金等。

2.2 创业期的融资特性。在创业期,企业面临着制造风险和营销风险,即能否成批生产以及生产出来的产品能否卖出去,能否实现营利销售。此阶段需要资金用于厂房、设备的购置和招募员工进行生产。资金需要量较大,风险程度仍然较高。但一旦产品成功投向市场,其投入产出比将高达几倍甚至几十倍,资金报酬率相当高。鉴于创业阶段是资金净流出阶段,同时项目运作仍然聚集了较高风险,企业的商业信用刚刚起步,因此获得商业银行贷款很难,并且财务上不可行(付息压力大),因此创业期的成本最小化融资方式应该以风险投资为主,争取风险资金的第一阶段的投资;也可以申请政府的科技型中小企业技术创新基金,申请方式以贴息贷款为主,无偿资助为辅;还可以到国家政策性银行中小企业发展部门进行一定的有担保的信贷融资。

2.3 成长期的融资特性。随着高新技术企业进入快速发展阶段,企业的经营状况日趋向上,管理也上了轨道,经营业绩节节攀升。经营的成功为企业带来了市场信用,也降低了各种风险。由于成长性凸显,并且前期的巨大风险已经有所释放,故是风险投资大举参与的好时期。不仅如此,各种金融机构开始尝试部分贷款,部分优秀的企业还有能力在此阶段上主板或二板市场实现融资。在成长期,除了引入风险投资以外,企业还可以通过国内大型企业参股、控股、投资组建等方式融入主权资本。因此,本阶段的成本最小化融资方式应该是:其一,继续吸引风险投资的二期投资,并作为主要资金来源;其二,合理举债,按照财务状况的优劣有选择地争取商业银行的贷款,优化资本结构;其三,部分优秀企业可以争取在二板上市,实现公开募资并可兼顾实现部分风险资本的退出。

2.4 成熟期的融资特性。进入成熟期,企业获得了普遍的信用认可,建立了良好的业绩记录,风险降到最低水平,前期投资者也获得了部分高额回报,这样,企业在融资渠道的选择上处于主动地位,主要问题不再是如何获得融资而是如何进行组合融资,使融资成本最小化。由于本阶段企业要保持行业领先地位,竞争领域不断扩大,甚至参与国际市场的竞争,因此资金的需求量很大,对应的融资渠道应以境内或境外上市融资为主;通过并购与回购(MBO)方式,不仅实现后期融资和风险资本的退出,并且加强购并资产的重组与整合;或者提高债务融资比例,在财务风险可控的情况下增加财务杠杆,优化资本结构。

3 高新技术企业与风险投资链接的缺失

从以上高新技术企业的经营特征及融资特性分析可知,高新技术企业在发展的初中期特别需要风险资本的参与,但我国高新技术企业与风险投资在链接上存在一定的问题。具体说就是信息、投资监管体系、金融服务以及风险投资退出四个关键环节出现了严重的缺失现象。

3.1 信息不对称——内部人控制直接导致信息不对称。内部人控制是指高新技术企业的技术的先进性、信息的真实性由内部管理者控制垄断的现象,它导致的信息不对称具体表现在:一是高新技术企业内部管理者与外部投资者之间存在着严重的信息不对称;二是高新技术企业与风险投资公司之间的信息不对称。按照国际惯例,高新技术企业与风险投资公司双方要达到充分的信息交流,包括企业的弱点及不足,而从我国实际运营看,不能达到这一点。双方合作谈判中,往往是扬长避短。尤其是高新技术企业在信息披露方面,存在严重的信息不对称,甚至搞信息欺诈,导致高新技术企业与风险资本的结合困难。

3.2 风险投资监管体系缺失——法律法规不健全。相关法律和法规制定滞后,政策保护不力。风险投资作为一项新兴的投资行业已经在我国起步并发展,但相应的法律和法规体系尚未建立和完善,从国外实践来看,风险投资业设立的主要法律依据是公司法、风险投资法、风险投资管理条例,后两个法律在我国尚未出台,意味着搞风险投资是无法可依,没有保障风险投资者合法权益的法律、制度和规则,没有强有力规范并有效约束政府和合作者的规则,投资环境的不确定性因素更大。而在公司法中,对被国外普遍证明是风险投资机构最好的组织形式——有限合伙制的有关法律规定,目前尚属空白,导致我国大部分风险投资机构在成立时被迫选择了公司制这一被认为是权利与责任不对称、运作效率低下的组织形式[4]。目前,我国还没有与发展风险投资中小企业相适应的管理法规。而按现行的《公司法》,与风险投资运作规则相抵触的地方很多。因此,对于风险投资来说,不仅存在着高科技研发、转化和市场风险,还存在着市场监管者的信用风险、政策风险和合作者的道德风险等等。面对这些风险,风险投资的徘徊观望也就是一种理性的选择了。

3.3 风险投资金融服务体系的缺失——中介服务机构不完善。风险投资中介机构是风险投资运作过程中的润滑剂,各类中介机构的服务将风险投资的各个部分紧密联系在一起,使门类繁杂的投资对象和多层次、细分割的风险投资过程,成为一个顺畅的资本循环和增殖过程。但我国至今没有建立一个完善的金融服务体

系,尤其是缺少公认的、令人信服的中介机构。对于风险投资而言,首先面临的是高新技术产品的认定问题(技术认定和价值认定)。因此,在这个环节上,中介机构功能的发挥是高新技术产品市场评价机制形成的关键因素;此外,风险投资还需要在产品市场基础上形成产品市场与资本市场的有机结合,从而为风险资本的变现开辟通道。而中介机构估值的科学性和真实性,在我国相当低。在我国的金融服务中介机构中,会计事务所、律师事务所等签证类的中介机构,经过多年的发展,整体力量较强,但资信评估、资金担保等中介机构的力量还很薄弱,成为制约高新技术企业成长的一个重要障碍。

3.4 风险投资撤出机制缺失——退出渠道不顺畅。风险投资人的目的是要从退出过程中受益,没有顺畅的变现赢利的良好出口,它根本就不会进来。从美国的情况看,风险投资通常有股票上市、参与购并、股份回购、破产清算四个出口,每个出口具有不同的收益,其中股票上市的收益最高。目前我国能为风险投资提供的出口,是购并和上中小企业板市场,可是风险投资人普遍认为以购并使风险投资实现退出,交易成本过高,而且增值有限[5]。而从我国中小企业板市场目前的运行情况看,一是对于中小型高新技术企业来看,我国证监会设置的门槛比国外二板要高,二是即使企业上市,但我国现在的股市行情已处在六年来(99年)的最低点,那么风险投资者想通过中小企业板上市以后获得很大的赢利空间不大,造成风险投资者没有投资的积极性,使大量的风险投资人持币观望。

4 建立多层次风险投资体系的基本构想

在高科技企业成长的4个阶段中,前两个阶段的风险要显著大于后两个阶段。在种子期与创业期,技术风险与市场风险是可能导致企业失败的两个致命风险,这两个阶段带有很强的风险投资特征。因此,为了推动高新技术企业的顺利成长,我们至少要在这两个阶段设立相应的股权转让市场以利于风险投资的运作。针对高新技术企业不同成长阶段的融资特性,我国应当建立一个具有不同层次的风险投资市场交易体系,除了主板市场、创业板之外,还应当考虑建立和完善柜台交易、私募技术产权交易等相关市场。

4.1 建立相应的低层次的风险投资交易市场。它与创业板市场、主板市场共同组成多级风险投资市场体系。它的建立一方面需要政府提供制度支持,另一方面要有证券市场的核心中介——券商多方位的推动。在低层次交易市场开发出来之前,券商可以作为交易中介协助风险资本的交易和退出。这需要建立较完善的客户档案库,(1)搜集和整理不同发展阶段的高新技术企业的信息资料;(2)建立风险投资者档案库,并对不同投资者的风险偏好做一评价。由此券商就可以有选择地为资金供求双方提供中介服务,例如为种子期企业引入有高风险偏好的投资者,为成长期企业引入风险偏好相对较低的投资者等[1]。

4.2 进一步完善、发展技术产权交易所。我国目前的技术产权交易市场还有待进一步法律化、制度化和规范化,特别是要形成一个全国性的产权交易中心。1999年上海技术产权交易所的成立,是服务于“三板”市场,以解决科技与产业资本、金融资本的结合。2000年10月深圳国际高新技术产权交易所成立,主要是为创业板的“配套”运作。此外,在北京、成都等地也成立了技术产权交易所。但由于我国技术产权交易市场的起步较晚,并且主要交易形式是技术、产权项目集中挂牌、集中交易,至今还没能引起风险投资业的充分重视。为构建风险投资市场体系,我国技术产权交易所有必要发挥更大的作用。这样将有效降低创业资本的投资风险,使创业资本从源头上介入科技含量高、有发展前景的高新技术项目。

4.3 建立一整套高新技术企业的发现、评价、判断机制。一个有效的风险投资市场体系离不开真正高新技术企业的生成和注入,所以,评价、判断、筛选企业的能力是构成整个风险投资体系的重要组成部分。券商以及风险投资机构要逐步建立起对高科技企业进行甄别与筛选的标准,从而认为与自己有发展前途的企业建立战略联盟。另外券商还应当适时地为高新技术企业提供管理咨询服务,这种服务不仅仅局限于投融资方面,更要在公司战略、资源整合等方面提供决策支持。

5 结论

高新技术企业因其发展规律及特征,在资金融资方面需要风险投资的大力支持。但我国现有的风险投资体系造成高新技术企业与风险投资的缺失,只有建立符合我国国情的多层次的风险投资体系,使风险资本对高新技术企业起到融资催化作用,解决高新技术企业初中期融资瓶颈问题,才能使我国的风险投资业与高新技术企业一起蓬勃发展。

【参考文献】

- [1] 梁莱歆.从高新技术企业融资特性谈我国风险投资体系[J].中南大学学报(社会科学版),2003(1)
- [2] 乔桂明,卜亚.风险投资中委托代理问题与制度安排[J].科研管理,2004(01)
- [3] 崔文杰.高新技术产业发展与风险投资[J].财经问题研究,2004(03)
- [4] 陈士俊,曹洋.我国高科技风险投资为什么“进退两难”[J].科学管理研究,2004(02)
- [5] 沈细容.我国风险投资存在的问题与对策[J].财会研究,2004(07)