

# 创业风险投资的资本运作

○ 王 起

风险投资，就是高风险的科技型创业投资。随着我国加入 WTO，人们越来越认识到我国企业创新的必要性，认识到我国企业创新的路必须从发展高科技创业风险投资开始，把高新技术产业作为赶上世界最新科学技术产业化的驱动力，带动基础产业科技水平提高。

高科技项目的发明者或使用者需要创业融资，创业融资对于投资者而言风险是巨大的，往往仅通过银行贷款或私人借款是不可能的。因此必须通过资本市场创造一种风险投资机制，这种风险投资机制必须能够及时为创业者投资提供资金融通，又应该能够最大限度地分散风险。也就是说，创业风险投资所发生的风险成本必须分散，既不能让风险成本全部集中到政府身上，也不得将风险全部转让给商业银行，同样也不能将风险全部集中到某些投资者身上，因而培育和发展高科技产业，关键在于风险成本的分散，即风险资本市场的发育与培养。市场经济发达国家高新技术迅速发展的成功经验在于通过资本市场来分散高科技风险产业的风险成本，借鉴国际经验和从本国实际出发，我国必须通过完善资本市场，扩充筹资渠道，从而推动创业风险投资，支持高科技产业发展。

一、组建创业投资基金是建立资本市场的首要选择。创业投资基金是一

种主要投资于高新技术产业的高风险投资基金，是产业投资基金的一种，对扶持高科技风险产业和产业结构优化提高具有极其重要的作用。其主要功能是通过发行受益基金凭证，集中投资者的资金，对未上市企业进行组合投资，进而有效分散投资风险的一种融资制度。在美国，正是创业投资基金培育了像 IBM、苹果电脑、微软公司、联邦速递、遗传因子公司、程控设备公司等一系列的高新技术公司，并随着美国硅谷模式扩散，在遍及全球的高新技术开发区、科技工业园，创业投资基金在高新技术产业的发展中正发挥着越来越重要的作用。随着我国证券法的颁布实施，我国的基金发行乃至上市流通走上了法制轨道，当前我国经济发展和宏观调控政策也有利于创业风险投资基金的建立，货币政策在居民储蓄稳步增长的同时，一再下调储蓄利率，高风险下的高收益机制对广大投资者有很强的驱动力，我国股市也已基本结束其骤涨骤跌行情中的爆炒局面，广大投资者的投资观念也将发生实质性的改变，同时创业资金本身可以上市，能够有效降低筹资成本。因此，创业投资基金无论是对发行者还是投资者而言都具有很强的吸引力，同时对风险投资企业扩充筹资渠道及分散投资者风险和建立统一的资本市场具有很强的现实意义。

二、发行高科技风险产业债券是

建立资本市场的又一重要方式。债券市场作为资本市场的重要组成部分，是我国企业筹集资金的重要渠道。发行高科技风险产业债券，既是发展我国高新技术产业的迫切要求，也是进一步完善我国资本市场的重要途径。发行债券可以鼓励上市公司以发行高科技风险产业债券的形式从事风险项目投资。上市公司募集的资金在宽裕的情况下，可以用来回购本公司流通在外的部分股票，交由中介机构托管，然后以被托管的这部分股票作抵押担保，发行高科技风险债券，发行使用的资金用于风险投资，一旦投资失效，则让被托管的股票流通转让，收回资金用来偿还高科技风险产业的本息。还可以由政府出面以部分有价证券抵押担保，发行高科技风险产业债券。政府通过对所选上市公司国有股的收益及转让处置权作为担保，发行高科技风险产业债券，或由财政直接组成“创业投资公司”向社会公众发行“高科技风险产业债券”，筹集的资金用于高新技术产业项目投资。高科技风险产业债券实行浮动利率，以活期储蓄存款利率为基础上浮，浮动幅度通常以选定一定数量的上市公司国有股的税前平均利率为标准，使之既有最低利息保障，又使风险债券具有潜在的吸引力；高科技风险产业债券应具有较长的延续性，创业投资公司可随着国家

经济结构的调整，随时转让部分国有股，按比例提前偿还；创业风险投资公司所投资的高科技项目企业具备上市条件以后，可以把部分债券按比例转换为该上市公司的股权，只有这样，高科技风险产业债券发行才更具吸引力。

三、组建二板市场，以创造资本市场化运作机制和环境，推动高科技风险项目企业在证券场外交易市场融资。二板市场又称中小企业市场，小盘股市或创投市场，是在服务对象，上市标准，交易制度等方面不同于主板市场的资本市场。其最主要的功能是帮助风险资本的形成和风险企业的成长。社会资本通过二板市场向新兴的高科技企业项目进行风险投资，将很大程度上解决风险资本的有限性及其来源基础薄弱所形成的我国高科技产业化资金短缺问题。二板市场的建立既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”，二板市场所特有的功能——创业投资基金的退出机制。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，激活整个风险投资产业。即使是风险投资不成功，也可以通过二板市场转让其股份，以使损失降低到最低限度，进而有效地分散投资风险。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。可以说推动美国风险投资的迅速发展的诸多因素中以NASDAQ为代表的风险投资和为高科技风险企业服务的资本市场起到最根本的推动作用。在我国建立上市

# 怀化民间有玉 且看政府抛砖

## ——湖南省怀化市非国有经济发展纪实



○ 本刊记者 石化龙  
《湖南财政与会计》记者 杨光明  
特约通讯员 赵小鹏

“只要真实地表明政府的态度，并创造一个好环境，以政府投资这块‘砖’，吸引非国有经济投资这块‘玉’，搞活全社会资本，积极的财政政策就能达到预定的目标，促进经济大发展。”湖南省怀化市政府对待非国有经济投资的这一态度使得该市在拓宽民间投资领域

标准较低的专为中小企业服务的二板市场势在必行，一方面通过准入制度降低上市标准，全面充分及时地披露风险和企业经营财务信息使得高科技风险企业通过资本市场能够获得足够的资金，同时可以加快我国资本市场体系的形成，对完善我国主板市场单元资本市场，建立中国多元化的资本市场具有重要的现实意义。比较现实的选择是，可以先推荐一部分高科技风险项目企业成为我国香港第二板市场挂牌的试点企业，再引导一部分高科技风

取得显著成效，非国有经济成为全市经济发展的“生力军”。1999年，民间投资达12.8亿元，比1998年增长15%，占了整个社会固定资产投资总额的49.7%，非国有工业产值占全部工业产值的83%，非国有经济社会消费品零售总额占全社会消费品零售总额

险项目企业到已成熟美国场外交易市场上市，鼓励和引导一部分高科技风险企业到二板市场融资，一方面可从国外境外融通资金，同时还可借鉴国外二板市场建设的成功经验。待时机成熟，推出中国二板市场，全面建设我国现代化场外交易市场，给我国高科技风险产业提供一个发展空间和市场竞争机会。

(作者单位：南京大学国际商学院)