

# 日本风险投资运作模式及其对我国的启示

徐宝林<sup>1</sup> 肖扬清<sup>2</sup> 吴娟娟<sup>1</sup>

(1. 厦门大学 经济学院金融系, 福建 厦门 361005;  
2. 集美大学 财经学院金融系, 福建 厦门 361021)

**摘要:** 日本是亚洲最早发展创业投资的国家。日本风险投资运作中存在的主要问题有: 过度依赖单一融资渠道、银行在投资中的过度参与以及退出渠道不畅。此外, 日本社会文化环境和政策法律也在一定程度上影响着风险投资的发展。日本风险投资的经验和教训, 对于我国在拓宽融资渠道、金融机构的适度介入、完善退出机制和充分发挥政府的积极作用等方面有着重要的启示作用。

**关键词:** 日本; 风险投资; 融资; 退出机制; 社会文化; 政策法律

中图分类号: F833.313.48

文献标识码: A

文章编号: 1000—335X (2007) 02—0061—04

## The Mechanism of Venture Capital in Japan and the implications for China

XU Bao-lin<sup>1</sup> XIAO Yang-qing<sup>2</sup> WU Juan-juan<sup>1</sup>

(1. Department of Finance, School of Economics, Xiamen University, Xiamen, Fujian, 361005;

2. Department of Finance, School of Finance & Economics, Jimei University, Xiamen, Fujian, 361021, China)

**Abstract:** Japan is the first Asian country to develop venture capital (VC). Several problems can be observed in the operation of Japan's VC, such as the over-dependence on a single source of fundraising, bank-centered investment, and a lack of exit for harvesting. Moreover, Japan's social cultural environment, as well as its policies and laws, also have influences on the VC industry. Japan's experience and lessons are of significant reference to China's effort to develop her VC industry, specifically in terms of fundraising diversification, reasonable participation of financial institutions, effective exiting mechanism, and the role of government.

**Key Words:** Japan; Venture capital; Fundraising; Exiting mechanism; Social culture; Policies and laws

### 一、日本风险投资的发展历程与现状

日本是亚洲最早发展创业投资的国家, 创业投资主要是模仿美国而发展起来的,<sup>[1]</sup>但受国情的影响, 创业投资对经济的促进作用并不明显, 同其经济发展相比, 明显落后, 深层次的原因值得思考。

日本的创业投资始于 20 世纪 50 年代初, 作为对中小企业发展的一种扶持, 日本政府于 1951 年成立了“风险企业开发银行”, 负责向风险企业提供低息贷款, 由此产生了日本创业投资的萌芽。从 60 年代开始, 日本政府又相继出台了一系列推动风险投资业发展的政策措施, 在这些措施的鼓

舞下, 日本的创业投资进入加速阶段, 主要投资于微电子、半导体工业等当时的主导产业领域, 由此奠定了日本在世界高新技术领域的重要战略地位。<sup>[2]</sup>1972-1975 年, 8 家代表了日本最初的风险投资业的风险投资公司相继成立, 其中包括 KED (Kyoto Enterprise Development)、NED (Nippon Enterprise Development) 和 JAFCO (Japan Associated Finance Company), 从而带来了日本第一次风险投资高峰。之后, 由于中东石油危机对日本经济的影响, 以及缺乏完善的资本市场和风险投资经验等原因, 日本第一次风险投资高峰开始陷入停顿甚至回落, 进入了调整充实阶段。

基金项目: 教育部人文社科基地项目“金融制度设计与经济增长—中国经验和理论创新”, 项目编号: 05JJD790026

收稿日期: 2006-06-03

作者简介: 徐宝林(1971-), 男, 安徽省庐江县人, 现为厦门大学经济学院金融系讲师, 在职博士研究生。

肖扬清(1974-), 女, 湖南省宁乡县人, 现为集美大学财经学院金融系讲师, 厦门大学金融学博士研究生。

吴娟娟(1985-), 女, 福建省惠安县人, 现为厦门大学经济学院金融系硕士研究生。

1976年7月,日本柜台证券股份有限公司成立,柜台交易趋于集中化,有关柜台交易的法规被统一完善。而企业为克服第二次石油危机的冲击,致力于开发节省能源的生产方式,提升生产效率,产业重心由重化学工业向轻薄短小的电子、生物等新兴产业转变,从而出现了新的创业机会,创造了对风险投资的新需求。而1982年首创的日本式有限责任合伙制基金为风险投资公司筹集资金开辟了新渠道,引发了日本创业投资发展的第二次高峰。然而随着1986年日元的大幅升值,进行了过多的设备投资的风险企业纷纷破产,最终结束了持续近3年的第二次高潮。20世纪90年代初,除了证券公司、商人银行之外,人寿及财产保险公司、一般生产企业甚至一些中央政府机构和多种经济团体与地方公共团体都积极支持风险投资的发展,推动了新一轮的风险投资热潮。但在1997年,山一证券(日本四大证券之一)和北海道拓殖银行的破产以及亚洲金融危机的爆发,使日本的金融市场受到了巨大震撼,致使风险投资产业出现了放慢倒退的现象。日本政府采取了一系列措施,重新推进创业投资事业,希望能为陷入困境的日本经济注入新的活力。

## 二、日本风险投资的运作模式

### (一) 风险资本的来源

由于法律规定养老基金不能用于风险投资,且日本国民普遍追求安全性的心理,日本风险资本主要来源于大银行,基金投入和个人出资极为有限。2001年日本的风险投资资金来源主要由金融机构和政府提供,其中金融机构占58%,政府投资占32%。<sup>[3]</sup>值得一提的是,这种以银行为中心的资本渠道的直接后果之一,是风险资本来源的不稳定性。特别表现在90年代日本银行被不良资产所困扰,许多银行纷纷倒闭,风险资本的供给也因此大幅度减少。此外,风险投资家的投资决策也受到银行的较大影响。主要表现在:(1)日本的银行业对风险投资参与过度,其传统的审慎经营原则使得附属银行的风险投资家在决策上趋于保守、不够灵活。(2)日本大银行与大企业间的相互持股的长期融资关系使大企业、大银行更青睐于拥有西方现有技术的市场前景的项目,而不愿冒险投入到风险较大的创业企业。由此可见,日本风险资本的筹集存在着融资渠道与风险资本的特性不匹配的问题,过度依赖单一融资渠道,以及在风险投资中银行的过度参与等问题。这些都严

重制约了日本风险资本的稳定增长,严重弱化了风险资本对于创业企业的推动功能。

### (二) 风险资本的投向

风险资本的筹资来源决定了风险投资机构的资本结构和治理结构,从而进一步影响其投资行为以及创业资金的投向。在日本,创业资金的投向呈现出投资分散、对高科技企业和创业初期的企业投资相对不足的特点。日本通产省《风险投资状况调查》显示,日本的风险资本主要投向制造业、商业和其它服务业等风险较低的传统产业,对高科技产业的投资较少。1995年日本的风险投资共持有股份超过10%且属于高新技术企业的只有15家,其中生物技术企业1家、新材料企业2家和电子企业12家。<sup>[4]</sup>而日本的风险投资阶段也明显靠后。据日本风险投资中心(VEC)提供的数字,2002年日本风险投资对种子期创业企业投资额仅占投资余额的1.5%,对设立5年以下创业企业的投资为52%。其主要根源在于,日本的风险投资机构多由金融机构设立,机构内部通常模仿银行体制设置专门部门,经营管理人员大部分来自其创办机构——银行,基本上不具备协助经营制造业和贸易公司的经验(有关资料显示,日本约62%的创业投资经理人员从事创业投资的工作经验不满5年)。这种职能分离型的组织结构和人员构成必然会影响风险资本对高科技和处于创建期项目的甄别、评价和管理能力,从而导致日本的风险投资企业基本延续银行业的旧体制和管理方面的传统风格。

显然,日本这种近于畸形的以银行为中心的风险投资模式必然将成为日本经济发展的必须突破的瓶颈。

### (三) 风险资本的退出

退出机制是风险资本能否实现资本增值和投资良性循环的最后也是最重要的一环。国际经验表明,风险投资项目的退出绝大多数是通过“被其他机构收购”或“企业间购并”方式来实现,其次是通过“上市”、通过“原股东(创业者)回购”、“管理层收购”以及清算方式实现退出的项目所占比重往往比较低。<sup>[5]</sup>

日本的创业企业上市难度极大,风险投资资金也就难以通过首次公开发行退出,甚至要通过原投资企业回购才能实现退出。主要原因在于,日本二板市场发展缓慢,创业企业上市基准过高。日本的OTC市场要求上市企业必须有17年的经营

历史, 日本企业股票首次公开上市发行的平均时间为 30 年。<sup>[6]</sup>1990 年后, 情况略有改变。1991 年 10 月大藏省证券局创立 JASDAQ 系统, 1999 年 5 月到 11 月福冈证券交易所分别设立了“Q 板市场”、“增长企业市场”和“慈母市场”及 2000 年 5 月 8 日大阪证交所和札布、软件两家公司联合创设了纳斯达克日本市场, 以促进作为经济增长源动力的新兴企业的成长。表面上, 创业企业上市的门槛已经降低, 三大证券交易所都争先恐后地推出有利于创业企业上市的新板块, 但此举仅仅出于竞争的需要, 特别是与纳斯达克日本市场竞争的需要。结果, 如愿以偿地, 纳斯达克被迫于 2002 年 8 月 16 日撤出日本证券市场。而由于其以银行为中心的风险资本运作模式以及制约证券交易发展的深层次问题, 如资本市场流通性不强等, 这段时期得以上市的新兴企业寥寥无几。例如, 在“慈母市场”上市的企业仅有 6 家; 2000 年底, 几乎没有一家创业企业在“Q 板市场”和“增长企业市场”上市。<sup>[7]</sup>因此, 目前风险资本投入后仍难以及时通过上市实现增值并退出, 大大降低了风险投资公司投资于新创业企业的热情。风险投资机构也因上市周期长, 不愿在企业创业初期介入, 而只是投资于创业后期。不仅如此, 约 62% 的日本风险投资公司在所投资企业上市后仍继续持有股份。据统计, 日本风险投资公司的收入有 22% 为股份增值, 17% 为股份分红, 造成公司动能不足。<sup>[8]</sup>而风险投资机构的附属性又决定了其定向出售的必然性。风险投资机构在进行投资决策时, 优先服从于其母公司的要求, 把创业企业的控股权出售给母公司或与出资金融机构处于同一企业集团或者与出资金融机构处于同一企业集团或有密切关系的大企业。很明显, 如此的退出制度只能是有利于大企业, 而无益于新兴高科技企业这种小企业的培养与成长, 风险投资因此也失去了它原应发挥的作用。

由此可见, 日本风险资本的退出渠道不畅, 在一定程度上制约了日本风险投资的发展。这也是造成日本风险投资仍处于调整阶段的重要因素之一。

### 三、文化背景、政策法律与日本风险投资的发展

#### (一) 社会文化环境

众所周知, 日本传承了中国的儒家思想, 因此日本的文化强调“和谐、安定”, 重视“集体主

义”。在日本的教育体系里, 守纪律、集体感强被视为优良品德, 个人主义被不耻, 创新被轻视、甚至于忽视, 在企业里, 员工追求安稳, 厌恶风险, 导致企业缺乏创新精神, 风险投资业缺乏风险投资家, 这对风险投资的发展不利。日本价值体系中看重“关系”, 不习惯订立合同, 使风险投资的发展缺少重要的制度保障和法律依靠。<sup>[9]</sup>日本这一源自中国的文化传统在一定程度上给风险投资的发展带来了羁绊。如何创建新型的适合风险投资的社会文化环境已是日本风险投资发展的当务之急。

#### (二) 政策法律

为促进风险投资业的发展, 1994 年日本细川内阁发表了政府政策大纲, 首次提出了通过风险投资公司来扶持风险企业的战略, 对风险投资公司寄予了很大的期待。受此影响, 日本公正交易委员会修改了 1972 年公布的风险投资公司宪章, 从而为其介入被投资企业的经营提供了法律保证。之后, 日本政府又从其它方面相继制定了一系列针对风险投资产业的法律。<sup>[10]</sup>如, 为促进民间机构投资者的投资和增加政府对风险投资产业的投入, 1995 年日本议会通过了《中小企业创造活动促进法》。1997 年, 日本又修改养老金运用法规, 使其可以向风险企业或有限合伙制基金投资; 为促进高科技企业的创业活动, 日本政府对大学等学术机构进行了改革, 使其能够参加经济活动, 具体措施包括制定《大学等技术转移促进法》等一系列法律法规, 引入了天使投资优惠税率制度, 发表了《平沼计划》, 启动了零注册资本金制度。此外, 为增加大企业的活力促进民间已经出现的 MBO, 同时为风险投资产业开辟新的投资领域, 1999 年通产省设立了 MBO 研究会, 并根据其研究结果改善了当时的法律环境, 从而扩大了日本 MBO 市场的规模。

日本政府从 20 世纪 90 年代中期开始以美国为榜样制定了一系列有针对性的政策来改变风险投资产业的外部环境, 这种外部环境的变化正逐步打破政府政策和风险投资产业间的恶性循环。

#### 四、若干启示

日本风险投资的发展及其运作状况表明, 受制于文化、金融制度和政府政策等多种因素的影响, 日本风险投资业的发展并不顺利。中国的风险投资业在很多方面都与日本有相似之处。日本风险投资的经验和教训对于中国都有着重要的启

示、甚至警示作用。

(一) 拓宽筹资渠道, 使风险资本的筹资结构符合风险资本的特征

与日本主要依赖金融机构融资不同, 当前我国风险投资融资渠道主要以财政资金为主。《中国创业投资发展报告 2004》对 216 家风险投资机构的调查表明, 2003 年有政府资金背景的风险投资机构占了我国风险投资机构的 54%, 且风险资金来源中有 39% 的资金具有政府背景。可见, 政府资本是中国风险资本的最主要来源。这种单一的资本结构必然造成资金规模偏少和缺乏稳定的后续资金来源等问题。而国有资产所有者“虚位”, 法人治理结构不完善, 激励约束机制弱化, 又使风险投资运作过程中带有较为浓厚的计划经济色彩。所以, 我国目前以财政资金为主的融资渠道也不符合风险资本的特性, 只能作为风险投资起步阶段的一种权宜之计。从长远来看, 民间资金才应该是风险资本的主要来源。适当放宽对高收入居民的个人资金与商业保险基金进入风险资本市场的限制将有利于创业投融资的发展。

(二) 恰当把握金融机构在风险投资基金发展中的作用

日本金融业过度介入风险投资的教训表明, 金融机构过度参与风险投资的运作对风险投资的发展极其不利。我国于今年 3 月 1 日开始实施的《创业投资企业管理暂行办法》允许风险投资企业进行债权融资, 如果过度依赖于银行融资, 将很有可能重蹈日本的覆辙。因此, 不论是成立附属于金融机构的分支投资机构, 还是组建风险投资基金, 都应强调风险投资机构的独立性, 要注意广泛吸收不同背景的机构和专家共同参与, 避免风险投资企业出现人员结构缺位、投资理念落后的问题。

(三) 风险资本的运用应与高科技产业密切相关, 尽可能地投资于新兴企业的前期阶段

对于这一点, 目前的《创业投资企业管理暂行办法》只是作了原则性的规定, 并无具体的政策举动。建议相关部门可以适当地通过差别化的税收政策, 对风险资本的投向进行引导。同时, 在组织形式上, 努力为有限合伙制营造合法的空间, 从而有效激励风险投资家, 提高决策的专业水准。

(四) 积极建立多层次、有效可行的风险资本退出机制

首先, 我国深圳证券交易所的中小企业板由于与主板市场并无二致, 并不能真正有效地成为风险资本的退出渠道。为此应该重新给其一个正确的功能定位, 使其真正成为新兴企业实现融资和风险资本退出的场所, 而不是为国有企业解决困难或一般企业进入主板市场的一个跳板; 其次, 加快资本市场体系建设, 逐步构建起以多层次的证券市场为中心的资本市场体系, 为风险资本市场发展提供保障。一般地, 多层次资本市场体系包括完善的私人权益资本市场 (PEM, Private Equity Market) 和公共资本市场, 即多层次证券市场体系。<sup>[11]</sup>其中, 特别需要加强全国和地方性的产权交易中心建设, 帮助不能在主板、二板上市的创业企业拓宽风险资本的退出渠道。

(五) 充分、合理地发挥政府在发展风险投资中的作用

目前, 我国仍处于风险投资事业的起步阶段, 政府的直接支持必不可少。从长远来看, 政府应主要为风险投资提供良好的发展环境, 切忌重蹈日本重资金支持而轻环境建设的教训。另外, 在构建、培育创业文化环境方面, 政府政策应提倡解放思想、弘扬创新精神, 培养具有创新意识的知识型管理人才。

参考文献:

- [1] 陆群. 风险投资: 从美国走向世界[J]. 中国科技信息, 1998, (15-16): 33.
- [2] 房汉廷, 王伟光. 创业投资产业发展的国际比较及其启示[M]. 北京: 经济管理出版社, 2004. 59.
- [3] 中国人民大学风险投资发展研究中心. 中国风险投资年鉴 (2002) [M]. 民主与建设出版社. 2003. 661.
- [4] 张永衡. 风险投资与产权制度[M]. 北京: 经济科学出版社, 2002. 217.
- [5] 中国科学技术促进发展研究中心创业投资研究所. 中国创业投资发展报告 2004 [M]. 北京: 经济管理出版社, 2004. 58.
- [6] 尹国俊. 日本风险资本后期投资的制度分析[J]. 日本问题研究, 2004, (4): 30.
- [7] 宋立, 徐忱. 日本创业投资的发展经验及对我国的启示[J]. 国际经济评论, 2000, (3): 42.
- [8] 陈德棉, 蔡莉. 风险投资国际比较与经验借鉴[M]. 北京: 经济科学出版社, 2003. 160.
- [9] 路迹, 苏贵光. 创业投资基金: 美、日发展模式的比较与借鉴[J]. 国际经济合作, 2005, (5): 56.
- [10] 高正平. 政府在风险投资中作用的研究[M]. 北京: 中国金融出版社, 2003. 100.
- [11] 王亚民, 朱荣林. 资本市场发展模式新论: 一个风险投资视角[J]. 证券市场导报, 2003, (1): 48.

责任编辑 鲁燕