

地方创业投资引导基金运作模式探讨

● 李毅辉

摘要:近年来国内外创业投资引导基金发展迅速,有力推动了企业技术创新和产业转型升级。文章对国外的创业投资运作模式及特点进行了总结,结合福建省第一支创业投资引导基金运作情况,探讨了国内地方政府在设计创业投资引导基金运作模式时应注意的问题。

关键词: 创业投资 引导基金 模式

创业投资作为一种新型的股权融资方式,通过向企业提供资金,持有股份并参与到企业的管理中去,较好地解决了企业在发展过程中的资金问题,同时能利用创业投资基金的资源优势,帮助解决部分技术和管理问题。由于追求“红苹果”效应,创业投资基金更偏向于投资一些成熟期、扩张期的企业,对种子期和起步期的企业兴趣不大。而处于种子期和起步期的企业往往是最需要创业投资支持的。政府通过设立创业投资引导基金,引导社会资本进入创业投资领域,对初创期和种子期企业进行投资,能够解决上述“市场失灵”现象。

部分发达国家很早就意识到创业投资基金的重要作用,设立创业投资引导基金,辅之以大量优惠政策,引导社会资本投资早期企业和初创企业,促进企业的发展和产业的转型升级。国内的引导基金起步较晚,但是近年来发展迅速。据不完全统计,从2006年苏州成立第一支创业投资引导基金开始,到目前为止我国已有了20余支省市一级的创投引导基金。本文试图通过总结归纳发达国家的创投引导基金运作模式特点,结合福建省第一支创业投资引导基金运作情况,探讨地方政府在设计引导基金运作模式时应注意的问题。

一、部分发达国家的创投引导基金运作模式及特点

当前创业投资引导基金运营的一般模式为:政府出资成立创业投资引导基金,引导基金与社会资本按一定比例合作成立创业投资子基金。创业投资子基金委托符合一定条件的管理机构,在设定的范围内自主选择投资企业进行投资和提供增值服务。被投资企业发展到一定条件后,子基金出售企业股权,扣除运营成本后继续下一轮投资。通过“成立子基金—投资—管理—退出—再投资”的模式,实现政府的产业政策意图。不同的国家会根据自身产业和经济特点,选择不同的运作模式。

1. 美国 SBIC 模式及特点。1958年,美国小企业管理局(SBA)推出为小企业提供长期资金的“小企业投资公司计划(SBIC)”,引导小企业投资公司对一些创新企业进行投资。小企业投资公司由社会资本发起,得到小企业管理局的批复后成立,在法律规定的范围内投资。在 SBIC 推出初期,小企业管理局主要以提供短期优惠贷款形式

支持小企业投资公司发展。从20世纪90年代开始,小企业管理局改变做法,以政府信用为担保支持小企业投资公司到公开市场发行担保债券和参与证券筹集资金,减轻小企业投资公司必须短期内归还小企业管理局的压力。SBIC 计划在美国取得了巨大成功。小企业投资公司成为了美国的种子期企业吸引投资的主要来源,培育了苹果、英特尔等一大批世界创新企业。该运作模式的特点是:小企业管理局以政府信用为担保,帮助小企业投资公司从公开市场募资,确保其稳定的资金来源,使其能够对符合条件的企业进行较长时间的股权投资。

2. 英国创业投资引导基金模式及特点。英国于1999年设立了政府创业投资引导基金,通过对各地区商业性投资基金进行支持,引导其向当地企业投资。获得支持的地区性商业投资基金必须由监管部门授权的管理人管理,接受投资咨询委员会的建议,定期向监管部门报送运作情况。在所投资基金盈利时,引导基金按极低的收益率收回本金;亏损时优先承担损失。这种运作模式使英国成为欧洲创业投资最发达的国家,特点是引导基金由政府授权的部门管理,在基金盈利时让利于社会资本,亏损时承担损失,提高社会资本的承担风险能力。

3. 以色列 YOZMA 模式及特点。1993年,以色列政府设立了规模1亿美元的 YOZMA 基金,和国际知名的创业投资基金合作设立子基金,带动国内外资本对国内企业进行投资。在设立的创投子基金中,引导基金占比40%以下,社会资本占比60%以上。引导基金一般在投资后的5年后退出,退出时以5%~7%的利率将所持股份转让给私人投资者。通过实施这项计划,大量私人投资者和国际知名创业投资基金进入以色列创业投资市场,使以色列成为创业投资额占 GDP 比重最高的国家之一。这种模式的特点是通过选择与国外知名创业投资机构合作设立子基金,既学习先进的管理经验,又培养了本国的管理人才。引导基金在子基金中,只充当有限合伙人,不干预子基金的运营,保障其决策独立性。

4. 澳大利亚 IIF 模式及特点。澳大利亚政府于1997年投资设立创新投资基金(IIF)。投资基金参股私人投资基金,面向社会选聘合格的投资经理并颁发牌照,由这些

获得牌照的投资经理对基金进行管理。引导基金要求投资经理必须对所投资项目进行资金跟投,以降低项目的运营风险。子基金清算时,引导基金所获得的收益90%以上分给社会资本(其中20%分给基金管理人)。这种运营模式的特点是,通过对投资经理的选聘和允许投资经理跟投项目,最大程度的降低投资风险。

5. 芬兰 FII 模式及特点。芬兰政府于 1995 年出资成立芬兰引导基金(FII),致力于设立投资领域为种子期和成长期的创投子基金。投资过程中,引导基金与其他社会资本适用同样的商业条款。引导基金对投资子基金的盈利提出目标,并对其进行考核。该运作模式的特点是,政府只对投资子基金盈利提出目标,确保管理人自主独立进行投资决策。

二、福建省运作地方创业投资引导基金的经验和不足

目前,福建省创业投资基金活动较为活跃,全省已有创投基金 200 多家,注册资本 250 亿元以上。其中,备案创业投资基金数 58 家,注册资本 60 亿元。2012 年,备案创投基金共投资项目 54 个,投资额 2 亿多元。为进一步引导创业投资规范发展,2009 年 5 月,福建省成立了省内第一家创业投资引导基金——大同创业投资资金。引导基金在成立至今的 4 年时间内运作良好,已直接投资项目 11 个,参股设立区域性创业投资基金 4 支。该引导基金在国内外引导基金常规运营模式的基础上做了一些有益的尝试,取得了一定成效。

1. 资金来源多样化。引导基金成立之初,由省级财政一次性注资 6 亿元。在随后的运作中,将参股区域性创投子基金和直接投资项目的收益、闲置资金存放银行和购买国债所得的利息等及时补充到注册资本中。同时,积极争取国家引导基金投入,加强与境内外各类投资机构合作,将其作为资金来源的重要补充。这些方式确保了引导基金不会因为资金不足中断投资,最大限度发挥引导基金的连续杠杆作用。

2. 在政府规定范围内投资。福建省经贸委定期编制《福建省省级创业投资资金投资目录》,收录符合国家产业政策的种子期、起步期、初创期的中小企业、高新技术企业、重点产业升级企业和具有引领性的其它企业,作为引导基金投资的依据。

3. 投资形式多样化。大同创业投资资金既参股区域性创业投资基金,又直接对优秀的项目进行投资,同时采取跟进投资方式进行投资。子基金在选定投资企业后,可以申请引导基金跟进投资。引导基金会按子基金实际投资额 50%以下的比例与子基金对选定的企业共同进行投资。

4. 创新风险控制方式。基金管理机构设立评审委员会、风险控制委员会、投资决策委员会控制投资风险。投资管理团队完成项目的尽职调查后,将尽职调查及相关报告提交以上三个委员会。三个委员会达成一致意见后,对项目进行投资。由于三个委员会由各行业、各种背景的

专家组成,能够对项目的前景、风险进行充分沟通讨论,有效的控制了项目的风险。

5. 项目退出渠道多样。部分成熟项目通过股权上市、股权协议转让、被投资企业回购等途径实现投资退出。同时,基金的管理机构还充分利用自身的有利条件,帮助被投资企业在港交所、新加坡交易所等地上市退出。

大同创业投资资金在实际运作过程中也存在着一些不足,如受限于《福建省省级创业投资资金管理暂行办法》规定,选择与其合作的创业投资基金标准较高,失去了部分潜在的优秀合作伙伴;投资时需将项目提交三个委员会讨论决定,决策速度缓慢;承担国有资产保值增值任务,不敢对一些风险较大的项目进行投资;按照国企机制运行,对基金管理经理激励不足等。

三、对地方确定创业投资引导基金运作模式的建议

通过比较国内外引导基金运作模式的优点和不足,本文认为,地方政府在设立引导基金时,途径和运作模式可以多种多样,根据“市场失灵”情况决定结构设计,同时应根据自身的产业情况特点,确定合适的运作模式。设计运作模式时要注意以下问题:

(1)合理确定募资比例。设立创业投资引导基金的目的,是引导社会资本进入创业投资领域,因此应注重激励私人部门投资者。初期阶段,创投引导基金的来源可以财政性专项资金、创投基金的投资收益、闲置资金存放银行或购买国债所得的利息收益为主,还可以是境内外各类投资机构的参股投入。出资比例上,应参照以色列和澳大利亚的做法,对政府出资和私人出资比例进行一定的规定,尽量要求私人出资比例大于政府比例。后期,可以借鉴美国模式,以政府信用为担保,允许一些经营业绩良好的创业投资基金到公开市场发行债券,吸引更多的社会资本参与创业投资,提升引导基金的融资能力。

(2)确定合理投资范围。发达国家的运作模式中,对引导基金的投资范围和地域限定较少,如澳大利亚政府仅要求引导基金投资于信息技术、生命生物科学、医药等领域。而福建省的引导基金对投资行业及区域进行了严格的限制,要求引导基金投向高新技术产业,并在各地区之间合理分配投资额。该做法的原因是福建省内不同地区之间经济发展不平衡,福州等地经济发达,行业类别齐全,创投基金容易寻找项目。在山区则难以寻找到优秀项目,创业投资基金投资积极性不强。恰恰是这些地方需要引入创业投资。因此,为防止市场失灵现象的出现,应参照英国或福建省的做法,在各个地区、各行业分别设立创业投资子基金,对在该范围内投资的项目进行投资风险补偿;同时,发布引导基金投资目录,要求子基金在目录范围内投资。通过有效激励和强制限定,引导创业投资基金投向风险大但关系产业发展的行业和企业。

(3)采取多样化的投资方式。创业投资引导基金本身一般不直接从事创业投资业务,主要对创业投资子基金进行投资。而从福建省引导基金 4 年的运作情况来看,国内地方政府设立创业投资引导基金,更适合采取既参股

创投子基金,又对部分优秀的企业进行直接投资的模式。引导基金对部分优秀的项目进行投资,能够发挥示范作用,带动更多的社会资本进入创投行业。国内另外一支创投引导基金—中关村创业投资发展有限公司也采取类似的多样化运作模式,既对项目直接投资、跟进投资,又参股创业投资子基金。实践证明,类似运作模式可以作为国内地方政府运作创业投资引导基金的一种有益尝试。

(4) 引导基金风险的控制。无论是国外发达国家还是福建的引导基金,在设立基金后,均将其交由专门的管理机构管理。由于政府部门大都不具备专业投资管理能力,与创业投资基金之间存在信息不对称。在挑选管理机构时,只能以参与竞标机构的报价为基准挑选管理机构。优秀的管理机构会由于成本原因,不愿参加竞标。最后,可能会挑选到一些管理能力不强的机构。市场出现劣币驱逐良币的情况。为避免风险的出现,在挑选管理机构的过程中应参照澳大利亚的运作模式,由政府部门制定申请创业投资项目统一评价标准,选择一些主体资格符合要求的创业投资管理机构,颁发聘书,并将一些实力不强或资信不高的管理机构排除掉,建立起市场准入门槛。同时,加强隐形声誉激励机制,建立管理机构的诚信记录档案,对出现过诚信不良的机构进行从业限制,增加其违约成本。

(5) 建立激励机制。普通创业投资基金的投资模式为投资人出资,委托项目经理对项目进行考察和投资,存在着单层委托代理关系。创业投资引导基金的投资模式为:政府委托引导基金出资参股设立创业投资基金,创业投资基金委托创业投资经理对创业企业进行投资,存在着多重委托代理关系。委托代理理论认为,只要代理人不能承担行为的全部结果,就会出现“败德行为”。因此,在建立激励机制时,需要根据各层委托代理关系的特点,设计不同的激励约束。如效仿芬兰 FII 基金,提出最低盈利要求;效仿福建省做法,将引导基金纳入国有资产考核体系,兼顾政策效应和投资收益两方面,提出保值增值目标,解决引导基金与基金管理机构的第二层委托代理问题。引导基金挑选创业投资子基金管理机构时,应按照市场化运作原则,每年对各个子基金进行考核评比,加强考核约束,解决子基金与基金管理机构的第二层委托代理问题。另外,要加强对基金管理机构的激励,除了正常的薪酬待遇外,允许基金管理人对所投资企业进行一定比例的自有资金跟投,解决引导基金与基金管理人目标不一致的问题。

(6) 建立多渠道退出机制。创业投资项目获得收益一般需要 3 年至 5 年的存续期,太早太晚退出都会影响基金的使用效果。因此,应及时对超出存续期的项目进行强制清算,使资金滚动使用,保证资金使用效益的最大化。国外的证券市场较为发达,一旦项目成熟,可以顺利的从二级市场如美国的纳斯达克市场退出,退出渠道畅通,因此运作模式较少考虑退出渠道。而我国证券市场尚在完善之中,需要考虑构建多种退出渠道。从福建省引导基金

的运作实际来看,部分项目通过产业并购和企业回购退出,部分通过区域产权交易市场退出。较之二级市场退出,产业并购和企业回购以及区域交易市场退出,更能帮助地区的产业完善产业链。因此,在构建地方引导基金时要注意发展多层次的资本市场,既鼓励利用在二级市场上市,也要积极发展场外交易市场,同时鼓励其他企业进行产业并购或者企业自身回购,使退出渠道成为层次不同,相互协调发展的有机整体。

四、结语

我国创业投资正处于迅速发展阶段,地方政府建立创业投资引导基金,推动社会资本参股创投子基金,引导子基金向政府鼓励的领域投资,能够解决创业投资基金的“市场失灵”现象。地方政府要充分借鉴国外运作模式经验,同时根据自身实际,建立严格的投资机构市场准入制度,完善对投资机构的激励约束,避免逆向选择、道德风险、利益冲突等风险因素,确定适合自己引导基金运作模式。

参考文献:

1. 陈士俊. 创业投资引导基金参股运作方式的国际比较. 商业研究 2010 (5) :14-18.
2. 张亦春,王国雄. 借鉴成功经验发展大陆创业投资引导基金. 武汉金融 2010 (12) :9-12.
3. 谭祖卫,胡芳日. 创业投资引导基金运作模式探讨. 中国科技投资 2008 (8) :65-67.
4. 刘健钧. 境外创业投资引导基金运作模式与启示. 中国科技投资 2006 (10) :42-46.
5. 李朝晖. 美国 SBIC 融资担保模式对我国政策性创业投资引导基金的启示. 金融理论与实践 2010 (3) :104-108.
6. 柏高原. 芬兰创业投资引导基金的政策实践及对我国的启示. 时代金融 2010 (1) :11-13.
7. 张勇. 创业投资引导基金风险防范机制的构建. 江西社会科学 2010 (5) :69-72.
8. 尹睿哲. 政府对创业投资的支持:创业投资引导基金的比较研究. 公共管理 2009 (3) :25-27.
9. 戴维,成长春. 设立江苏沿海产业投资基金的构想. 现代经济探讨 2012 (4).
10. 陈士俊,柏高原. 创业投资引导基金参股运作方式的国际比较. 商业研究,2010 (5).
11. 王伟,王艳. 风险投资与我国高新技术产业发展的良性互动关系研究. 商场现代化,2006 (17).
12. 金永红,奚玉芹,张立. 风险投资与中小高科技企业 R&D 融资研究. 上海企业,2006 (7).
13. 王卫东. 风险投资运行模式的国际比较及对我国的启示. 中国金融,2006 (10).

基金项目:福建省软科学研究计划资助项目(项目号:2011R0091)。

作者简介:李毅辉 厦门大学管理学院博士生。

收稿日期:2013-09-19。