商业银行与风险投资行业的相容性研究

——商业银行参与风险投资的可行性分析

刘奕洵

(华南理工大学经济与贸易学院 广州 510610)

【摘要】商业银行和风险投资公司是不同的金融中介,在美国这两个行业是严格分开的,在日本却是一体化的。本文通过模型分析了我国商业银行传统业务与风险投资业务的兼容性,结论表明两者重叠较少,因此从规模效应考虑,商业银行引入风险投资业务并不是一个良好的选择。

【关键词】商业银行 风险投资 相容性

商业银行、股票市场和风险投资公司均为投资者和融资者之间的金融中介,三者面临的是不同的风险和信息不对称性。商业银行提供的是债务融资,面临的是较小的风险和较小的信息不对称,股票市场提供的是股权融资,面临的是较大的风险和较大的信息不对称,而风险投资公司面临的是更大的风险和更大的信息不对称。相应地,不同融资方式要求的信息披露程度就有所不同。商业银行的信息披露程度不高,股票市场要求公开的信息披露,而风险投资的投资者要求直接进入被投资公司,成为被投资公司的内部人。在美国,风险投资公司是独立存在的,而在日本和德国,大一统的商业银行体系造就的是附属型的风险投资基金,相应地,日本和德国的风险投资并不发达。

关于国内是否应该开放商业银行进入风险投资行业,目前仍存在广泛争议。唐芸等(2010)认为商业银行可以通过以下途径进入风险投资行业:一是通过在银行内部组建风险投资公司,选择风险投资项目或对中小型高新技术企业直接进行贷款投资;二是作为股东入股风险投资基金,通过风险投资机构的专业运作,定期获取基金投资收益;三是购买中小板或创业板市场的高成长股,或取得长期投资现金收益、股利,或赚取转手利差。本质上,只有第一种方式是被认为是商业银行直接参与风险投资。第二种方式是间接参与,而第三种方式可以认为商业银行并未参与风险投资,而是进行股权投资。

本文讨论的是商业银行直接参与风险投资在原理上是否可行,如果可行的话,应该采取什么样的方式。

一、商业银行和风险投资公司针对的是不同市场,采用不同的融资方式

假设融资者可以在债权融资,股权融资和风险融资之间进行选择,假设融资者面对的收益是 y,成本是 I,现有资金是 w,由于资金不足,需要融资 B=I−w。

1. 当采用债权融资时,融资者的利润为:

$$p_{id}^{d}=y-Bi-B-w \quad (1)$$

而投资者的利润为所得的利息,假设利率为 i,那么利息为:

$$p_{is}^{d}=Bi \quad (2)$$

其中:

$$B=I-w \quad (3)$$

2. 当采用股权融资时。由于双方对于 V 有不同的估计,融资者的利润为扣除给投资者的那部分。而投资者的部分是基于投资者的估计。成交价格为投资者估计的价值 v_f。

此时,融资者的利润为:

$$p_{is}^{e}(V)=y[1-(I-w)/v_f]-w \quad (4)$$

而投资者的利润为:

$$p_{is}^{e}(V)=y(I-w)/v_f-B \quad (5)$$

3. 当采用风险投资时,由于风险投资者进入被投资公司参与管理,相对公众投资者可获取更多的信息,因此,对于公司价值的估值 v_f 会比股权融资者更加准确,而风险投资本质上是股权融资,此时,风险投资者对于企业的估值为 βv_f,其中 $0<\beta<1$,这是对于风险投资者获取内部信息的补偿。因此,此时:

此时,融资者的利润为:

$$p_{is}^{e}(V)=y[1-(I-w)/\beta v_f]-w \quad (6)$$

而投资者的利润为:

$$p_{is}^{e}(V)=y(I-w)/\beta v_f-B \quad (7)$$

由于融资者选择融资方式,投资者在未被融资者选择的情况下,获得的是无风险收益:

$$p_{is}^{e}(V)=(I-w)i_0 \quad (8)$$

综合以上各式,得边界条件 $y>1+i$,均衡结果为债权融资,当 $1+i_0<y<1+i$ 时,均衡结果为股权融资,当 $\beta(1+i_0)<y<1+i$ 时,均衡结果为风险投资,如图 1 所示。

由以上分析可知,商业银行和风险投资对应的是不同的市场和不同的融资范围,相应的表征就是不同的人才,不同的管理技术,不同的收益期望,不同的投资渠道。这就带来一个问题,商业银行和风险投资是否具有兼容性,商业银行开展风险投资业务是否具有规模效应,是否有利可图?

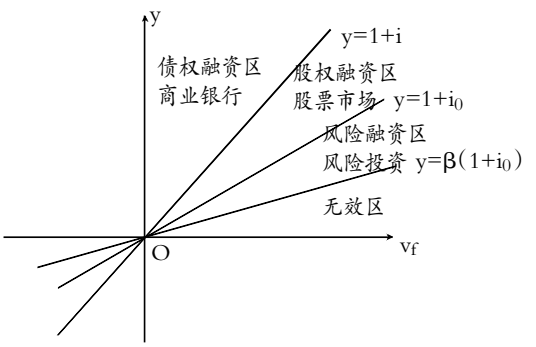

图1　不同融资方式和市场的对应效益

二、商业银行与风险投资公司兼容性并不高

模型的分析发现，商业银行和风险投资公司是相对独立的融资领域，其间，还需要跨越股票市场。那么，商业银行参与风险投资究竟是否可行呢?下文试从实务的角度加以分析。

1. 经营风险比较。商业银行提供贷款并且要求抵押，面对的风险比较小。由模型可知，低风险、高收益的企业都倾向于采用债权融资，因此商业银行面对的风险是三种融资方式中最小的。而风险投资面对的风险比商业银行高得多，甚至高过股票市场。而收益又是如此地不确定，由图1可知，风险投资甚至在无风险收益线下挣扎。而商业银行的成本线就是无风险收益线，因为这是他们付给客户的利息，是其融资成本。因此，商业银行和风险投资公司分属两个不同的风险区域。在风险上并不相容。

2. 投资对象比较。商业银行面对的是成熟期的企业，主要收入来源是存贷利率差，主要业务是对企业发放贷款。对于企业的选择上，倾向于有大量抵押财产的企业。虽然在融资的本质上，风险投资公司和商业银行并无不同，也是提供资金，但是风险投资面对的是种子期、初创期和发展期的企业，并且投资的是没有大量抵押财产、高风险、高收益的高科技公司。因此，两者投资的对象在发展阶段上并不重复，即不相容。

由于商业银行的投资对象是成熟期的企业，而风险投资公司的投资对象是种子期、初创期和发展期的企业。商业银行的投资一般是由客户向银行提出申请，然后由银行进行考核。而风险投资公司为了寻找项目，往往是百里挑一地进行风险项目的筛选，并且在风险投资行业内，也互相共享投资资料，风险投资公司追求项目的热情比商业银行大得多，也积极得多。

3. 人才方面的比较。商业银行提供的是资金，关键技术是要控制贷款风险，其中，起关键作用的是对于抵押财产的估值，贷款人的风险评估。主要侧重于评价型人才。即使在商业银行的贷款发生损失的情况，也可以通过抵押财产获取一部分补偿收益。

风险投资公司虽然也是提供资金，但其最有特色的一点是提供增值服务，而提供增值服务的一个重要方式就是通过对于受资公司的定时访问，提供管理建议。Lerner（1995）发现，风险投资公司最有可能在地理上最近的公司派人担任董事。而通过这些增值服务，受资公司可以在众多方面超过其同行，如运营增长（Hellmann 和 Puri，2000）、IPO 后表现（Brav 和 Gompers，1997）、创新和专利（Kortum 和 Lerner，2000）、规模经济潜力等。提供增值服务的基础在于风险投资要对于企业的管理和发展有相当强的把握。风险投资需要的是创业家，如今推出的“重复创业者”这个概念，是最适合风险投资的人才。因此，银行人才和风险投资人才在专长上的重合点并不多。

4. 投融资方面的比较。商业银行的资金来源是追求稳健的投资者，他们的目的是获取无风险收益。而风险投资，由于其未来的收益并不明确，主要面对的是富裕家庭和个人，在美国，需要对风险投资者进行考察，只有那些在基金封闭的10年内不会对所出资金要求撤回，在10年后风险投资退出如果发生损失也能承受的投资者，才能作为合格的投资者进行风险投资。由于基金的封闭性，以及投资者和风险投资者的委托代理问题，从成本上考虑，最低的投资金额是3 000万美元。这在为风险投资设置了门槛的同时，也保证了风险投资公司的稳定性。商业银行面对的小额投资者，大部分与3 000万美元这一门槛差距甚远，并且风险投资公司的风险也是他们所不能承受的。因此，商业银行和风险投资公司在资金来源上并不相容。

5. 退出机制比较。商业银行并不需要考虑退出，它们只需要到期要求贷款企业还本付息，然后再进行下一轮借贷，属于循环型投资。风险基金虽然具有一定的周期性，但是在投资末期，它们是需要退出的，将收益分配给投资者，要求相应的IPO市场、并购市场、清算市场等进行匹配。因此，在退出上，商业银行和风险投资公司并不相容。当然有一部分企业到了成熟阶段，已经符合商业银行的投资要求，可以正常到商业银行进行融资，但是，这时企业的属性发生了变化。并且，如果将商业银行作为退出后的投资对象的话，则达不到风险投资者对收益的预期。

6. 制度约束比较。商业银行经历了从分业经营，到混业经营，再到分业经营的发展阶段。现阶段，我国对于商业银行管理的思路还是进行分业经营。这是为了保证商业银行的经营安全。如果商业银行进入风险投资行业——这是比股票市场风险更加大的行业，那么，银行的资金安全就不能保证。并且，发生金融恐慌的几率也增大，因为风险投资就意味着有可能无法收回投资。因此，在我国分业经营的背景下，商业银行不宜直接参与风险投资。

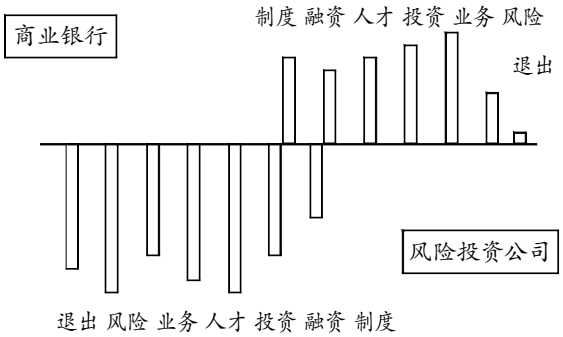

图2　商业银行和风险投资公司存在差异的诸多方面

物业税改革对我国地方财政的影响

唐 霏

(广东技术师范学院 广州 510665)

【摘要】物业税是否并入土地出让金目前我国仍存在争议,不同的税制设计方案对我国地方财政的影响是不同的。本文在分析我国地方财政现状的基础上,探讨了物业税改革对我国地方财政的影响。

【关键词】物业税 土地出让金 地方政府 土地财政

目前物业税改革对于其财产税和地方税的性质基本已经确定,但对于物业税改革是否并入土地出让金仍存在广泛争议。不同的物业税改革方案给地方财政带来的影响又是不同的。本文主要从物业税改革的两种政策选择能否规范地方政府"借地生财"的扭曲行为来探讨物业税给地方政府财政带来的影响。

一、我国地方财政的现状

我国地方的财政收入主要由税收和各种费组成,在我国20几个税种中,完全属于地方财政收入并由地方税务局征管的税种主要有:城镇土地使用税、耕地占用税、土地增值税、房产税、车船税、契税,从这些税种的性质来看,大部分都和土地、房产有关。但据统计,这些与房地产相关的税种占地方财政收入的比重并不高。以广东省为例,2005年到2008年,广东省房产税、城镇土地使用税和土地增值税占全省地方财政收入的比重分别为6.6%、7.0%、7.2%、10.1%。

但与之相应,我国地方政府却异常重视房地产行业,很多地方政府都把房地产行业当做地区经济发展的支柱性行业,把和房地产有关的收入当做地方财政收入的源泉。一方面,房地产相关税收并不是地方财政收入的主要组成部分;另一方面,地方政府把房地产行业作为地方经济增长和财政收入增长的支柱产业加以扶持。这是什么原因造成的呢?笔者认为原因在于土地财政。

1. "土地财政"及其成因。"土地财政"是指一些地方政府依靠出让土地使用权的收入来维持地方财政支出的行为,出让土地收入属于预算外收入,又叫第二财政。我国的"土地财政"主要是依靠增量土地创造财政收入,也就是说通过土地出让金来满足地方财政需求。2009年,全国土地出让收入达1.59万亿,而全国地方财政收入为3.26万亿,土地出让收入占到地方财政收入的48.7%。地方政府财政收入严重依赖土地财政。

三、商业银行参与风险投资存在的问题和方式

1. 商业银行参与风险投资存在的问题。商业银行参与风险投资的关键不在于分业经营还是混业经营,而在于业务多元化问题。由以上分析可见,商业银行和风险投资公司的业务重叠性、相关性并不强。因此,如果商业银行进入风险投资行业,获得的规模效应是有限的。虽然风险投资业务是一个比例较小的业务,但是如果商业银行直接参与风险投资,会给公众投资者带来银行业务风险增大的印象。从可能爆发的风险来考虑,商业银行直接进入银行业是不经济的。

2. 商业银行参与风险投资的方式。如果商业银行要进入风险投资行业,由于商业银行和风险投资较低的相关性,可以将商业银行的传统业务与风险投资业务进行独立运作。首先,可以通过FOF的方式,即成立专门的基金和风险投资公司,只有独立的基金可以进行风险投资的运作,商业银行其他业务不得与风险投资混合。这样不仅核算方便,最主要地是隔离了风险投资对于商业银行风险放大的作用。从而将风险投资引入商业银行的负面影响减到最小。其次,可以通过CVC(公司风险投资)的方式,成立公司风险投资基金,专门投资商业银行战略有关的成长公司,主要目的并不是获取风险投资的利益,而是保存商业银行的竞争优势,将创新的产品和技术纳入商业银行的体系,从而保证商业银行的活力。

四、总结

本文通过分析商业银行与风险投资的相容性问题,认为商业银行和风险投资在本质上并不相容,可以说是相对独立的业务。因此,如果说,从规模效应的角度考虑,商业银行进入风险投资领域,并不是一个适合的方式。如果说,商业银行要进入风险投资行业,只能以相对独立的分业方式进行,如独立基金,公司风险投资这样的方式运作。对于现有的考虑商业银行进入风险投资的文献,本文认为,他们忽略了商业银行和风险投资公司的巨大差异,而只看到商业银行和风险投资公司都是金融中介的事实。

【注】本文系华南理工大学风险投资研究中心2010~2011年度课题研究项目成果。

主要参考文献

唐芸,刘曼红.对我国商业银行资金参与风险投资的思考.科技进步与对策,2010;21