

# 风险投资的创新含义 及其在“新金融”体系中的作用

郑震龙

**摘要:** 风险资本是指由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、蕴藏着巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本,本质上可以理解为是聚合人力资本的金融资本。风险投资的制度创新特性使之与保守的传统金融相区别,它的发展推动了技术创新,重新构建了社会总资本的循环过程,并促使新金融体系逐渐形成。

**关键词:** 风险资本 风险投资 制度创新 新金融体系

亚洲金融危机与美国的“新经济”奇迹两者之间所形成的鲜明反差,促使人们重新审视经济增长的动力以及21世纪经济金融发展模式等一系列重大问题。大多数人认为,亚洲金融危机表明依靠储蓄动员和投资扩张的传统经济增长模式存在致命缺陷,其根源在于与这种模式相伴生的金融体系排斥结构调整和技术创新,而后者则被称为是美国新经济的主要源泉。新经济之滥觞于美国,原因很多,其中很关键的一个则是蓬勃发展的风险投资业。依据美国风险资本协会的定义,风险资本是指由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、蕴藏着巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。风险投资虽然在整个金融体系中的份额很小,但它支持了众多从传统金融体系得不到融资的新兴企业的科技创新,不仅促使美国实现了历史上最长的经济增长周期,而且成功地改造了美国既有的传统金融体系,逐步形成了适应“新经济”发展要求的“新金融”体系。

## 一、分析起点:风险资本与产业资本相区别

### (一) 风险资本是一种金融资本而不是产业资本

尽管在运作流程上风险资本与产业资本中的货币资本具有相似性,都要经过融资、投资以及变现三个过程。但两者在以上三阶段的内涵和外延均存在根本差异:(1)货币资本的运作流程中尤为强调投资、生产和变现过程,却很少重视融资过程。其运作流程为:货币资本—生产资本—商品资本—货币资本。而风险资本作为买方金融,其运作的重要前提却在于能否成功融资,关注的是融资、投资(筛选)和变现过程,极少经历大规模的生产过程。(2)两者的根本差异尤其表现在变现方式上。马克思关于社会资本循环与周转的理论告诉我们,社会总资本实现正常循环和周转的两个必要条件是实物替换和价值补偿,所谓价值补偿是指垫付的货币资本必须能够通过商品的出售而逐步收回或变现,即需要经历一个较长期的变现过程。而风险资本的变现与货币资本不同,它靠的并不是商品出售而是企业产权(无形资产)的出售、回购以及公开发行(IPO),通常是一次性地变现。(3)风险资本作为金融资本的重要组成部分,其立足点仍在于促进资金融通而不是经营企业。它为高风险创新企业提供资本,支持和帮助创新企业较快地进入成长期(降低创新企业的风险),之后再转由传统的金融资本——银行贷款和公开证券

融资来实现产业资本的循环与周转过程,从而提高了经济金融体系资金融通的效率。如此看来,风险资本与产业资本在本质上是一种互补关系,通过两者之间在产业周期演进方向上的纵向结构化安排,可以有效支持产业资本的循环与周转,因而事实上风险资本的成功运作已成为创新经济条件下产业资本正常循环与周转的必备前提。

### (二) 风险资本的特质:聚合人力资本的权益资本

风险资本在性质上属于金融资本,但它却又不同于传统金融资本。在产业资本循环与周转中,无论是债权资本还是权益资本通常都是一种单纯的金融资本,属于消极、被动的资本投入行为,其原始投资者和金融中介并不参与具体的资本循环与周转过程,因而无法有效解决信息不对称问题。风险资本通过风险资本家人力资本的投入,扭转了传统金融资本中的信息劣势。从历史继承性上讲,风险资本是继承了19世纪股份公司资本合约结构中“核心资本”(与外部资本相对立的资本)的优势。在传统金融体系下,“核心资本”的供给面临两大难题:一是金融资本所有者和人力资本所有者的非统一性;二是“搭便车”行为的制约效应。前者指拥有金融资本者不一定拥有人力资本,而拥有人力资本者又不一定拥有金融资本,这种非统一性导致核心资本供给的不足。后者则指外部资本所有者对“核心资本”所有者人力资本投入的“搭便车”行为,导致核心资本所有者缺乏激励来积极参与产业资本的运作。风险投资作为一种新型的投融资机制,解决了核心资本供给的两大难题,通过自身独特的制度设计实现了人力资本与权益资本的融合,并激励其管理者——风险投资家主动运用长期积累的经验、知识及信息网络帮助监督创业者更好地经营风险企业。但风险资本又不等同于传统的核心资本,因为它不期望长期经营企业,而是追求高风险与高回报的有机结合。

### (三) 风险资本是一种消耗现金的沉淀资本

根据马克思对个别资本运动规律的概括,单个资本循环与周转需要两个前提条件,即货币资本、生产资本与商品资本三者必须在时间上继起、空间上并存。换句话说,微观资本运动必须能够产生稳定的现金流以弥补企业生产过程中的耗费,是一种高流动性(低风险)与低收益的结构搭配。然而,风险资本的运动却与产业资本不同,在其运作过程中通常并不产生现实的对应物或劳动成果,也就更谈不上现金流

的补偿问题。相反,风险资本的正常运转往往需要持续地对风险企业追加货币资本投入,因为风险企业在研究开发未成功之前甚至在成功后的一段时期内都将依然是一个亏损企业(净现金消耗实体)。如果风险资本投资失败,则其整个前期投入几乎全部都将“付之东流”。风险资本的运作正是通过实现低流动性(高风险)与高回报的有机结合来实现自身的循环与周转的,为此,风险资本又被誉为“耐心且勇敢的资本”。

风险资本与产业资本以及信贷资本的具体比较,见表1和表2。

	产业资本	风险资本
运作目标	平均利润率	高额资本收益
投入形式	一次性投入	承诺制下的分阶段投入
投入对象	以处于成长期或成熟期的传统大中型企业为主	以高新技术创业、新产品开发的中小型企业为主及衰退期企业的兼并重组
资本性质	产生现金流的循环资本	消耗现金的沉淀资本
资本结构	债务资本与权益资本的融合	人力资本与权益资本的融合
参与性质	消极被动参与企业运营	积极主动参与企业运营
收益情况	比较稳定、低风险	不稳定、高风险
退出方式	商品资本(劳动产品)顺利转化为货币资本,偿还借款利息及本金,之后再行利润分配	首选公开发行(IPO)其次为出售或股票回购最后是清算破产

	风险资本	信贷资本
运作目标	追求高额收益	追求安全增值
投资方式	通常采用股权式投资,长期投资	主要采用贷款方式,需按时偿还本息
投资对象	创新型中小企业及衰退企业的重组	传统大中型企业扩大再生产
投资审查	以技术实现的可能性为审查重点,技术创新与市场前景的研究是关键	以财务分析与抵押担保为审查重点,有无偿还能力是关键
投资回收	IPO、出售或回购以及破产清算	还本付息

## 二、传统金融体系的保守特性:一种解说

所谓传统金融体系主要是就20世纪70年代以前发达国家的金融体系而言的。到目前为止,无论是“金融深化论”还是“金融约束论”都依然将这一体系作为广大发展中国家金融改革与发展的标准模式。尽管在此期间也曾出现过“德日模式”与“英美模式”之争,但这并未能从根本上摆脱传统金融发展的三大基本理念:一是资本积累是经济增长的重要要素;二是金融体系发展的主要目标是服务于产业资本循环与周转;三是流动性成为整个金融体系有效运作的前提。下面我们就围绕以上三点对传统金融体系的保守特性进行剖析,并探讨传统金融体系与金融结构的弊端与不足。

### (一) 资本积累是经济增长的重要要素

长期以来,经济学家们一直都非常关注资本的重要性以及资本积累问题,这使得资本积累成为了传统金融发展的自然逻辑起点。自亚当·斯密开始,古典经济理论就对资本积累与经济增长之间的密切关系表示出了极大的兴趣,强调资本积累是决定经济增长率高低的关键;凯恩斯主义经济学家则更进一步强调资本形成是经济增长的根本约束条件和决定性因素,这一点在哈罗德—多马经济增长模型和剑桥增长模型中被表现得淋漓尽致。新古典的索洛—斯旺增长模型

通过对资本产出比的巧妙调整虽然动摇了长期占据统治地位的“唯资本论”,提出了技术进步在经济增长中的贡献最为重要,但罗宾逊(J. Robinson)指出,该模型中技术进步仍依赖于投资增加,因而从本质上讲新古典增长模型仍然对资本极为重视。

纵观发达国家经济史可以发现,经济学家们对资本积累的重视至少符合20世纪60年代以前世界经济的发展实践,这已被计量经济分析所证实。1948-1960年间,劳动、资本与科技及其他要素投入占美国经济增长率的比重分别为13.76%、88.74%和-2.50%;日本在1960-1970年间三类要素投入占日本经济增长率的比重则分别为2.65%、52.02%和45.33%;同样有数据证明联邦德国在1950-1973年间资本的贡献度也非常大。然而,自20世纪60年代后期及70年代初开始,发达国家经济运行的客观规律开始发生逆转。转折点首先突出表现在最为发达的美国,综合考察第二次世界大战后美国30多年(1948-1979年)的经济增长数据会发现,三类要素投入占经济增长的比重竟然分别为54.41%、-57.03%和102.62%,结合前面对1948-1960年间的数据分析可以看出,资本在20世纪50年代对美国经济增长的贡献度最大,但自60年代开始资本却成为了阻碍美国经济发展的主要因素,而以科技为代表的其他要素投入却超过劳动和资本成为了经济增长的第一推动力。同样的资本边际效应递减的规律也开始在日本经济增长中发生作用,1971-1985年间三类要素投入占经济增长率的比重分别为16.38%、26.50%与57.12%。之所以出现资本边际效应递减甚至负效应的一个重要原因是传统金融体系或金融发展服务领域的相对单一。狭窄的服务范围与金融体系不断扩张的资本积累能力之间存在着不可调和的矛盾,很容易导致过多的资本追求少数成熟的优质投资项目。这一方面使得金融中介面对利润不断下滑的压力以及资产泡沫化问题;另一方面,还可能会导致企业部门的“预算软约束”问题(以银行为主导的金融体系尤其如此),最终两者都会恶化经济体系中的资源配置效率。

### (二) 金融体系发展的目标——服务于产业资本的循环与周转

如前面所述,传统金融体系的发展目标较为单一,主要服务于产业资本的循环与周转。具体的讲,企业部门主要有三种融资渠道或方式可供其选择,即银行贷款、债券融资和股票融资。但考察三者具体的实践运作不难发现,它们或是由于自身制度特性或是因公共管制的干预使得三种资本供给方式的服务领域趋同——都主要为相对成熟的产业及行业提供资本以支持产业资本的循环和周转。这一点在“大萧条”后的发达国家中表现得尤为突出。

首先,从银行业的制度共性上讲,银行贷款属于典型的债务融资,其自身要承担所有投资风险。因而银行倾向于发放低风险的短期贷款或者是有抵押物的中长期贷款(厌恶高风险);其所投资的企业往往处于行业周期中的成长阶段或成熟阶段,能够产生稳定的现金流以偿还银行的贷款;银行通常不会对种子期(或萌芽期)的企业提供高风险的信贷支持。以上贷款特性是由银行制度的共性所决定的:一是贷款需要在特定的时间内偿还(由流动性需求所决定);二是贷款银行不能参与企业决策,无法从根本上消除信息不对称问题。正是由于债权融资中信息不对称问题的长期存在,使得“配给制”成为了传统信贷市场的一大特点,甚至发展成为整

个债务市场不完全的典型特征(垃圾债券属例外)。由此可见,“配给制”适应于所有的债务型融资方式包括债券融资,只不过债券融资的筛选或配给过程很大程度上已由公共管制和社会信用评级机构来完成。换言之,债券融资已经实现了配给过程的社会化,而贷款配给却仍要依靠商业银行自身的运作来实现。

其次,与债务融资比较而言,股票融资虽然属于权益型资本供给,投资者有权参与企业的经营与决策,在一定程度上有利于降低信息不对称问题,但股票融资方式却面临监督成本与收益不对称的制约,即通常所讲的“搭便车”问题。纵观股票市场发展史可以发现,伴随企业规模的扩大以及股权的日益分散化,“搭便车”问题越来越突出并制约了股票融资的效率。历史演进的最后结果是借助于公共管制来降低“搭便车”所导致的负面影响。然而,公共管制却使得中小企业被排除在传统证券市场服务范围之外,并且“搭便车”问题也并未得到有效解决。相反伴随核心资本的日益萎缩(经理革命)，“搭便车”问题进一步加剧了信息的不对称,致使投资者逐渐放弃了对长期收益的追求,转而追求短期的资本利得,企业经营目标亦随之由股东利益最大化转变为股票市值最大化(第二次世界大战后发达国家普遍采取了限制股利分红的政策也是其中的一个重要原因)。上市公司经营者受制于股票价格短期内的波动而日益放弃了企业长期发展战略,从而违背了股票融资方式的本质,加剧了股票融资与债券融资以及银行信贷的趋同化——生息资本化。以上三种融资渠道服务领域的趋同不仅导致传统金融体系服务领域狭窄的局面,而且事实上三种融资渠道已经由原来的互补关系发展成为竞争关系,彼此能够互相替代,由此形成了产业资本运作中资本合约的横向解构,并提出了企业内在资本结构的问题。第二次世界大战后,发达国家经济金融体系演进的结果,似乎越来越趋向于“MM”定理所论述的理想状态——企业的价值与其资本结构无关。其中除税收及交易成本下降的因素外,主要原因在于:传统金融体系下无论银行贷款、债券融资还是股票融资都主要关注资本积累,却不能有效解决信息不对称问题,无法形成有效的激励约束机制,因而从根本上说传统金融体系不能影响企业资产所创造的收入。

### (三) 流动性成为整个金融体系有效运作的前提

正是由于传统金融体制下银行与证券市场的分工属于资本合约的横向解构,都无法有效地解决信息不对称问题,为避免资本运动过程中的“道德风险”和“逆向选择”行为侵害投资者的权益,投资者需要相应的保护性措施或制度安排。较为常见的防范措施是通过契约或合同对企业资本结构作出明确限制,如债权人对企业净资产价值的要求以及股票持有人对企业借债的限制等,但这还远远不够,这是因为企业透明度以及监督成本制约着以上限制性契约的有效性,由此产生了传统金融体系下对流动性的强烈需求(其中有交易和投机需求的原因)。一方面,流动性可以为投资者尽可能地锁定风险;另一方面,流动性还构成了对代理人可置信的威胁。存款人可以随时从银行提取存款,而股票和债券的持有人则可以依据自己的需要以及判断将证券转手卖出,前者使得银行必须通过自身的谨慎运作和管理来防范支付危机。同样,流动性的可置信威胁也使得上市公司的经营者也必须谨慎地运作,以避免股价下跌促成更换经营人的共识——包括外部接管和股东大会决议等。可以说,流动性是传统金融体系作为储蓄—投资转化中介却又不能有效解决信息不对

称问题的理性选择,更是传统金融体系有效运作的根本前提条件。此逻辑正是存款保险制度或国家信用担保反过来会制约传统金融体系效率的原因。在经济增长初期(资本短缺、粗放式增长阶段)流动性风险的降低通常有利于资本积累与经济增长,但伴随经济快速增长尤其是完成工业化之后,高流动性的负面效应将变得越来越突出,最终会阻碍一国的经济增长。20世纪80年代股票市场的效率及生产性因此而受到了人们的普遍质疑。以上因流动性引发的对传统金融体系反思的现实背景是,传统金融体系下高流动性需求的满足与工业化后的技术创新、产业结构的调整与升级等(高风险、低流动性)存在着不可调和的矛盾。由此以风险资本运作为核心的“新金融”体系开始形成。

## 三、风险投资的制度创新特性:“线”、“面”和“体”

前面对风险资本特征的对比分析,揭示了风险投资作为一种新的投融资方式在微观方面与传统金融在“点”上的差异性。这仅仅是分析的起点。从整个制度层面来看,还需要对风险投资的“线”、“面”和“体”进行深入分析。

(一) 有限合伙制为信息不对称问题的解决提供了有效“解”

此为风险资本“线”层次上的创新,也是后面两层次创新的基础。当前关于风险资本和风险投资的文献都承认有限合伙制是风险资本市场的重大制度创新,但对于创新点究竟在何处却存在歧义,是有限责任与无限责任的结合吗?我们还是从历史演进规律来寻找答案吧。有限责任与无限责任的最早结合出现于16世纪初的“两合公司”,但两合公司作为合伙制向股份制转变的过渡企业形态很快就在历史上消失了。难道有限合伙制的命运也是如此吗?答案当然是否定的。通常人们在认识两合公司时往往将其定位为由无限责任向有限责任转变的制度变革过程,这其实是对历史发展的误解。事实上,两合公司实现的是“人合”与“资合”的分离。由于无论是在16世纪还是20世纪的前半期,人类都还未能实现人力资本的定价以及有效解决信息不对称问题,人力资本也从来没有如现在这样受到重视(过去一直是“资本雇佣劳动”),所以两合公司在历史上很快消失就是必然的。有限合伙制之所以成为风险资本运作中的重大制度创新,是因为它不同于传统意义上占据统治地位的股份公司——纯“资合”,而是重新实现了“人合”与“资合”的制度融合,并解决了人力资本的定价或者说报酬问题,构建了有效的激励与约束机制,为信息不对称问题的解决提供了有效“解”。一般认为,金融中介的规模优势和专业化优势有助于解决投资者和企业之间存在的信息不对称问题,因为金融中介不仅可以尽可能多地获取企业的“硬”信息,也可以获得企业的“软”信息。通常,企业的软信息是不能通过常规的财务报表反映出来的,而只能通过近距离的交往、参与才能获得。有限合伙制风险投资机构就是这样的一种安排。一方面是融资合约的安排,投资者要求普通合伙人资本投入一定比例的资本金(通常为1%)作为“抵押”,同时投资者给予普通合伙人超过1%的利润分成比例来激励普通合伙人“尽职代理”。另一方面是投资合约的安排,风险投资机构通过分阶段投入资金(不少研究称这个过程其实是一个学习过程),并参与企业管理来获取风险企业的创业信息。通过这两个合约安排(见表3),创新企业的信息就能充分的揭示出来,投资者就可以决定是否进行下一轮投资。

表3 有限合伙制风险资本的运作(双重委托代理)

委托代理关系	融资合约		投资合约	
	委托方	代理方	委托方	代理方
投入形式比例	99%的金融资本	1%的金融资本+人力资本		
责权利的分配	有限责任,决策权较小,约80%资本增值收益	无限责任,拥有决策权,约20%资本增值收益	参与重大决策、管理	合作经营
约束激励机制	分阶段供给资本并保留放弃投资的权利	采用与价值增值直接相联系的报酬体系	分阶段注入资本并保留终止投资的权利	股票期权+报酬+企业资本收益挂钩
其他约束手段	保留强制性分配手段,固定运营期限	投资收益的分配	保留投资变现的机会	

(二) 改变企业产权交易的市场结构——直接搜寻市场转向交易商市场

在传统金融体系下,高风险的中小型创新企业通常难以得到相应的金融支持,其金融交易只能依赖于直接搜寻市场,典型特征表现是:交易的偶然性、低价格和商品的非标准化。对于绝大多数追求利润的个人和企业而言,局限于该市场往往是得不偿失,因而传统金融体系下风险资本的供给和技术创新严重不足。风险资本的兴盛尤其是以有限合伙制为主体的风险投资中介的兴起,大大改变了创新企业产权交易的市场结构——由直接搜寻市场转向了交易商市场,从而提高了市场效率,促进了创新企业的形成与发展。一方面,风险资本的运作在私人风险投资与创业板市场以及场外交易市场之间实现了市场结构的衔接(见图1)。换句话说,由于风险投资公司承担了直接搜寻市场和交易商市场的衔接功能,提高了不同交易市场结构上的兼容性,因而有利于创新企业在不同层次交易市场中的转化,满足了处于不同生命周期的创新企业的融资需求,从而加快了风险企业的成长;另一方面,市场结构的衔接还降低了创新企业产权交易的成本,提高了风险企业家和风险投资家的收益,从而进一步壮大了风险资本的投资规模,促进了创新企业的设立,扩大了风险资本市场和创业板市场的企业供给,最终形成了一种良性的社会资本循环。

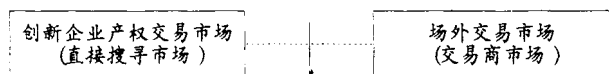


图1(a) 传统金融体系下市场结构的非兼容性

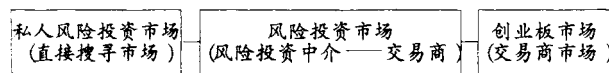


图1(b) 新金融体系下市场结构的兼容性

(三) 以风险资本运作为核心重新构建了社会总资本的再生产过程

此为风险资本“面”层次上的创新。到目前为止,国内相关文献对于风险资本循环与周转的考察仍主要立足于风险资本的变现,强调创业板市场建立的重要性。但从本质上讲,上述认识仍局限于风险资本微观层面的操作,未能从宏观上考察风险资本运作对整个社会总资本再生产的影响。事实上后者才是风险投资制度创新的内涵所在。从社会总资本再生产的宏观角度考察风险资本的循环与周转将会发现,风险资本的运作改变了社会总资本运动的规律,重新构建了社会总资本的再生产过程,形成了风险资本与产业资本

之间互补以及相互替换的运动过程。马克思对社会总资本的再生产和循环过程的认识是从社会总产品W开始的,其先验地假定提供社会产品的企业都是成熟企业,这不符合新创企业的成长与提供社会产品之间存在较大的不确定性和时差的现实。从动态角度观察,社会总产品的实现之前还存在“企业实现”的过程,这个过程就是风险资本培育风险企业的过程。从风险资本家的角度看,风险企业就是它的产品,也就是“使用价值”的生产过程,而从成熟后的风险企业顺利退出来,就是风险资本家的“产品”的价值实现过程。因此可以讲,风险资本通过介入风险企业的再生产过程而介入社会总资本的再生产过程。有意思的是,由于风险资本生产风险企业依靠的主要不是机器设备等有形资产,而是技术和知识等无形资产,又由于这些资产的使用具有边际报酬递增的特点,因此,使用价值的替换过程就内化于风险企业的生产过程之中,而成为一个“自动实现”的过程了。

四、“新金融”体系的基本架构

风险资本作为“新金融”体系运转的核心,其创新点在于弥补了传统金融体系的不完全性,重新构建了社会总资本再生产的过程,实现了金融体系对经济发展的全方位金融支持。与传统金融体系的基本架构相对照,“新金融”体系的基本架构也可以概括为三方面。

(一) 创新成为经济持续发展的基本推动力

依据熊彼特对“创新理论”所作的开创性论述,所谓“创新”就是“建立一种新的生产函数”,即把一种从未有过的生产要素和生产条件的“新组合”引入生产体系。具体的讲,熊彼特的创新概念包括五种情况,即“开启资本主义发动机并使其不断运动的基本推动力来自于新的消费品、新的生产方法、新的市场、新的原材料供应来源和资本主义企业所创造的新的工业组织形式”。库兹涅茨通过对发达国家上百年的(19世纪下半期至20世纪上半期)经济增长史料的比较分析,发现影响经济增长的主要因素为知识存量的增加、劳动生产率的提高和生产结构的转换。同时,库兹涅茨还专门考察分析了资本投入量在长期经济增长过程中的变化趋势,他认为总资本产出比是呈下降趋势的,即资本边际效益递减规律一直长期发挥作用。因此,经济增长的主要贡献因素是劳动生产率的提高。同样的,20世纪下半期的世界经济发展实践再次证明了库兹涅茨的上述分析。70年代以来,世界经济发展最为显著的特点是技术创新日趋活跃,新产业及企业不断涌现,产品升级换代加速,技术创新带来了经济结构的巨大变化以及劳动生产率的飞速提高。而1997年亚洲金融危机更进一步证明了技术创新对经济增长的重要性。为此,以美国为代表的“新经济”增长模式(又称之为“知识经济”或“创新经济”)被提出。在“新经济”中是“创新”而不是资本被认为是经济持续发展的基本推动力量。

(二) 风险管理与控制是新金融体系有效运作的前提

新金融体系发展目标的“二元化”致使其有效运作的前提也随之发生了转变。在传统金融体系下,由于经济发展处在资本相对短缺的条件下,而且金融体系的虚拟化程度也较低(金融发展依赖于实质经济发展),因而风险或危机的破坏性相对较低,金融体系风险防范的重点在于避免支付危机。这一方面表现在银行业对流动性问题的关注上;另一方面也表现在证券市场的运作上。众所周知,传统主板市场投资审查的重点之一就是企业现金流状况(现金流(下转第107页))

8. Brown, D., Deardoff, A. and Stern, R. M., 1995. Expanding NAFTA: Economic Effects of Accession of Chile and Other Major South American Nations, North American Journal of Economics & Finance 6(2), 149 - 170.

9. Dolmas, J., 1998. Risk Preferences and the Welfare Cost of Business Cycles, Review of Economic Dynamics 1, 646 - 676.

10. Fernandez, R., 1997. Returns to Regionalism: An Evaluation of Non - Traditional Gains from RTAs, NBER Working Paper, No. 5970 (March).

11. Fernandez, R. and Portes, J., 1998. Returns to Regionalism: An Analysis of Non - Traditional Gains from Regional Trade Agreements, The World Bank Economic Review, Vol. 8. No. 2, 197 - 220.

12. Hinojosa - Ojeda, R. A., Lewis, J. D. and Robinson, S., 1995. Regional Integration Options for Central America and the Caribbean After NAFTA, North American Journal of Economics & Finance 6(2), 121 - 148.

13. IMF: Direction of Trade Statistics, Yearbook, 1986 - 2001.

14. IMF: International Financial Statistics Yearbook, 2001.

15. Krueger, A. O., 1999. Trade Creation and Diversion Under NAFTA, NBER Working Paper, No. 7429 (December).

16. Lucas, Jr., R. E., 1987. Models of Business Cycles, Basil Blackwell, New York.

17. Otrok, C., 2001. On Measuring the Welfare Cost of Business Cycles, Journal of Monetary Economics 47, 61 - 92.

18. Pironi, C. and Whalley, J., 1994. The New Regionalism: Trade

Liberalization or Insurance?, NBER Working Paper, No. 4626 (January).

19. Prebisch, R., 1950. The Economic Development of Latin America and Its Principal Problems. UNCLA. New York.

20. Prebisch, R., 1984. Five Stages in My Thinking on Development, in: Gerald M. Meier and Dudley Seers (eds.), Pioneers in Development, Oxford University Press, 175 - 191.

21. Ramey, G. and Ramey, V., 1995. Cross - Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth, The American Economic Review, December.

22. Singer, H. W., 1950. The Distribution of Gains between Investing and Borrowing Countries, American Economic Review, May, 473 - 485.

23. Tornell, A. and Esquivel, G., 1995. The Political Economy of Mexico's Entry to NAFTA, NBER Working Paper, No. 5322 (October).

24. Vamvakidis, A., 1998. Regional Integration and Economic Growth, The World Bank Economic Review, Vol. 12. No. 2, 251 - 270.

25. Van Wincoop, E., 1994. Welfare Gains from International Risk Sharing, Journal of Monetary Economics 34, 175 - 200.

26. Venables, A. J., 1999. Regional Integration Agreements: A Force for Convergence or Divergence? Policy Research Working Paper, No. 2260, World Bank.

(作者单位:复旦大学世界经济系 上海 200433  
南开大学国际经济研究所 天津 300457)  
(责任编辑: L)

(上接第 98 页)表是上市公司信息披露的三大财务报表之一)。同时,流动性也是传统金融体系解决信息不对称问题的重要手段——可置信威胁。因此,流动性是传统金融体系有效运作的前提。尽管从本质上讲流动性的需求和管理也是金融风险管理的一种形式,但它却是一种被动的风险管理方式,依赖于概率论中的“大数定理”,缺乏人力资本的主动投入。美国证券市场上的华尔街准则——消极地分散化投资就根源于此。同样这也是人们质疑传统金融体系有效性和生产性的焦点所在。20 世纪 90 年代美国风险资本的兴盛以及证券界对本杰明·格雷厄姆价值投资观念的二次发现都充分证明了上述观点。

这里我们强调的风险管理和风险控制隐含着积极主动参与的内涵。具体的讲,以风险资本运作为核心的新金融体系有效运转的前提包括两个层面:(1)微观上的风险管理。金融资产固有的风险可划分为三类:一是能够通过商业行为消除或规避的风险;二是能够转移给其他参与者的风险;三是必须在企业层面上积极管理的风险。伴随经济全球化和新金融体系的日渐形成,上述风险有进一步加剧的趋势。一方面,经济全球化和投资的中介化扩大了前两者的需求,经济发展的虚拟化趋势明显增强;另一方面,风险资本的兴盛强化了后者在风险管理中的重要性,并且风险资本运作所导致的证券化趋势再度扩大了经济虚拟化的程度。所以微观上的风险管理既是新金融体系形成的必然要求,又是新金融体系有效运转的前提。(2)宏观上的风险控制。这是经济虚拟化发展的客观要求(有学者称之为“金融癌症”)。作为世界各国证券市场改革与发展样板的美国证券市场,近期爆发的“安然事件”及其引起的连锁反应充分说明新金融体系下风险控制的必要性和紧迫性。宏观上风险控制的加强首先需要改革传统金融体系下的基本制度和基础设施,如会计制度、交易透明度以及信息披露内容的改革等等。另外,新金融体系下资本市场财富分配效应的增强也需要相应强化风险控制,主要表现在两个层面:一是一国内部的财富分配的两极分化;二是国与国之间的金融掠夺和“金融霸权”。以上两层面的矛盾都需要加强宏观上的风险控制和国际的合作

协调。

### (三)“新金融”体系发展目标的“二元化”

熊彼特指出,经济发展的根本现象是“生产手段的新组合”和信用。换言之,经济发展的本质是创新与金融发展的结合。熊彼特将新组合的实现称为“企业”,把职能是实现新组合的人们称为“企业家”。与奈特关于企业家是风险承担人的观点不同,熊彼特认为不确定性或者说风险是由资本家而非企业家承担的,企业家也可以承担不确定性,但必须等到其成为资本家之后。另外,熊彼特也并不看重资本对企业家的的重要性,因为他认为在信用制度发达的经济体系中,现代资本市场一般能够使企业家发现肯为其承担风险的资本家。熊彼特上述理想的资本市场直到 20 世纪 70 年代后才在美国首先形成,但与其最初提出的“大企业偏向论”并不相符合。熊彼特曾经提出,大型企业在集中的市场上运作,是技术进步的主要引擎。然而,大量实证研究的结果却表明,创新强度与企业规模和市场控制力量没有显著的关系,原因是在大企业内部存在着“软预算约束”问题。

风险资本运作的本质就在于提供了一个硬预算约束,也即提供了一个事后筛选机制,从而形成了创新项目和创新企业大量产生、大量消亡的优胜劣汰机制,避免了资源误配置问题。因此,可以说风险资本的运作提高了经济体系中的资源配置效率。一方面风险资本的运作避免了经济体系中的误配置问题;另一方面,风险资本的运作还通过有效解决信息不对称问题以及创新企业产权市场交易结构的兼容性问题,而重新构建了社会总资本再生产过程,保证了经济结构转换的高效率,从而促进了经济发展的可持续性。以上分析说明,风险资本的运作改变了传统金融体系发展目标的“单一化”,实现了金融体系发展目标的“二元化”,即新金融体系同时服务于风险资本和产业资本的循环与周转。因此,新金融体系可有效降低资本边际效应递减规律对经济发展的抑制作用。

(作者单位:西安交通大学经济与金融学院 西安 710061)  
(责任编辑: J)