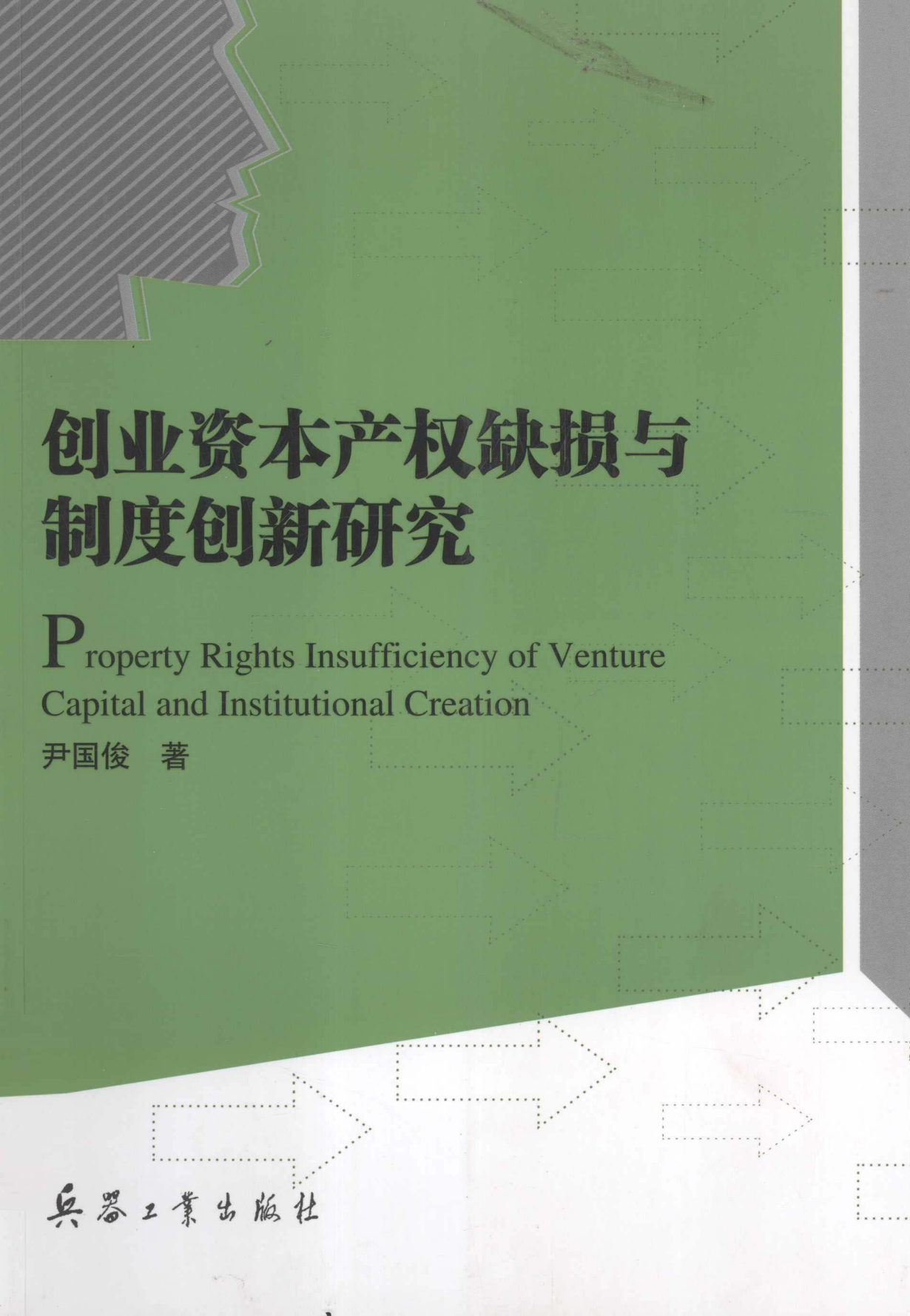


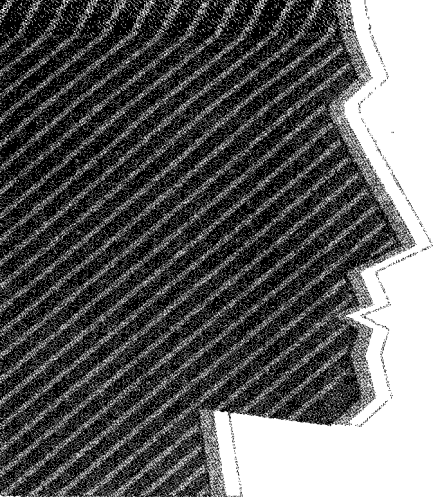


# 创业资本产权缺损与 制度创新研究

Property Rights Insufficiency of Venture  
Capital and Institutional Creation

尹国俊 著

兵器工业出版社



# 创业资本产权缺损与 制度创新研究

Property Rights Insufficiency of Venture  
Capital and Institutional Creation

尹国俊 著



兵器工业出版社

## 内 容 简 介

本书的研究思路是在新制度经济学的产权理论基础上,提出产权缺损的分析方式,分析产权缺损的经济影响,并把这一分析运用于我国创业资本的研究,认清我国创业资本的本质特征和症结所在。在深入分析我国创业资本产权缺损的制度成因后,提出制度创新的方向,得出促进我国创业投资发展的具体对策措施。围绕这个思路,本书采取规范研究方法、归纳与演绎研究方法、比较分析方法、案例分析方法等多种研究方法对我国创业资本进行了系统的研究。

本书可供创业投资的研究者和管理者参阅,也可供高等院校经济类和管理类专业师生学习参考。

### 图书在版编目(CIP)数据

创业资本产权缺损与制度创新研究/尹国俊著. —北京:兵器工业出版社,2012. 6

ISBN 978 - 7 - 80248 - 756 - 7

I. ①创… II. ①尹… III. ①企业管理—资本经营—研究  
IV. ①F275. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 130145 号

出版发行:兵器工业出版社

发行电话:010 - 68962596,68962591

邮 编:100089

社 址:北京市海淀区车道沟 10 号

经 销:各地新华书店

印 刷:三河市华东印刷有限公司

版 次:2012 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

责任编辑:常小虹

封面设计:中联学林

责任校对:郭 芳

责任印制:王京华

开 本:710 × 1000 1/16

印 张:19

字 数:350 千字

定 价:58.00 元

(版权所有 翻印必究 印装有误 负责调换)

# 目 录

## CONTENTS

|                                  |      |
|----------------------------------|------|
| 第一章 绪 论 .....                    | 1    |
| 一、研究背景与问题的提出 .....               | / 1  |
| 二、国内外文献综述——基于产权制度的视角 .....       | / 4  |
| (一) 产权的经济价值 .....                | / 4  |
| (二) 创业资本融资的制度安排 .....            | / 7  |
| (三) 创业投资组织机构的探讨 .....            | / 7  |
| (四) 创业投资管理契约的研究 .....            | / 9  |
| (五) 创业投资退出的制度安排 .....            | / 10 |
| (六) 创业投资制度环境分析 .....             | / 14 |
| 三、研究内容与方法 .....                  | / 18 |
| 第二章 我国创业资本的产权缺损 .....            | 23   |
| 一、产权缺损的含义 .....                  | / 25 |
| (一) 一般分析中产权完整性假定 .....           | / 25 |
| (二) 特定制度环境下的产权缺损 .....           | / 30 |
| (三) 创业资本产权配置及其考察 .....           | / 33 |
| (四) 案例: 当当网的剩余控制权之争 .....        | / 55 |
| 二、创业资本的筹资特征与产权缺损 .....           | / 58 |
| (一) 我国创业资本的筹资特征 .....            | / 59 |
| (二) 出资人对创业资本产权的侵蚀 .....          | / 61 |
| (三) 案例: 江苏省高新技术风险投资公司的组织构建 ..... | / 68 |
| 三、投资运作中的产权缺损 .....               | / 69 |
| (一) 投资对象选择的偏差 .....              | / 70 |
| (二) 投资者与被投资者关系扭曲 .....           | / 72 |
| (三) 创业投资企业管理人增值服务缺位 .....        | / 73 |
| 四、退出环节中的产权缺损 .....               | / 76 |

|                                     |            |
|-------------------------------------|------------|
| (一)可供选择的退出方式                        | / 76       |
| (二)资本退出与产权价值的实现                     | / 79       |
| (三)退出的制度性障碍                         | / 81       |
| <b>第三章 产权缺损对创业资本的影响分析 .....</b>     | <b>89</b>  |
| 一、产权缺损条件下的创业资本活动规模                  | / 89       |
| (一)产权外部收益内部化的成本                     | / 89       |
| (二)创业资本活动的边际分析                      | / 90       |
| 二、创业资本组织的激励与约束                      | / 92       |
| (一)产权组织效率的测量                        | / 92       |
| (二)创业资本公司制与有限合伙制组织机构的比较             | / 93       |
| 三、创业资本的动员效率                         | / 95       |
| (一)出资人的逆选择                          | / 96       |
| (二)不稳定的创业资本来源                       | / 102      |
| 四、创业资本配置效率                          | / 104      |
| (一)价格管制的非效率均衡                       | / 104      |
| (二)产权缺损与创业资本贬值                      | / 107      |
| 五、创业资本的循环效率                         | / 110      |
| (一)创业资本的循环效率                        | / 110      |
| (二)我国创业资本退出渠道考察                     | / 113      |
| (三)创业投资项目的退出效果                      | / 114      |
| (四)我国创业投资机构的收入                      | / 116      |
| 六、产权状况影响创业资本运营绩效的国际例证——美国、日本比较分析    | / 117      |
| (一)美国创业资本的运营及其产权构建                  | / 118      |
| (二)日本创业资本运营及其产权制度构建                 | / 131      |
| (三)美国与日本创业资本运营绩效比较                  | / 154      |
| 七、案例                                | / 161      |
| (一)东海创业投资有限合伙企业的危机                  | / 161      |
| (二)记忆中的瀛海威:卡在中兴发喉咙的鸡肋               | / 164      |
| <b>第四章 制度安排与我国创业资本产权缺损的形成 .....</b> | <b>173</b> |
| 一、创业需求抑制下的强制性制度变迁                   | / 174      |
| (一)对制度变迁的理解                         | / 174      |

|                                     |            |
|-------------------------------------|------------|
| (二)我国创业资本发展中政府的主导作用                 | / 176      |
| (三)强制性制度变迁的局限                       | / 179      |
| (四)国家政策扶持机制缺位                       | / 182      |
| 二、创业活动不够活跃                          | / 183      |
| (一)保护创业的法律体系尚不健全                    | / 184      |
| (二)创业文化不够成熟                         | / 186      |
| 三、创业资本相关法律法规不健全                     | / 187      |
| (一)创业资本组织制度的法律局限                    | / 187      |
| (二)资金来源渠道中的法律障碍                     | / 192      |
| (三)涉及退出环节的法律法规不健全                   | / 197      |
| 四、投资中介服务与管理滞后                       | / 197      |
| (一)创业企业的评估困难                        | / 198      |
| (二)缺少恰当的项目筛选评估体系                    | / 199      |
| (三)增值服务缺位                           | / 200      |
| 五、多层次的资本市场体系不健全                     | / 202      |
| <b>第五章 我国创业资本制度的目标模式与创新特征 .....</b> | <b>207</b> |
| 一、影响创业资本制度变迁的制度因素                   | / 207      |
| (一)政府政策、法律或法规                       | / 207      |
| (二)生产要素的相对价格                        | / 208      |
| (三)组织和文化因素的影响                       | / 209      |
| 二、我国创业资本创新目标制度的功能与要求                | / 209      |
| (一)创业资本制度体系应具备的功能                   | / 209      |
| (二)创业资本制度变迁的要求                      | / 210      |
| 三、创业资本制度变迁的视角                       | / 211      |
| (一)制度变迁的切入点                         | / 211      |
| (二)创业资本制度变迁的内容                      | / 211      |
| 四、创业资本制度变迁的目标                       | / 212      |
| (一)从产权缺损到完整私人产权                     | / 212      |
| (二)完整私人产权的制度效果                      | / 215      |
| 五、创业资本制度变迁的特征                       | / 216      |
| (一)渐进式的路径依赖                         | / 216      |
| (二)地方政府的供给主导和创业资本主体的需求相结合           | / 217      |
| (三)自主创新与外部移植相结合                     | / 218      |

|                                  |            |
|----------------------------------|------------|
| (四)局部改革与整体推进相结合                  | / 219      |
| (五)政府资金的导向功能将长期发挥作用              | / 219      |
| <b>第六章 我国创业资本制度创新的政策思路 .....</b> | <b>221</b> |
| 一、政府作用的重新定位                      | / 222      |
| (一)制度变迁方式的选择                     | / 222      |
| (二)诱致性制度变迁中的政府行为                 | / 226      |
| (三)培育“第一行动集团”                    | / 229      |
| (四)实施有利于创业资本发展的税收与金融政策           | / 233      |
| (五)支持投资银行广泛参与创业资本                | / 242      |
| (六)培育创业文化                        | / 244      |
| 二、促进社会资本向创业资本的转化                 | / 245      |
| (一)积极构建激励与约束相容的创业资本组织            | / 245      |
| (二)努力吸引境外优质创业资本                  | / 250      |
| (三)为保险资金和银行资金进入创业资本领域提供条件        | / 252      |
| (四)鼓励上市公司参与创业投资                  | / 255      |
| (五)通过“民办官助”方式为创业资本提供补充性资金来源      | / 257      |
| 三、完善创业资本的运作机制                    | / 257      |
| (一)从信贷投资或产业投资到创业投资               | / 257      |
| (二)培养创业资本经营所需要的复合型人才             | / 258      |
| (三)加强各种中介机构建设                    | / 259      |
| (四)强化投资激励与约束机制                   | / 260      |
| 四、促进多层次资本市场的健康发展                 | / 262      |
| (一)规范创业板的运行机制                    | / 262      |
| (二)稳健推进主板市场的改革                   | / 266      |
| (三)进一步完善技术产权交易市场                 | / 266      |
| (四)鼓励主板上市公司并购创业企业                | / 270      |
| <b>参考文献 .....</b>                | <b>272</b> |
| <b>附 录 .....</b>                 | <b>276</b> |
| <b>后 记 .....</b>                 | <b>295</b> |

# 第一章

## 绪 论

### 一、研究背景与问题的提出

自 2006 年 3 月《创业投资企业管理暂行办法》实施以来,在国家发展与改革委员会等十部委规章和相关扶持政策的支持下,中国创业投资业快速起步。根据科技部发布的《中国创业投资行业发展报告 2010》,截至 2009 年末,全国备案创投企业达 483 家,所管理的资产规模达 965 亿元(不含承诺资本)。目前,我国创业投资发展已经渐进佳境:第一,管理模式正在从自我管理向委托管理过渡。从世界各国创业投资企业的管理模式看,通常而言,在发展初期,由于缺乏可以信赖的专业管理机构,创业投资企业往往采取自聘管理团队方式实行自我管理;当发展到一定阶段,市场上已经涌现出专业管理机构后,新组建的创业投资企业就往往不再自聘管理团队,而是委托已经取得既有业绩的创业投资企业和创业投资管理机构管理其投资运营事宜。成长中的中国创业投资业也已经体现出世界创业投资业发展的一般规律。截至 2009 年末,采取自聘管理团队管理模式的占比为 81.37%;委托管理的占比达 18.63%。第二,资本来源结构正由国有为主向民营为主过渡。国有机构占比从 2006 年的 79.54% 下降到 2009 年的 62.47%;而非国有机构、个人和外资占比从 2006 年的 20.46% 上升到 2009 年的 37.53%。第三,坚持以创业投资作为主营业务的专业化运作取向。2006~2009 年,在创业投资企业的全部自有资产中,直接用于从事创业投资和主要通过“投资于其他创业投资企业”间接从事创业投资的资产运用占比之和均高于 70%。第四,坚持成长性而不唯高科技的行业取向。从对不同行业的投资案例和投资金额分布看,2006 年~2009 年,创业投资企业对传统制造业产业、金融服务产业等行业的投资占比均较高。从案例数量看,投资传统制造



业的案例占比在 2007 年跃升为第二位,在 2008 年跃升为第一位,投资于金融服务产业的案例占比在 2009 年跃升为第一位。从金额看,投资传统制造业的金额占比在 2007、2008 年两年稳居第一位,2009 年居第二位,投资于金融服务产业的金额占比在 2009 年跃升为第一位。第五,坚持“适度中长期投资”理念。在国外,创业投资的平均持股时间通常长达 3 年。2008 年以后,我国创业投资持股 2~4 年的股本退出案例和股本退出金额总体上一直是全部退出案例和退出金额的主流。

但是,我国创业投资发展中仍然存在许多问题需要解决,表现在:第一,创业投资行业发展所处的资本市场不健全。首先,创业投资退出机制不完善。创业投资的退出机制是创业投资行业成败的最终决定因素。创业投资退出机制是指创业投资机构在其所投资的创业企业发展相对成熟之后,将所投资资金由股权形态转化为资金形态的机制和相关的配套制度。通常创业投资退出机制包括公开上市、出售股份、回购和破产清算。一般情况下公开上市是投资者最愿意得到的结果,而破产清算则是投资者不得已而为之的手段。随着“创业板”市场在我国建立,原本不完善的创业投资退出机制得到极大发展,但是“创业板”市场也产生了类似于“不创即富”等不利于创业投资行业发展的问題,又由于金融危机的影响,我国刚刚诞生的“创业板”市场在创业投资退出机制方面的作用较为有限,并没有很好地促进创业投资行业的发展。其次,创业投资结构不合理。创业投资行业的资金来源可分为政府方面的来源和私人方面的来源。前者主要包括:政府拨款即通过预算资金建立官方背景的创业投资基金、政府贴息或担保的贷款、政府采购、政府直接对研发环节的投资。后者则主要指:养老基金、银行资金、保险基金、大公司内部的创业投资基金、捐赠基金以及“天使投资”。其中较为合理的结构是养老基金、银行资金和保险基金为主(超过 70%),大公司内部的创业投资基金次之,政府和私人投资为辅。我国当前创业投资行业资金来源为政府投资和国有商业银行投资为主,两者约达我国创业投资行业资金来源总量的 45%,而包括国有企业在内的公司投资占 45%,私人投资所占比重仅为 10%。特别是中华人民共和国《保险法》《养老基金管理办法》严禁或严格限制用保险基金和养老基金等相关资金进行创业投资。再次,创业投资项目不足。从根本上来讲,这是由我国科研成果市场转化率低而决定的。当前,我国的科研成果研发速率不够高,同时科研成果投向产业化经营和商品市场更为有限,这便从根本上导致了作为创业投资行业发展的基础——投资项目不足。第二,创业投资行业发展的外部环境不完善。首先,政策支持缺乏连贯性。创业投

资行业的发展过程中政府扮演着重要的角色。20 世纪 40 年代自下而上产生的美国创业投资行业处于起步期,美国政府在 50 年代开始综合利用财政、金融、税率、利率等政策对其大力扶持,美国创业投资行业才得以突飞猛进地发展,既促进了美国经济发展又推进了美国科技进步。与之相比,我国创业投资行业 1985 年开始由中央政府主导、地方政府支持,更具有直接性。但是政策综合化程度明显不够,且关键是缺乏连贯性。其次,相关法律法规不健全,产权与专利保护有待进一步加强。随着我国法制化进程的不断提高,与我国创业投资行业发展相关的法律法规不断完善和进步,但是,还是存在一些不尽如人意的地方,特别是对于产权的划定不清和专利技术的保护力度不足严重阻碍了创业投资的发展。第三,创业投资行业发展的基础条件不成熟。首先,创业投资中介服务机构有待发展。信用评级、投资咨询与服务等创业投资的中介服务机构是创业投资行业得以发展的推动力量,起到了创业投资项目与创业投资者之间的纽带与桥梁的作用。但是与国际创业投资中介机构发展的程度相比,我国的创业投资中介服务机构还处于萌芽阶段。其次,创业投资专业化人才匮乏。创业投资对人才综合素质要求很高,不仅需要金融、财务、管理、谈判等多种知识和能力的支撑,而且要对产业技术领域有着独到的见解和眼光,同时还需要有创业投资理念、团队合作精神,这样的复合型人才是我国创投行业最为缺乏的重要资源之一。就是在这种情况下,许多本土创业投资机构在创业投资的定位方面存在误区,既想做受资企业的投资人,又想做受资企业的管理者,在提供增值服务及后续管理的基础上过度干预企业的日常经营,这不仅对本土创业投资的专业化程度影响很大,而且还会导致创业企业的业绩下降。

基于以上分析我们可以看到,我国创业投资的发展经过 2000 年以后的快速发展和金融危机的考验后,进入了一个崭新的发展阶段。这一发展阶段的重要表现是创业投资在广度与深度上的不断拓展:广度上,创业投资的融资渠道、组织模式、投资方式、退出形式日益多样化;深度上,创业投资的进一步发展触及到了深层次的制度与体制问题,其发展的速度与质量更多地取决于制度的创新,而不再是技术操作的进步。在这种新的形势下,我们如何理解业已取得的成绩?我国创业投资的症结在哪里?我国创业投资发展模式与特征是什么?简单地向美国模式靠拢是否可以解决我国创业投资发展遇到的瓶颈问题?我国创业投资的发展出路或制度创新的方向在哪里?这些重要问题是当前我们不得不面对并认真思考和解决的现实问题。

## 二、国内外文献综述——基于产权制度的视角

### (一) 产权的经济价值

产权制度是制度集合中最基本、最重要的制度,产权理论的发展有助于人们解释人类历史上交易费用的降低和各种经济组织形式的替换,并且与国家理论、意识形态理论一起成为制度变迁理论的三块基石。一般认为,产权不是指人与物之间的关系,而是指由物的存在及关于它们的使用所引起的人们之间相互认可的行为关系(E. G. 菲品博腾, S. 佩杰威奇, 1972, 1994)。产权安排确定了每个人关于物的行为规范,每个人都必须遵守他与其他人之间的相互关系,或承担不遵守这种关系的成本(R. Coase, 1937)。因此,对群体中通行的产权制度可以描述为,它是一系列用来确定每个人相对于稀缺资源使用时的地位和由此体现的社会关系(Douglass C. North, 1993)。

产权的基本功能可以概括为以下四个方面:激励功能、约束功能、外部性内部化和资源配置功能(刘凡, 2002)。合适的产权安排,是生产资源得以有效使用和优化配置的先决条件(Steven N. S. Cheung, 1983)。经济学意义上的“产权”只是当界定权利的费用与权利带来的好处在边界上达到相等时(也就是均衡时)才有意义;或者说只有当产权界定的收益大于产权界定的成本时,人们才有动力(或激励机制)去制定规则和界定产权。产权界定不清是产生“外部性”和“搭便车”的主要根源(Y. Barzel, 1988)。完备的产权应该包括资源利用的所有权利,这些所有权利就构成了“权利束”。权利束是一个“总量”概念,即产权是由许多权利(或权能)构成的,如果权利所有者对他所拥有的权利有排他的使用权、收入的独享权和自由的转让权,就称他所拥有的产权是完备的。如果这些方面的权能受到限制或禁止,就称为所有制(约等于产权,作者注)的残缺(Armen A. Alchian, 1962)。完备性的产权只是一种理想状态,实际生活中的任何产权不可能是完备的,这种不完备性或产权残缺大体可分为两种情形:一种是产权的主体因界定、保护和实现权利的费用太高而自动放弃一部分权利束(卢现祥, 2004);另一种情形是外来的干预(或侵犯),如国家的一些管制造成的产权残缺。但是值得指出的是,对任何产权主体来讲,尽管不能做到产权的完备性,但是关键权利束(如收益权、转让权等)的具备是有效产权的基本条件。阿尔钦与卡塞尔分析了权利的残缺与行为之间可能遵循的相互关系。所有权残缺可以被理解为是对那些用来确定“完整的”产权的权利束中的一些私有权

的删除,科斯的所有权特性问题也是指得到了很好确定的私有权。国家干预和管制是造成产权残缺的根源。产权缺损的重要后果是政治权力与财富的结合,而所有权完整的重要后果则是其分离。

在新制度经济学看来,一种产权结构是否有效率,主要看它能否为在它支配下的人们提供将外部性较大地内在化的激励。当内在化的所得大于内在化的成本时,人们倾向于界定或重新明确产权,产权的发展是为了使外部性内在化。内在化的增加一般会导致经济价值的变化,这些变化会引起新技术的发展和新市场的开辟,由此使得旧有产权的协调功能很差。不过在一个群体对私有制偏好既定的情况下,新产权的形成将是对技术和相对价格的回应,与效率的实现关系重大(H. Demsetz, 1967)。新制度经济学家也研究了产权的制度效率。所谓产权制度的效率就是制度成本与制度效用或收益的比较。以什么样的标准评价产权制度的效率,不同的学派有不同的答案,较有代表性的观点是布坎南和科斯的观点。

科斯等现代产权经济学家主张从产权制度成本角度来评价产权制度的优劣或效率高低。他们把制度的成本或制度的运作成本称为交易成本或交易费用。用交易成本评价产权制度效率正是对交易费用学说的最重要的应用。这种评价或比较包括三层意义:第一,对现存的不同产权制度的交易成本高低进行比较,从而做效率高低的的评价;第二,通过对不同产权制度的交易成本进行比较,从而对不同产权制度或不同交易方式进行取舍;第三,对不同产权制度变革的方案进行交易成本的比较,从而作出是否变革、怎样变革、朝什么目标变革的选择。他们认为,共有产权导致了很大的外部性。相比之下,在共有产权和国有产权下的许多外部性就在私有产权下被内在化了,从而产生了更有效地利用资源的激励。不同的产权安排对社会经济结构的影响是不一样的,同时,不同的产权安排也将对政府官员的行为产生重要的影响。布坎南(James M. Buchanan)作为新自由主义经济学家,坚持的是主观主义方法论,他是一个契约论者,他反对科斯关于产权制度效率评价的交易费用标准,认为:检验体制或规则(包括产权制度或规则)是否有效率,用不着客观主义的结果检验,而是从该规则下的交易者出发,只要交易者能在该规则下公开自由地交易或订立契约,交易者一致地认可这种作为决策规则的制度,该制度就是有效率的(James M. Buchanan, 1969)。

从产权的形式来看,主要有两种:一是共有制。共有制是将这种选择的产权权利分配给群体内的所有成员。二是私有制。私有制是给予人们对物品的那些必然发生矛盾的各种用途进行选择的权利(曹钢, 2001)。张五常(1996)认

为, 广义而言, 人类社会已知的产权结构存在三种形式: 第一种是私有产权; 第二种发生在苏联和东欧国家中, 权利是通过等级制度来定义的; 第三种可称之为“印度综合征”, 其中, 腐败权力已通过管制和许可制度制度化了。为什么私有产权较少地带来租耗? 因为私有产权可以排他性地使用、收益和转让。道格拉斯·诺斯指出, 私有产权能对政府行为形成一种制约, 而过大的公共领域必然会增加国家对经济的干预。公有制经济比私有制经济有着产生腐败现象和贿赂行为的更加广泛的客观基础。有效的制度可以降低交易成本, 但是, 非私有产权制度下的租耗却是在侵蚀制度、违背规则的条件下产生的一种不必要的损耗。不同产权安排的运作成本是不一样的。共有产权节约了类似于私人产权的界定和执行成本, 但是产生了更高的类似于“租耗”的其他形式的交易成本。私有产权较少地带来租耗, 但相应的界定和执行成本也是比较高的。由于存在信息成本, 任何一项权利都不是完全界定的。一部分没有界定的权利作为有价值的资源被留在了“公共领域”里。公共领域里全部资源的价值也叫做“租”。产权界定的演进过程有理论上的均衡状态(没有人愿意偏离这个状态): 对每一个潜在的寻租者而言, 寻租的边际成本等于该寻租者在其已经享有的权利下能够得到的租的边际增量(汪丁丁, 1997)。德姆塞茨认为, 当一种公共资源的经济价值上升时, 公众倾向于把这种资源的产权界定得更加清楚。而张五常和巴泽尔都指出, 决定了产权界定的不是资源的总价值(租), 而是资源对特定个人(潜在寻租者)的价值减去攫取资源所需的成本(寻租成本), 即资源的净价值(净租)。

按照西方产权理论分析, 租金一般都存在于公共领域, 公共领域的产权私有化过程也是交易成本产生的过程。当某一公共领域的私有产权形成以后, 寻租就失去了意义。因为公共产权私有化的过程也是一个租金内在化的过程。私有产权的产生和交易尽管带来了交易成本, 但是它减少了公共领域由于缺乏产权约束而带来的租耗。我们可以把公共领域产权界定过程看作是一个寻租过程。从长远和动态的过程来看, 公共领域的私有产权形成后, 其交易和演进主要是一个交易成本问题了。但在非私有产权制度下, 公共领域的租金分配过程主要是一个设租与寻租的博弈过程。这种租耗(或者称为制度运作费用)可能会远远高于私有产权制度下的交易成本。

总的情况是, 国内外的学者都关注的是完整产权的特征及其交换, 并分析其产生的效率, 认为私有产权更加富有效率。对于不完整的产权(即阿尔钦与卡塞尔提到的所有制残缺)没有进行明确的界定, 更没有系统而深入地分析它对组织运行绩效所产生的影响。

## (二) 创业资本融资的制度安排

从新古典分析角度看,创业投资的融资取决于市场对于创业资本的需求强度。创业投资的需求因素对创业投资资本筹集起着重要的作用,供给和需求的均衡决定了创业投资承付资本额,也决定了价格即期望收益率的高低(Gompers & Lerner,1998)。这种需求更多地来自于资本市场本身,以股票市场为中心的资本市场体系下,创业投资市场更加有活力,创业投资的资本筹集和完善的公开权益资本市场有着很强的联系(Black&Gilson,1998)。其中,首次公开市场(IPO)的强弱是影响创业投资资本筹集的重要因素(Jeng & Wells,1997)。特定的市场环境有助于释放对于创业投资的市场需求。对硅谷历史及硅谷创业投资发展历史的研究证明,硅谷地区大量电子技术、半导体技术、信息技术的存在和这些技术的创新为硅谷创业文化和创业经济的形成提供了前提条件,而大量创业投资家和创业企业家的存在、专注于创业投资业务的法律机构、金融机构、创业文化等因素则是硅谷创业投资发展赖以生存的支持体系(Martin Kenney,2000)。这其中,税收环境尤其重要,资本利得税降低,通过创业企业家对创业投资资本的需求,促进了创业投资资本筹集基本机制的形成(Gompers & Lerner,1998)。这一机制的形成,离不开政府的引导,政府引导民间资本参与创业投资促进创业投资产业健康发展的必然选择。民间资本参与创业投资具有坚实的逻辑基础,它不仅是创业投资的始作俑者,而且可以为创业投资发展提供充足的资金供给,有利于优化产业结构,健全创业投资体系。创业投资过程的高风险性和结果的外部经济性可能大大弱化民间资本参与的积极性,政府有必要加大制度供给力度,构筑完善的创业投资制度环境(杨明华,战绍磊,2007)。

但是外部需求还不足以拉动现实的资本供给,还必须要借助于组织内部的制度安排来提供资本转化的装置。在以公开权益资本融资的创业投资市场上,由于信息的搜寻成本很高,弱化的信息产权无法为搜寻信息的投资者提供足够的预期收益,任何创业投资者都不可能通过搜寻信息获得更好的市场地位,从而都没有动力去搜寻创业投资信息,都想搭其他创业投资者的“便车”,出现了博弈论中典型的“囚徒困境”现象,私人权益资本融资是创业投资者较佳的融资制度安排(张文强,2010)。

## (三) 创业投资组织机构的探讨

创业资本流动主要有直接流动和间接流动两种方式。通过两种流动方式的交易成本比较,发现间接流动方式具有无与伦比的制度优势。因为创业资本间接流动方式降低了发现具有潜在增长价值的创业企业的信息搜寻成本与创

业企业的签约成本,减少了监督执行成本,同时三方互动的契约关系、显性的激励合同、隐性的激励机制都减少了交易成本的发生(郭四代,杨鹏,李富田,2007;张建国,2007)。Hellmann(2006)认为,最优契约是在并购时给创业投资家比在IPO时更多的现金流量权,这样能够有效地激励创业投资家。创业投资组织形式和治理结构直接决定和影响创业投资效率。一种有效的创业投资组织形式其治理结构应解决的两个基本问题:激励约束机制问题和选择、监督的成本与效率问题(成力为,王轶群,梁河,2005)。熊季霞(2005)认为创业投资领域的信息不对称问题远较一般行业严重,这就需要通过一定的制度安排来降低信息成本,改善信息利用机制,抑制代理风险。学者们在对创业投资组织模式绩效的讨论中重点关注的问题有两个:一是创业投资组织模式中所存在的“委托—代理”问题及其治理;二是对创业企业家的激励约束。并把这两个问题作为判断创业投资组织模式绩效优劣的重要标准。山东财经学院的孙莉(2006)认为合理的约束与激励机制可以降低风险基金经理人的道德风险。浙江大学的王满四(2005)认为,因为委托代理问题而导致的逆向选择风险和道德风险,尤其需要投资者加强自我保护,建立有效的投资者自我保护机制。公司制和有限合伙制是现代创业投资两种主要的组织制度。创业投资公司治理的问题比普通公司的更为突出和复杂(唐红娟,2007)。

那么创业投资组织形式的选择受哪些因素的影响呢?

Sahlmon(1990)指出,有限合伙制成为美国20世纪80年代以后创业投资机构典型的组织形式,其主要原因是因为养老基金、大学捐赠资本、慈善基金等机构投资者为免税实体,采用有限合伙制的创业投资机构组织形式可以保持这些机构投资者的免税地位。中国建设银行的王春华(2006)结合国外成熟创业投资的风险控制机制,具体分析企业治理结构中的风险控制和创业投资运作过程中的风险控制,其结论是我国创业投资机构更大的问题是在企业治理结构上,最重要的因素是人的因素。这其中,学者特别关注创业投资家声誉的作用。谈毅(2006)用委托—代理理论研究了创业投资家的代理风险表现与控制机制,得出了激励约束契约的设计,如与基金相关的限制条款,“声誉效应”对创业投资家行为的控制等。田增瑞(2005)提出,在投资者和创业投资企业之间,创业投资企业应承担无限责任,并应建立信誉机制。姚佐文、陈晓剑和汪淑芳(2003)通过构建声誉模型分析了有限合伙制下对创业投资家的监控,强调了声誉效应在解决不对称信息环境下的道德风险和激励问题的有效作用。金永红等(2003)建立了创业投资家考虑声誉的两阶段动态融资模型,认为受声誉影响,创业投资家的努力程度会大大提高;受影响的时间越长,声誉对创业投资家

的激励作用越大,创业投资家的努力程度越高。这些研究很多都通过建立数学模型的方式,证明报酬机制和声誉机制的重要性。

从以上分析出发,国外学者们对于组织效率的认识基本一致,一般都认为,有限合伙制比较适合创业投资的发展。Sahlmon(1990)指出,有限合伙制创业投资机构下,创业投资家和投资者间的契约设计能有效解决二者之间的利益冲突,有限合伙契约能对创业投资家起到最有效的激励约束作用。独立的私人权益资本企业(即有限合伙制创业投资企业)是在典型的股份分散的公司制基础上得到巨大改进的组织形式(Sahlmon, 1990; Jensen, 1993; Shleifer & Vishny, 1997)。国内学者的观点略有不同。一般认为美国的有限合伙制的创业投资组织形式较好解决了激励约束问题,有限合伙制是最理想的组织形式(梁欣然, 2000)。相对于公司制和普通合伙制而言,有限合伙制在出资制度、责任制度、管理制度、分配制度、存续制度等方面都是一种创新,适应创业投资的运行特点和实际需要,通过比较,有限合伙制能有效解决创业投资公司治理问题,具有较高的运作效率和治理效果,是创业投资组织制度的理想选择(唐红娟, 2007)。刘鹤扬(2005)从公司内部创业投资的结构缺陷、创业投资基金组织结构的重要性方面对公司制创业投资进行研究和分析,认为有限合伙制优于公司制。认为公司制创业投资的组织形式可能并不适合也不应该成为大多数中国创业投资机构未来的发展方向,建立有限合伙制这一特殊的私人股权投资机构非常必要。因而,立法机关应加快有限合伙制的立法,借鉴其他国家的既有经验,明确社会对有限合伙的约束,同时明确有限合伙的合法权益(杨树明、李玲, 2004)。然而也有学者认为,有限合伙制无疑是我国创业投资公司的目标选择,有限合伙制从抽象的理论观点看可能是有利的,但由于它与制度结构中其他现行制度安排不相容,因而不适用的。制度变迁过程中,大多数制度安排都可以从以前的制度结构中继承下来。但作为过渡时期,还是考虑从公司制的基础上进行创新(谈毅, 2004; 杜沔, 刘贻佳, 2006)。创业投资机构组织形式宜以公司型尽快起步,并创造条件发展有限合伙组织形式。他们都强调中国以公司制作为现实选择,逐步过渡到有限合伙制(刘健钧, 1998; 鲍志效, 2003)。郭建鸾(2004)则进一步指出,有限合伙制更适合于早期阶段的创业投资和高科技类型的创业企业,晚期阶段及传统行业则可以采用公司制。而且,创业企业的发展阶段信息特征影响着创业投资基金的组织形式选择。

#### (四)创业投资管理契约的研究

创业资本投资问题的研究一般集中于创业投资家与创业企业家之间关系



的探讨,即创业资本治理问题。这个问题的关键在于资产所有权决策,交易成本经济学提示我们,资产所有权、控制权对公司绩效至关重要(Fitza, Markus, Matusiki, 2009)。在创业投资家和他们投资的企业之间,存在着类似于公司高管团队和他们的业务单元的经理们之间的那种潜在的利益冲突或代理成本。创业投资家介入被投资企业管理的程度各不相同,这也与公司及其业务单元之间的关系颇为相似(Elaine, 2009)。上海交通大学的金永红(2003)等人分析了创业投资过程中存在的逆向选择风险对创业投资机构的影响,讨论了在创业投资中制定适当的剩余索取权和控制权分配契约来吸引优秀创业企业家的重要性和必要性。从创业投资家期望效用最大化的角度,并考虑企业家的参与和约束与激励相容,建立吸引优秀企业家的信息甄别模型。在创业企业这种以研发为核心的企业中,应该由创业企业家来决定产权比例,否则会影响其创新能力。当前中国创业投资机构改革的关键是加快国有资本的退出,实现产权结构的多元化,真正依靠市场机制来引导企业的发展(吴一平, 2005)。投资者在设计激励机制时,必须将创业企业家的努力引入产出函数,建立相应的整合激励模型,分析影响创业投资家和创业企业家激励强度的若干因素(应瑞瑶, 赵永清, 2007)。

所以,创业企业的产权制度安排必须解决由于信息不对称而产生的道德风险问题,建立对创业企业家高层管理人员和核心技术人员的长期激励和约束机制。创业企业应该建立以下几种产权制度:核心技术人员持股、高层管理人员持股、股票期权和股份期权、创业投资家的股权设置与安排(解德强, 邓晓益, 2005)。契约设置应关注以下几个方面:合理设计交易工具;治理结构的有效安排;充分利用信誉机制;采取分段投入资本;参与企业的增值服务(王雁茜, 周启功, 2007)。然而,约束和激励机制在一定程度上可以缓解创业投资运作过程中,由于信息不对称而导致的委托代理问题,但这种措施只能解决浅层次的问题。只有从制度安排上,即从创业投资的运作环境这一角度着手,才能从根本上解决创业投资过程中的委托代理问题(乔桂明, 卜亚, 2004)。

#### (五) 创业投资退出的制度安排

创业投资的成功退出是实现创业投资增值的基本前提,是创业投资在时序上和空间上不断循环的保证。但由于在退出过程中存在很多不确定性因素的影响,加上相关的退出信息的不公开性,使得国内外学者很难获得足够的信息进行研究和探讨,这就使得对于退出决策的研究进展缓慢,直到2000年以后才逐渐发展起来。目前,关于创业投资退出机制的研究大体上遵循着两条思路: