

胡海峰◎著

美国创业资本 制度与市场研究



人民出版社

胡海峰◎著

美国创业资本 制度与市场研究

 人 民 出 版 社

策划编辑:郑海燕

责任编辑:万 琪

装帧设计:肖 辉

图书在版编目(CIP)数据

美国创业资本制度与市场研究/胡海峰著.

-北京:人民出版社,2008.1

ISBN 978-7-01-006735-3

I. 美… II. 胡… III. 资本市场-经济制度-研究-美国
IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 196052 号

美国创业资本制度与市场研究

MEIGUO CHUANGYE ZIBEN ZHIDU YU SHICHANG YANJIU

胡海峰 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京市文林印务有限公司印刷 新华书店经销

2008 年 1 月第 1 版 2008 年 1 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:9.5

字数:227 千字 印数:0,001-3 000 册

ISBN 978-7-01-006735-3 定价:21.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

目 录

第一章 美国创业资本的制度安排与制度变迁	(1)
第一节 美国创业资本制度安排的起源	(1)
第二节 美国创业资本制度变迁的形式	(8)
第三节 美国创业资本制度变迁的主体	(21)
第四节 美国创业资本制度变迁的动因	(22)
第二章 美国创业资本的运行机制	(27)
第一节 美国创业资本运行的特点	(27)
第二节 美国创业资本的组织形式	(32)
第三节 美国创业资本的运作方式	(37)
第三章 美国创业资本市场的规模与结构分析	(48)
第一节 美国创业资本市场近年的演变特征	(48)
第二节 创业资本对美国经济发展的影响和作用	(58)
第三节 股市泡沫对美国创业资本市场的影响	(62)
第四章 美国创业资本市场的合约分析	(82)
第一节 美国创业资本的合约特征	(82)
第二节 美国创业资本循环各环节的合约分析	(88)
第三节 美国创业资本实际合约与理论合约的比较	(108)
第五章 美国创业资本的退出机制	(114)
第一节 退出机制与创业资本的成功	(114)

第二节	美国创业资本的退出方式	(117)
第三节	纳斯达克股票市场与创业资本的退出	(126)
第六章	美国创业资本的宏观经济效应	(134)
第一节	美国创业资本的宏观经济效应	(134)
第二节	创业资本对宏观经济的作用机制	(138)
第三节	创业资本作用机制的实证分析	(150)
第七章	美国创业资本的集聚现象和集聚特征	(156)
第一节	美国创业投资行业的区域集聚特征	(157)
第二节	美国创业投资行业区域集聚现象的成因	(162)
第三节	美国创业投资行业区域集聚的效应	(175)
第八章	专业化、机构化与美国的创业投资	(187)
第一节	KPCB 的基本情况	(188)
第二节	KPCB 的特点	(191)
第三节	从 KP 的发展历程看美国创业投资机构的成功 经验和发展趋势	(195)
第九章	美国政府的公共政策与创业资本的发展	(210)
第一节	美国政府干预创业资本的方式	(210)
第二节	美国政府的公共政策对创业资本的作用	(215)
第三节	美国政府的公共政策对我国的启示	(219)
第十章	美国创业资本的国际化 and 创业资本的全球化	(223)
第一节	美国创业资本的国际化	(224)
第二节	创业资本的全球化趋势	(241)
第十一章	美国与德国创业资本市场差异比较分析	(247)
第一节	美国与德国创业资本市场的差异	(248)
第二节	美国与德国创业资本市场差异形成的原因	(261)
第十二章	美国发展创业资本的经验与启示	(274)

第一节 美国创业资本发展的成功经验	(275)
第二节 美国创业资本制度的若干启示	(283)
参考文献	(287)
后记	(298)

第一章 美国创业资本的制度安排与制度变迁

美国的创业资本市场无疑是目前世界上规模最大、发展最为完善的创业资本市场。经过五十多年的发展，它已经形成了一套比较系统的创业资本制度安排，为美国技术创新型企业的成长与发展提供了必要的资金和管理支持，对促进整个美国高新技术行业的发展起到了至关重要的作用。本章将对美国创业投资的发展做一个比较全面的回顾，从制度安排的角度对美国的创业投资市场进行分析，找出其变迁的原因和动力所在，并期望能对我国创业资本市场的发展提供一些借鉴。

第一节 美国创业资本制度安排的起源

制度安排就是管束特定行动模型和关系的一套行为规则，也是支配经济单位之间可能合作与竞争的一种安排。制度安排可以是正式的，也可以是非正式的。在美国创业资本市场上，一套包括了资金筹集、投资、投资监控和退出渠道的制度安排对美国的创业资本投资起到了引导和约束的作用，而本章要对美国创业资

本投资进行一个比较系统的分析，我们的首要工作就是对美国创业资本发展的几个阶段有一个比较明确的了解。按时间顺序，美国的创业资本发展可以分为三个阶段。

一、美国创业资本发展的几个阶段

1. 起步阶段（1946～1969 年）

这个时期开始于第二次世界大战结束之后。经过了第二次世界大战，美国聚集了一大批优秀的科学技术人才，整个科学技术水平得到了空前的发展，以核技术和电子技术为特征的第三次产业革命蓬勃兴起；由于在战争中欧洲的工业设施大部分已经被摧毁，而美国发起的“马歇尔计划”在重振欧洲的过程中使得美国国外对美国产品的需求急速增加，美国国内的厂家都在想方设法使用新的技术来增加产出，这些因素在客观上构成了创业资本投资发展的前提条件。

在这个阶段，美国出现了第一个真正的创业资本投资企业 ARD（American Research and Development）（1946），这个企业创立的目的在于将不断增加的私人资本引入到那些缺乏有效融资渠道的新兴企业或小型企业中去；此外就是要创立一个既提供资金又提供管理技巧支持的投资机构，ARD 是作为一个在证券市场上公开交易的封闭式基金而存在的，投资者可以像买卖股票一样在交易所内进行交易。这也反映出这个时期的人们确信，管理技巧或专业知识与资金一样，都是企业发展成败的关键。

另外，第一个以有限合伙制形式组织的创业资本投资企业——Draper、Gaither 和 Anderson 也在这个期间出现了。这个企业成立于 1958 年。与 ARD 类型的企业不同的是，有限合伙制的创业资本投资企业有一个固定的存续期，而且，他们不受许多美国证券监管条例〔包括 1940 美国投资公司法（Investment Com-

pany Act of 1940)] 的管制,投资者可持有接受合伙制企业投资的公司的股票,掌握何时进行变现的时机,这能对那些大的机构投资者产生比较大的吸引力,但由于其他的原因,有限合伙制在这个阶段没有得到充分的认识和发展。在这个时期的后期阶段,还出现了继 ARD 之后的另一个公开在证券市场上交易的创业资本投资企业 SBICs (Small Business Investment Companies)。SBICs 是由美国小型企业管理局 (SBA-Small Business Administration) 批准设立的向风险企业提供专业管理的私人资本的企业,在市场上公开交易。SBICs 允许使用 SBA 的贷款来充实自己的资本,并享受一定的税收优惠,这是政府资金与私人资本结合促进创业资本投资发展的一种新的尝试。

2. 发展阶段 (20 世纪 70 年代 ~ 1980 年)

经过起步阶段不断的尝试,在 1968 ~ 1969 年间,一个新的发行市场为许多 20 世纪 60 年代的投资提供了丰厚的回报和富有价值的投资经验,也带动了创业资本投资的发展,兴起了一批有限合伙制的创业资本投资企业。但一直到 20 世纪 70 年代,创业投资主要都是由一些富有的家庭、行业公司、金融机构对风险企业进行直接投资。

从 20 世纪 70 年代中期开始,创业资本投资遇到了一定的挫折。首先,在 20 世纪 70 年代经历了一定的经济衰退, IPO 市场,特别是为小型企业提供 IPO 的市场萎缩,投资者的退出渠道受到了阻碍;由于税务制度发生变化,资本利得税增加以及对 ESOPs 的课税方法改变,这使得以股票为基础的一系列补偿计划变得不再具有吸引力。因此,那些具备较强领导能力的创业企业家出现短缺,20 世纪 70 年代的这些变化不仅对创业投资起到了抑制作用,还使得不少资金的投向发生了变化,转向了非创业投资领域。

到了 1977 年，对于新兴企业缺乏投资的现象再度引起公众的关注，政府方面也对以前的政策在法规和税务制度方面针对创业资本的特性做出了一定程度的检讨和修正，这可以看做是以后快速增长的创业投资的前奏。其中最重大的变化是美国劳工部在 1978 年对 ERISA (Employee Retirement Income Security Act) 法案中“关于信托投资的审慎管理人原则 (prudent man)”条款的重新解释，这就放宽了养老基金的投资范围，使之可以进行创业资本投资，这在市场上几乎立刻起到了立竿见影的作用。在 1976 ~ 1978 年间，创业资本合伙企业从 ERISA 的养老基金中募集来的资金总额不足 500 万美元，而在劳工部对“关于信托投资的审慎管理人原则”条款的解释通过后的 1979 年前 6 个月中，创业资本合伙企业从同样的来源中募集的资金就达到了 5000 万美元。

3. 高速发展阶段 (1980 年 ~ 20 世纪末)

有限合伙制创业投资企业的发展与美国法律、税务环境的改善明显刺激了创业资本的供应量，而且，自 20 世纪 70 年代开始，信息产业和生物技术产业的蓬勃发展也增加了对创业资本的需求。在这些有利条件的影响下，从 20 世纪 80 年代开始，美国的创业资本投资产业进入了一个发展的高潮。

由于几个在 20 世纪 70 年代时候接受创业投资的公司 (Apple Computer, Genentech, Intel, Federal Express, Qume Corporation, 和 Tandem Computers) 的成功，大量的资本开始涌入了创业资本市场，其中，投向创业资本合伙企业的资金从 1980 年的 6 亿美元增长到了 1984 年的 30 亿美元，足足增长了 5 倍。而对上面所说的那几个成功的风险企业进行投资的合伙制投资公司，它们在 20 世纪 70 年代后期的年回报率超过了 20%。在这种形势下，不少创业资本企业不断将已经收回的投资再投入到风险企业中去。在这个期间，创业资本投资在 20 世纪 90 年代初经济不

景气的时候曾经有过一定程度的衰退，但在 20 世纪 90 年代后期到 2000 年间，互联网产业与生物医药产业的兴起再度吸引了大量的投资，将创业投资推向了一个顶峰。

在这个期间的创业投资还出现了一些新的内容。如，创业资本企业更愿意与投资者合作发展一定的业务，他们不仅从投资者（即有限合伙人）那里接受投资，而且他们还与投资者开展各种类型的合作。一个典型的例子就是著名的创业资本企业——软银（Softbank）与它的一个有限合伙人 K-Mart 联合设立了一个合资公司，这个公司利用了软银在信息技术方面所特有的专长和技术渠道，向普通客户免费提供互联网接入服务、网上打折商店以及来自于雅虎（Yahoo!）的一些相关服务等，以此来增加 K-Mart 的销售额。

这个时期的另外一个重要现象就是，虽然有限合伙制在创业资本投资中仍占有优势地位，但是在 20 世纪 90 年代，一些公开交易的创业投资基金再度兴起。这种复兴包括的方式有：纯粹的创业投资基金的出现，如 Internet Capital Group，这个组织是一个创业投资基金与营运公司的复合体（利用自己的专长，发展相关产业）；还有就是出现了一些包含有“孵化器”的营运企业。

二、美国创业资本制度变迁的起源

创业资本市场是一个以高度信息不对称、高度不确定性和高风险为特点的市场。在这个市场的参与者——投资者（Investors）、创业资本家（Venture Capitalists）和创业企业家（entrepreneur）之间，存在着专业知识、风险厌恶程度、禀赋等因素之间的巨大差异。

在创业资本市场上，投资者是创业资本最重要的来源，他可

以根据自己对回报率的要求和风险的厌恶程度等因素决定自己所拥有的资本的最终投向。但作为投资者而言，因为关注自己的资金安全，所以投资者始终都是一个风险的厌恶者，但在投资者之间，仍存在着风险厌恶程度的差异。这些创业投资者期望自己的投资回报率能高于传统行业的投资回报率，因此他们才将资金投向了这个风险很高的领域。他们的收入形式通常表现为资本利得、分红等。

而创业企业家在创业资本市场上掌握着某种特定的知识，他们往往具有一个良好的创业构思或专利技术，但由于信用和渠道的原因，他们却无法通过传统的渠道——如银行贷款或在证券市场上募集资金——获取将自己的创业构思或专利转化为实实在在的商业运作的资本。其收入往往要等到企业成功后才能实现。

创业资本家则是这个市场上的积极参与者，但他却不是伴随着投资者或创业企业家一起出现的。创业资本家在这个市场中扮演了一个中间人或联络人的角色，当然，他的功能不仅仅局限于中间人或联络人。通常的创业资本家应该具有丰富的管理知识，对某一个行业或某一项技术有一定程度的了解；此外，现代的创业资本家还应该是一个投资银行家，拥有灵通的信息和融资渠道；创业资本家还经常为企业提供管理咨询方面的服务，为企业联络供应商或客户。创业资本家的收入形式往往有管理费用（作为有限合伙投资企业的普通合伙人的收入）、分红收入和风险企业的管理咨询服务收入等。

从上面列举的美国创业资本市场发展的三个阶段来看，在美国创业资本市场发展的起步阶段所采用的主要制度形式中，并不存在着创业资本家这么一个角色。此时的投资者对创业企业家的投资通常采用直接的方式，两者在创业资本市场上相互搜寻，但这种搜寻往往是低效而且盲目的，交易费用居高不下；即使双方

偶尔达成了投资的协议，由于投资者缺乏相关的专业知识，而创业资本家却拥有大量的技术信息和企业运营经验，因此两者之间是一种高度的信息不对称状况，投资者面临着高风险，其所期望的效用最大化的实现受到一定程度的潜在威胁；而创业企业家在收到投资后，因为在他与投资者之间存在着较大的信息（专业知识、企业运行情况等）差距，因而对于投资者而言，他只能看到创业企业家行动的结果，而无法看到其行动过程和选择决策的制定。因此，这就在委托人（投资者）和代理人（创业企业家）之间产生了逆向选择的问题，市场迫切需要一个中间人来协调、缓和两者之间的矛盾。

随着创业资本家等中介人的出现，在投资者和创业企业家的关系中插入了一个新的影响因素，这也打破了市场原来的不正常均衡。创业资本家的出现在一定程度上减轻了委托人和代理人之间的信息不对称程度，减少了投资者的风险，提高了两者之间的搜寻效率，在一定程度上降低了交易费用；但由于创业资本家的加入，投资者与创业企业家之间又拉开了一定的距离。原来投资者直接选择与监督企业的功能就分解为中介机构选择、监督企业和投资者选择、监督中介机构两部分。虽然创业资本家也并不具有完全的专业知识，但却掌握了一定的信息渠道。此时，事实上，在投资者与创业资本家之间、在创业资本家与创业企业家之间又形成了两个委托—代理关系，信息不均衡的状态依然是存在的，但已经得到了一定程度的减轻。投资者因为与创业资本家之间存在着契约关系，因此他能借助于创业资本家的力量将一部分外部因素（如信息差异）内在化，赢得在原状态下无法取得的利润。同样，因为创业资本家身兼投资者代理人与创业企业家委托人的双重角色，在这三者之间也存在着某种程度的逆向选择和道德风险问题。

由以上分析可以看出，交易费用、风险、专业知识的差别等外部因素都可以对不同的市场参与者形成一定的外部利润，而对于这些利润来源的追求和改变往往就变成了制度变迁的起源。制度的安排和变迁就是为了更好地解决这些问题而存在的。

第二节 美国创业资本制度 变迁的形式

创业资本制度变迁的最终目的是为了解决存在于委托人和代理人之间的信息不对称以及激励问题。根据诺斯的制度变迁理论，我们可以知道制度变迁是一个循序渐进的过程，这个过程的发展形式往往是平缓演进的。传统观点认为，制度变迁的类型有两种：诱致性变迁和强制性变迁。诱致性制度变迁指的是现行制度安排的变更或替代，或是新制度安排的创造，它由个人或一群人，在响应获利机会时自发倡导、组织或实行。与此相反，强制性制度变迁由政府命令或法律引入和实行。诱致性制度变迁必须由在某种原有制度安排下无法得到的获利机会引起；而强制性制度变迁可以纯粹因在不同选民团体之间对现有收入进行再分配而发生。

现在回过头来看美国创业资本的制度安排，并考虑创业资本循环过程中的几个环节：资金筹集、投资和退出中委托人与代理人之间的利益冲突及其解决方法。

一、美国创业资本筹集中的制度变迁

这一过程形成了创业资本投资中的第一个委托—代理关系。其中委托人为外部投资者，而代理人则是创业资本家。投资者为

了实现其对风险回报的需求，将资金委托给创业资本家管理，实现了所有权和控制权的分离。

1. 组织形式的变迁

首先来看这个环节内的组织形式的变迁。从第一部分的美国创业资本发展历程来看，美国创业资本的组织形式经历了从公司制到有限合伙制的过程（ARD→SBICs→有限合伙制），而有限合伙制则是现在创业资本的一种主要组织形式。

在早期的投资过程中，创业资本家尚未出现，创业资本投资基本上由富裕家庭、金融机构和行业公司等进行，他们直接对融资公司发行的有价证券进行投资，投资者和创业资本家直接发生接触。由于信息不对称，企业向外融资的结果将会是一个逆向选择的动态过程（Akerlof, 1970）。投资者对项目进行评估、筛选与创业企业家自身之间的价值评估产生了一个差距，就是对于这个动态逆向选择过程的期望从一开始就阻止了创业资本融资市场的形成。

而随后出现的 ARD 和 SBICs 等在证券市场上公开交易的公司制创业投资机构也缺乏有效的制度安排；而且，这两种投资方式都不能引起大机构投资者的兴趣，因而他们在资金的筹集方面不甚成功。其中 ARD 总共存在了 26 年，它的年投资回报率为 15.8%，但是这个利润主要来源于对 DEC（Digital Equipment Company）的 70000 美元的投资，如果去除了这个利润，它的回报率只有 7.4%。由于在组织形式上采取了公众公司的制度，导致 ARD 公司一直存在短期经营亏损与长期盈利不确定矛盾，这种巨大的经营压力对 ARD 的发展极为不利，因而在 ARD 成立后的几十年间，美国并无人效仿 ARD 成立第二家同类公司。

SBICs 这种制度安排存在着许多缺陷：

其一，SBICs 主要吸引中小个人投资者，而非机构投资者参

与。而个人投资者风险承受能力有限，不愿意去承担私人权益性投资的风险和困难。由于 20 世纪 60 年代，美国股票市场处于熊市，大量的公开上市小企业投资公司折价出售，因而个人投资者纷纷卖出小企业投资公司股票，最终许多 SBICs 不得不倒闭清算。

其二，由于 SBICs 没有好的激励机制，因而他们没能吸引到有经验的投资管理人。据调查，当时美国 700 家 SBICs 中有 232 家是有问题的企业。这些公司的管理人素质不高、专业知识水平较差，往往从事无把握、冒险的投资。SBICs 由于亏损严重，引来国会和相关机构的指责和调查，其数量从成立头五年的 692 家一下子在 1977 年减少到了只有 276 家，并从此一蹶不振。

可见，这些创业资本组织制度最终之所以被有限合伙公司的组织制度取代，是创业资本的本质特征和制度安排的内在要求所决定的。

首先，原有的组织形式不能较好地解决创业资本投资者和管理者之间所产生的信息不对称问题。作为公开上市的投资公司，由于其投资者分散而公司的投资具有较大的不确定性，因而这种组织形式的投资公司很难协调股东与管理者的委托代理关系。对于小型企业投资公司制度，其资金的供给者是政府，而政府又不能从机制上来防止由于信息不对称带来的道德风险和逆向选择。

其次，原有的组织形式不能较好地解决投资者和管理者委托代理关系所产生的监督和激励问题。由于创业资本的投资成功可以带来巨大的投资收益，因而如何分配这一投资收益也就成为创业资本能否顺利发展的关键因素。作为原有的组织形式，一方面没有对创业资本家的投资行为在制度上进行有效的监督，另一方面又不能设计出较好的激励制度。因而这些组织形式在合约安排上限制了创业资本家创新精神的发挥。在这种情况下，以这些组

织形式来担当创业资本的融资和投资必然会形成效率不高的投资结果，或者背离创业资本的真正投资目标，不能促使创业资本进一步发展壮大。

相对于原来投资者直接投资于风险企业或将资金投向公开交易的风险组织而言，有限合伙创业投资企业在治理结构上的法律设计与制度创新是美国创业资本制度安排成功的关键因素，他们通过这种法律设计与制度创新把委托人与代理人之间、有限合伙人与普通合伙人之间高度的不确定性和信息不对称性降低到最低程度，从而也降低了他们之间的交易费用。

但是从 20 世纪 90 年代一些公开交易的创业投资基金的复兴来看，一些单独的投资者仍有将自己的资金投资于创业投资基金的需求，以追求更高的风险回报。但由于外部因素（传统法规条例）对于投资者资金规模和收入水平的限制，目前市场上盛行的创业资金组织形式——有限合伙制——不能接纳这部分投资者的投资需求，因而市场上公开交易的创业投资基金再度兴起，投资者通过在公开市场上买入或卖出创业资本投资公司的股票将这个外部性内在化，实现投资收益的需求。

11

2. 对创业资本家的约束

由于创业资本家在有限合伙制创业资本组织中扮演了一个普通合伙人的角色，因此，他必须对创业资本组织的债务承担无限责任，这促使了他在投资发生之前对项目进行仔细的筛选和尽职的调查。创业资本家只负责创业资本组织出资的很少一部分（通常为 1%），还要收取创业投资基金总额 1% ~ 3% 的管理费，其最后的收益与自己的经营业绩挂钩，在项目成功后能获取高达 15% ~ 25% 的资本收益。而且，尽管创业资本家具有独立经营权，但投资者还是保留了对基金经营的某些重大财务活动的决策权，以此监控创业资本家的行为选择。