

创业投资

ZHIDUFENXIYUJIZHIYANJIU

制度分析与机制研究

祝九胜 ◆ 著

Chuangye.Touzi
ZHIDUFENXI
YUJIZHIYANJIU

中国财政经济出版社
CHINA FINANCIAL & ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

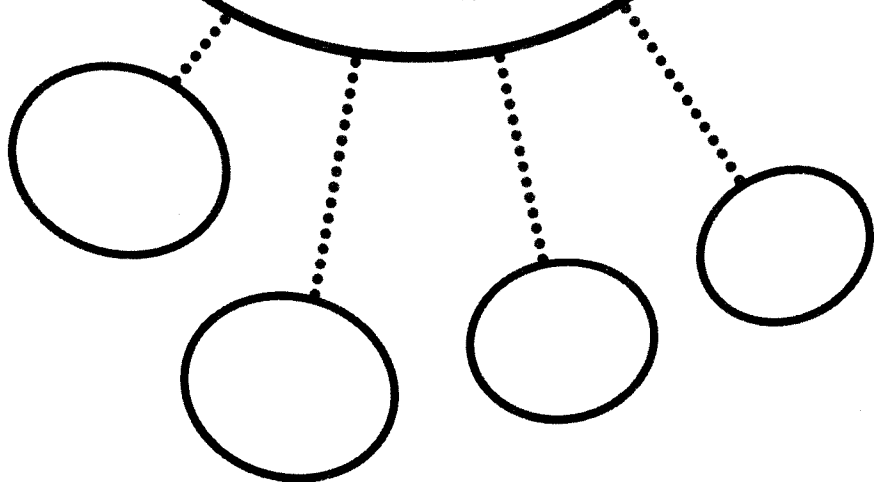
创业投资

ChuangyeTouzi

ZHIDUFENXIYUJIZHIYANJIU

制度分析与机制研究

祝九胜◆著



中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

创业投资制度分析与机制研究/祝九胜著. —北京:中国财政经济出版社, 2004. 9

ISBN 7-5005-7586-6

I. 创... II. 祝... III. 风险投资—研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 094151 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址:北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码:100036

发行处电话:(010)88190406 财经书店电话:(010)64033436

湖北南财文化发展有限公司电话:(027)88391589 88391585

武汉中远印务有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 12.25 印张 286 千字

2004 年 9 月第 1 版 2004 年 9 月武汉第 1 次印刷

定价:25.00 元

ISBN 7-5005-7586-6/F·6645

(图书出现印装问题,南财公司负责调换)

代 序

创业投资起源于美国，是现代市场经济发展演进的一个必然产物。英文“Venture”之蕴义为“敢于做什么”、“谋取个人利益的大胆行动”，冒险的意味较浓。“Venture Capital”似可望文生义为：对冒险从事某种事情或事业提供资本支撑。按照美国《企业管理百科全书》的定义，创业投资是对不能从传统来源，诸如股票市场、银行或与银行相似的机构获得资本的工商企业的投资行为。该解释乍一听似乎不太科学，也不够严密，不过，其潜义归纳起来有两层意思：一是新兴行业企业具有创新精神，但也正是因其创新与既定的规则相冲突，而无法从传统渠道获得资金支持；二是资金（资本）拥有者（机构或个人）具有创新精神，为分割新兴行业诱人的远期利益，而游离于传统资本市场规则之外，进而推动了资本与创新企业家的结合。这也是

为什么创业投资会起源于美国的重要原因。

中国的创业投资研究及实践的历史较短,不足 20 年。其间可大致划分为概念引入、实践探索、逐步兴起和快速发展等阶段。进入 21 世纪后,可以观察到的一个现象是:我国的创业投资理论研究愈渐繁荣,但创业投资活动则呈现停滞甚至下滑的趋势。它表明在我国创业投资业发展过程中尚存在制度缺陷和制度安排不当的问题。因此,如何从理论与实践两方面进行创新,是我国创业投资发展面临的一个重要命题。

《创业投资制度分析与机制研究》一书在理论创新方面进行了有益的尝试。它大致表现在以下两个方面:

一方面,研究的切入点具有新意。该书从制度设计和机制选择的角度研究中国创业投资的发展问题,是因为:(1) 中国创业投资的发展关键在于创业资本市场有效制度的发展,而有效制度的发展首先应关注的是制度本身所能发挥的作用及其如何发挥作用,而不是这些制度的特定组织机构(如有有限合伙制);(2) 只有根据所发挥的功能而非组织结构来看待这些制度,才有助于识别制度缺口;(3) 在识别制度缺口之后,才能根据创业投资的发展阶段和所要达到的目标,建立所需要的制度,并加以适当的政策配合。不同国家(或地区)创业投资的绩效差异,在很大程度上与制度供给者的创新意识和路径选择偏好相关。

另一方面,研究的内容也有创新,表现为以下三点:(1) 该书作者创造性提出了创业投资的三个研究维度,即金融维度、产业维度和时间维度,这三个维度构成了创业投资研究的立体空间,同时它又内含于制度研究空间之内,是对创业投资研究范式的丰富和完善;(2) 作者对受资创业企业所有权与控

制权的动态配置过程作出了全新的推导，认为从一个成功的投资周期和动态的角度来看它是符合“所有权与控制权相匹配”原则的；(3) 作为理论研究的归宿，作者敏锐地提出组织化、产业化、市场化既是创业投资的制度变迁过程，也是中国创业投资未来的发展方向。

今年6月25日是一个有纪念意义的日子，当天有8只中小科技企业股票在中国上海、深圳证券交易所挂牌上市，它表明我国的创业投资在发展实践中又有所创新。虽然上市不久就有个别企业因违规而遭到交易所的谴责和证管部门的调查，但这也正好折射出中国创业企业从公司治理结构，到IPO过程与监管等领域进行创新的迫切性。可以预期的是，以创业企业IPO机制的正式确立为标志，中国的创业投资将步入快速发展的轨道。

祝九胜同志是我的学生，本书是他以其博士学位论文为基础修订而成的，我乐于向广大读者推荐本书。谨以此文代序。

余鑫炎

2004年仲夏于武昌

摘要

尽管创业投资的发展历史久远,但经典创业投资的历史只不过 60 年左右,它对经济增长的促进作用却不可低估。这一事实吸引了众多的学者将创业投资作为自己的研究领域,当然研究角度很多。本文是站在制度安排与机制设计的角度来研究创业投资的,这样确定研究的主题是出于四方面的考虑:第一,以创业投资作为研究对象,是当前发展创业活动、加快高新技术产业发展、提高国家竞争力和促进经济增长的迫切需要;第二,发展创业投资是完善公司治理、推动投融资体制和金融体制改革新的突破口;第三,对创业投资的研究只有深入到制度层面,才能揭示出创业投资产业发展和创业资本市场形成的一般规律;第四,创业投资制度分析与机制研究相结合,可以使理论研究和制度分析立足于中国创业资本市场的现实,做到规范与实证分析的统一,使本课题的研究更具有理论价值和实践意义。

本书研究方法的特点是以制度分析方法为主,规范分析与实证分析相结合,静态分析与动态分析相结合,宏观分析与微观分析相结合,以及理论分析与政策分析相结合。本书以新制度经济学为理论基础,并采用了威廉姆森的“累积合同研究范式”。本书

认为:创业投资是解决创业企业传统融资障碍、弥补资本供给缺口的一种新的金融契约安排;创业资本市场是由多种综合因素诱发的制度变迁,而在其制度安排和制度变迁过程中,需要一系列的实施机制和具体机制。

本书的主要内容有八个方面:

一、创业投资的本质与研究范式(第二章)

该章首先在列举了有代表意义的若干种创业投资定义、创业投资的狭义与广义区分和创业投资本质特征归纳的基础上,提出了本文的界定:创业投资是由职业创业投资家以集合投资方式设立基金,然后向极具增长潜力的未上市创业企业进行权益资本或准权益资本投资,并通过提供创业管理服务参与企业的创业过程,以期在企业创业成功后通过权益资本转让实现高资本增值收益的一种特殊类型资本运作方式和金融契约动态安排与履行过程。本章指出了创业投资易为人忽视的三个特征:一是创业投资需要独特的人力资本;二是创业投资需要独特的公司治理;三是创业投资是一种特殊的金融契约安排。其实,创业投资不仅是一个金融问题,而且是一个制度安排和制度变迁问题,是一项系统工程,从其形式到内容、现象到本质、主体到客体、运行到优化,可构成一个相对完整的体系,且称之为创业投资体系(是指与创业投资活动有着内在联系的各种机构、机制、制度等的总和)。从创业投资参与主体来看,主要有创业资本投资者、创业投资家和创业企业家,其中创业投资家是核心和灵魂。这三个主要行为主体的关系概括起来本质上是投融资关系与激励、监督关系(或称委托—代理关系,这里存在双重委托—代理关系)。

其次,分析了 Venture Capital 的研究范式之争,并表明笔者

的立场。“风险投资范式”的不当之处可总结为七个方面。“创业投资范式”的主要内容有四个方面：一是“创业”概念；二是创业投资的本质特征总结；三是与相关范畴的联系与区别；四是创业投资原理的探讨。

最后，本书创造性地提出了创业投资的三个研究维度（金融维度、产业维度和时间维度），希望能够丰富、完善“创业投资范式”，从而能为后续的研究搭建一个技术平台。从金融维度分析，就是认为创业投资是一种能降低交易成本、具有规模经济的新型投融资制度和金融中介（属买方金融范畴），创业资本则是一种管理型资本，其本质是一种金融契约，是一种新型金融合约安排。这就决定了创业投资中的融资契约和投资契约，以及隐含于契约之中的各种公司治理机制，构成了本书的分析对象和研究内容。如果结合时间维度来分析，创业投资过程包括了融资、投资和退出三大阶段。这个过程既是资本形成过程和资本发展过程，更是创业资本循环过程。在整个运作过程中，声誉机制至关重要。

从产业维度分析，包含两个层面：一是受资创业企业层面，二是创业投资机构层面。这两个层面是相互联系，有对应关系和继受关系的。创业企业发展的阶段性（种子期、起步期、扩张期、过渡期和成熟期）决定了创业投资的形态（种子期投资、起步期投资、扩张期投资和成熟期投资），并对创业投资机构的投资重点有一定影响。反之，创业投资对创业企业的发展轨迹有很大的影响。从产业维度来分析创业企业和创业投资机构的成长，就是从人以及与人有关的管理资源、知识能力、组织资本等多个视角来阐述企业的边界。这也从一个侧面反映了创业企业家和创业投资家这两种独特的人力资本对于创业企业的重要性。将创业企业群置于产业、金融的两维度关联来考察，可以看到创业投资

与创业企业产业规模扩大、产业升级、产业结构调整的动态互动关系。若将创业投资业作为一个独特的金融产业来分析,其演进过程可分为导入阶段(初期阶段)、成长阶段(过渡阶段)和成熟阶段。

从时间维度分析,创业投资呈现出动态可调整性和演化变迁性两大特征。动态可调整性表现为投资者采用承诺制分次注入承付资本,保留以违约受罚方式减半撤资的权利;在投资阶段表现为分阶段投资、复合式证券、灵活的转换比率和合同条款以及隐含其中的创业投资家“相机治理”的权利;在退出阶段表现为退出方式选择的动态性。而演化变迁性则表明,创业投资业在随时间演进的过程中,呈现为明显的阶段性,相关的各种制度和制度安排都处在一个不断变迁的过程。在这个过程当中,初始制度设计和路径选择至关重要。

二、创业投资的制度分析基础(第三章)

从新制度经济学的交易费用概念、关于人的行为假设(双重动机、有限理性和机会主义倾向)和相关的基本概念(资源的稀缺性、环境的复杂性与不确定性、信息不完备与不对称分布)出发,开始进行新制度经济学的溯源。新制度经济学的主要内容包
括:制度的内涵、制度的起源、制度的功能、制度安排、制度变迁等,这些为理解创业投资制度提供了有用的理论背景,其中制度变迁理论及制度变迁的供求分析方法,在创业投资产业形成和创业资本市场演进中尤为有用。新制度经济学研究经济组织的核心理论包括了公共选择理论、产权理论、代理理论和交易成本经济学(契约理论),这四种理论虽有明显的不同,但可以看作是相互补充的,综合运用这些理论研究经济组织问题的范式就是威廉姆森所称的“累积合同研究范式”,这也是本书的基础研

究范式。

契约理论的基本命题是：企业是一系列契约的连结。以此为出发点，学者们发现了契约的不完备性决定了激励机制的重要性。有人进一步指出“企业是专业化的合约中介，企业合约知识的学习成本决定着企业合约的范围与规模”。合约也是关于人们之间交易的行为规则，在此意义上，合约或合约安排与制度或制度安排这两组概念是等价的，可以说制度是一种合约安排，这些理论观点在创业投资制度分析中指导意义很大。以美国式创业投资为例，其最有特点的制度安排是创业投资机构和创业企业之间的可转换优先股投资合约和相应的限制性条款，以及创业投资机构和创业资本投资者之间的有限合伙制契约。这两种制度分别实现了股权与控制权、出资比例与收益分配之间的分离。尽管其外在表现形式是高度复杂的衍生投资工具和组织形式，但从理论上讲仍然是可以分拆和复制的特殊权利责任契约（比如有限合伙就更像一个契约而不是典型意义上的企业），因此在一个不同的市场环境中完全可以借鉴美国的做法。当然，分拆和复制本身只是手段而不是目的，关键在于根据市场条件和实际需要订制各项契约条款，再重新组合成为特殊市场情况下最为适用的契约形式。

产权理论的基本分析框架是：（1）产权等同于财产所有权，是指对给定财产的占有权、使用权、收益权和转让权，可划分为特定收益权、特定控制权、剩余收益权（剩余索取权）和剩余控制权；（2）企业所有权由企业剩余索取权和剩余控制权定义，或由剩余控制权定义更为明确。从动态角度看，企业所有权是一种状态依存所有权，即在什么状态下谁拥有剩余索取权和剩余控制权；（3）效率最大化的企业产权安排是剩余索取权与剩余控制权相对应；（4）企业是不同财产所有者的契约的组合，财产所

有权是交易的前提,企业所有权是交易的方式和结果;(5)企业契约是不完备的,由契约所界定的收益权和控制权不可能穷尽所有的责任和义务,由剩余控制权定义的企业所有权对激励问题进而对企业效率具有决定意义。产权理论在创业投资制度分析中的运用体现在四个方面:第一,产权制度是发挥创业投资作用的制度基础。有效率的创业投资的产权制度能改善公司治理结构,降低创业投资组织和创业企业的代理成本,提高投资者的收益率,从而促进创业活动蓬勃发展;第二,创业投资组织的产权制度构建。该制度设计需解决两个问题:一是长期稳定的创业资本来源,二是对创业投资家的补偿激励机制设计;第三,创业企业的产权制度构建。其核心是剩余控制权在创业投资家和创业企业家之间的配置是动态的,相对于创业企业不同的经营状态,会对应着不同的剩余控制权安排。也就是说决策控制权在上述两者之间是可以转移的;第四,创业企业的产权特征,即创业企业家、关键技术人员进入所有权结构;创业投资家在创业企业控制权与所有权的分离;创业企业产权结构的状态依存性。

代理理论可分为“实证代理理论”和“委托—代理理论”。在本书的分析中,降低代理成本可以看作是创业投资家和企业家激励约束问题的翻版。实证代理理论对于本书研究方法的贡献,在于代理成本的概念以及建立在代理成本基础上的证券设计模型。委托—代理理论所研究的问题,实质是激励问题,因而有关道德风险和逆向选择现象的研究在经济学中也被称为激励理论。该理论给出了两个通用性的观点:其一,在任何满足代理人参与约束与激励相容约束条件下而使委托人的预期效用最大化的激励机制或契约中,代理人必须承担部分风险;其二,如果代理人是一个风险中性者,可通过使代理人承受完全风险的办法选择最优激励的结果。代理理论在创业投资制度分析中的运

用体现在三个方面：第一，代理成本对创业投资组织形式的影响；第二，解决创业投资中的逆向选择问题，具体方法有信号传递机制和信息筛选机制；第三，是解决创业投资中的道德风险问题，主要方法有约束契约机制和激励契约机制。

三、创业投资的组织形式及其融资制度分析（第四章）

理论与实践均表明，创业投资的运营效率取决于其所选择的组织形式及代理成本的高低。通过对创业投资组织形式与相应代理成本的经济学分析，得出在成熟的创业资本市场中，创业投资组织的主流模式是将激励机制与约束机制完善结合的有限合伙制这一结论，作为后面分析和借鉴有限合伙制度合理性与有效性的基础。但必须指出的是，有限合伙制的采用是有条件的，也就是说，它并不是在创业投资业发展的任何阶段都适宜在不同的国家可以简单地选用的惟一模式。这些条件包括：法律上的支持、市场声誉机制的形成、合格的（机构）投资者、经过公司制的发展过程或吸收借鉴公司制的风险控制机制、创业投资的产业化和适度发展、社会信用体系和个人财产制度健全，等等。

通过创业投资基金的这一中介组织参与创业投资，虽然可以减少交易成本，但同时在委托代理过程中又产生两个新的问题，一是选择问题，二是激励问题。为了促使创业投资家的行为符合投资者利益最大化的原则，创业投资家必须面临参与约束和激励相容约束。投资者与创业投资家之间的委托—代理合同设计必须作出一些特殊的安排，这些制度安排实质上就是创业投资基金的治理结构的契约化形式，这种公司治理的要求表现在五个方面：对创业投资家要实施有效的监督与控制；创业投资家应以融资的一定比例注入个人资本；创业投资基金的剩余索取权和剩余控制权应尽可能匹配；应当让所有权适当集中在大

股东手中,发挥经理人市场对创业投资家的声誉约束功能。

对创业投资家的约束机制主要体现在创业投资基金协议的限制性合同条款之中,对这些限制性条款的决定因素,组织理论文献和金融理论文献各自提出了一套假说。成本订约理论认为,由于谈判和强制执行合同明确规定的条款的成本很高,因此只有当限制行为的收益大于成本时,限制性条款才会包含在合同中。该理论暗示着当监管更容易以及机会主义行为的可能性加大时,合同的限制性条款就会增加。而有关合同设计的供求理论将合同条款与供求条件联系起来,认为创业资本市场的相对供求条件会影响长期合同的限制性条款。如果对经验丰富的创业投资家服务的需求增长迅速,那么创业投资服务的价格上升。更高的合同价格不仅包括了货币化报酬的增加,而且还通过减少承诺和限制性条款增加了创业投资家的私人利益。文中接着分析了成本订约理论和供求假说的实证含义。为弄清限制性合同条款的设计目的,首先必须对其进行分类。限制性合同条款可大致分为三大类:与全面基金管理有关的限制性条款(限制对单一创业企业的投资额、限制债务的用途、限制创业投资机构对筹资时间不同的基金进行共同投资、限制用利润进行再投资等四种);与普通合伙人行为有关的限制性合同条款(限制将个人资金投入创业企业、限制出售合伙股权、限制筹集新基金、限制普通合伙人的外部活动、限制增加新的普通合伙人等五种);对投资类型加以管治的限制性合同条款(对向其他创业投资基金投资的限制、对公共证券投资的限制、对 LBO 投资的限制、对外国证券投资的限制、对其他资产投资的限制等五种)。

对创业投资家的激励机制主要体现在创业投资基金协议的承诺与报酬条款之中。有限合伙协议一般都规定了将资产或资本的一定比例作为年管理费(即固定报酬),并且创业投资家可

从所实现的投资回报中取得一定百分比的提成（即可变报酬）。学习模型和信号模型就创业投资家能力的信息对其固定及可变报酬的时间序列和横截面变化的影响建立起分析框架，并就创业投资家报酬以下五个方面的主要内容给出了预测：（1）随着时间推移的报酬对业绩的敏感性水平；（2）随着时间推移的固定费用水平；（3）固定费用水平和努力程度；（4）随着时间推移的报酬对业绩敏感性的方差；（5）报酬对业绩敏感性水平与业绩。相关实证分析总的结论是：历史较长、规模较大的创业投资机构的报酬较之其他创业投资机构对基金业绩更敏感，更富于变化；对于那些历史较短、规模较小以及致力于早期阶段或高科技投资的基金而言，报酬中固定部分占较高比例；没有发现激励性报酬和基金业绩之间有任何关系。

声誉在利用债务和权益资本市场方面有重要作用。声誉对创业投资家来讲，既是一种约束机制，又是一种激励机制。从声誉的约束机制来看：首先，只要形成一个相对有效的创业投资家市场，创业投资家出于声誉方面的考虑，总是倾向于选择对投资者效用最大化的行动；其次，声誉机制可以起到一种行业进入壁垒的作用；最后，在设计限制性条款时，投资者或许不必限制有良好声誉的创业投资机构的行为。从声誉的激励机制来看：声誉好的创业投资家能吸引机构投资者的资金、优秀的创业投资家、顶尖级的职业经理人、一流的证券商，增强供应商、客户、分销商的信心，帮助受资创业企业 IPO 或并购退出投资，获取较高的投资回报。投资者评估创业投资机构声誉时，一般采用两个衡量变量：第一个是创业投资机构的年龄，第二个是创业投资机构早期基金的规模。这两个衡量变量也从一个侧面说明了创业投资机构的声誉是一个长期的、动态的博弈过程，博弈的结果在一定程度上受制于声誉的约束和激励两种机制或两种功能。

对于创业投资周期的融资阶段而言,最重要的问题是创业资本的资金来源问题,不同的资金来源决定了不同的创业投资主体——创业投资机构的组织形式,以及创业投资的发展水平与绩效,对这个问题以美国为例进行了实证分析。在 20 世纪 80 年代末期,对创业投资机构来说,不仅筹资方式发生了变化——从最初 ADR 的公开上市封闭式基金,主要向个人投资者募集资金发展到私募发行,再到主要向机构投资者筹集资金——而且出现了新的筹资结构,使筹资变得更专业、更集中。创业投资基金的运营成本主要有两种——税负和日常经营成本。在运营成本这个问题上,规模经济、范围经济和学习曲线对管理一个或多个创业合伙基金的创业投资家而言通常有着重要的意义。

四、创业资本的主要投资制度与运行机制(第五章)

本书从创业企业的外源融资障碍入手,就创业资本投资活动的各个环节的制度和制度安排展开分析,揭示这些安排的有效性、合理性与优越性,并通过相关的模型来进行投资契约分析和合同条款设计探讨。本书选择了创业企业外源融资障碍和创业企业家、创业投资家独特的人力资本这两个角度,来分析创业资本投资对象的特殊性。正是投资对象的特殊性,才决定了创业资本投资制度产生的必然性、创业投资运行机制和相关的投资合约安排的独特性。

一方面创业者需要资本来投资,另一方面,那些资本控制者不可能有足够的时间和专业知识对创业企业直接投资,这两者之间存在信息缺口、不确定性和不对称信息,再加上企业的资本性质和相应市场条件的限制,传统融资渠道无法有效充当两者的金融中介以解决当事人之间的委托代理问题,即存在外源融资障碍。而作为一种新型专业化金融中介的创业投资机构能够

担起此任,消除某些信息缺口,减少资本约束,实现创业者与投资者的“信任跳跃”,较好地解决两者之间的委托代理问题。创业投资家的一个关键作用是得出有关创业企业前景的信息。

创业投资是对人的投资。通过静态和动态分析,得出了创业企业家有别于一般企业家的人力资本特征:更为特殊的重要性、较差的担保性和逐步显现性。而创业投资家的人力资本特征有:声誉重视性、逐渐显现性、较差的担保性、有特质的金融中介人(创业企业家的企业家)、较高的职业稳定性、双重身份(既是代理人又是委托人)。这两者之间仍然存在不对称信息,仍有可能发生逆向选择和道德风险。创业企业家人力资本的特征和创业企业的特殊性,是创业企业治理机制的设计必须充分考虑的。从一个成功的投资周期和动态的角度来看,创业企业中的所有权与控制权配置还是符合“所有权与控制权相匹配”原则的,只不过在创业企业中,先表现为对这一原则的偏离,然后表现为对这一原则的回归,而偏离的根本目的还是回归。本文对这一动态的配置过程提出了大胆的假设和全新的推导。创业企业治理机制的核心是对创业企业家进行良好的激励、严格的约束与监督,并体现动态可调整性。具体来说,创业企业的治理机制包括了:甄别筛选机制、分阶段投资机制、监控机制、适当的联合投资机制、基于绩效的控制权调整机制和退出激励机制等。

科学管理的运作流程是创业投资良性发展的制度保证。创业投资的一般流程包括交易发起和筛选、尽职调查和评估、交易设计和投资后管理四个环节。创业资本投资决策的科学性取决于信息的可获得性、调查的尽职程度和评估的合理性,评估的重点在创业企业的评估和创业企业价值的定量评估。

在创业资本市场上,常用的金融投资工具有普通股、优先股、普通债券、可转换债券、可认购股票债券等多种形式,普通股