

风险资本 的 制度创新

——来自日本的启示

□尹国俊 著



经济科学出版社

风险资本的制度创新

——来自日本的启示

尹国俊 著

经济科学出版社

责任编辑：纪晓津

责任校对：徐领弟

技术编辑：董永亭

风险资本的制度创新

——来自日本的启示

尹国俊 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

毕诚印刷厂印刷

永明装订厂装订

850×1168 32 开 9.25 印张 220000 字

2004 年 11 月第一版 2004 年 11 月第一次印刷

ISBN 7-5058-4477-6/F·3749 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

内	容
简	介

本书从产权缺失这一全新的前提出发，力图对新制度经济学某些理论有所拓展，借以全面剖析日本风险资本的运行模式，提出制度创新的方向，并在实践上提出可行的对策。这些分析对我国风险资本制度的创新具有很大的启示作用。日本风险资本具有许多制度特征。如在组织形式上，附属形式的风险投资公司占据主要地位；在融资上，以银行资金、大企业资金为主；在投资上，侧重于对处在后期发展阶段的风险企业投资、适应出资人的战略要求、倾向于与被投资风险企业长期合作、主要采用传统金融工具特别是债权和普通股权进行投资、缺少风险资本应有的增值服务；在退出渠道上，主要通过大企业收购方式，集中表现为风险资本产权的缺失。产权缺失既是日本风险资本的典型特征，又是形成日本风险资本特殊制度安排的直接原因。日本这种产权缺失的风险资本制度安排的深层次原因是日本所特有的主银行制度、大企业体制、深度干预的主导型政

府和遵守秩序与信奉集团主义的文化理念等。所以日本风险资本必须按照经济发展的新要求进行制度创新，核心目标是建立起风险资本完整的私人产权。为此，就要采取措施转变政府的功能、建立独立的有限合伙制风险投资机构、构建完善的股票市场等。同时，鉴于路径依赖问题还应采取相应的配套措施，并努力从以往强制性制度变迁向诱致性制度变迁转化。日本风险资本的发展对我国风险资本制度的建设具有很大的借鉴意义。本书可作为高等院校和科研机构专业研究人员的参考资料，也可供政府部门作为决策参考，同时还可作为研究生学习的辅助教材。

前 言

本书从新制度经济学角度研究风险资本的运作模式，并选取日本作为剖析个案，特别强调了在产权缺失条件下风险资本的制度创新问题，以探寻我国风险资本发展的路径。

近 10 年来，日本经济持续低迷，产业结构调整缓慢，在以 IT 产业为代表的新经济竞争中处于被动地位。根本原因有两条：一是日本基础研究长期薄弱，缺少独创性技术诞生的土壤。缺少像麻省理工学院、斯坦福大学那样雄厚的研究实力和气氛。二是缺少能够促使产业最新技术商业化的风险资本。应该说日本风险资本的起步是比较早的，但与美国相比，无论从发展速度还是从质量上都相当滞后，难以出现像美国硅谷、148 号公路那样引领新兴产业的创新狂潮。其原因是多方面的，主要与日本以大财团为主的产业模式、主办银行为主体的资本市场、经济自由化进程滞后和整个社会缺少企业家精神有直接关系。集中表现为风险资本产权的缺失。这一问题已引起日本产业界与政府的高度重视，采取了种种鼓励与资助政策。目前，日本正在掀起新一轮的风险资本与创业高潮。与之相适应，日本的风险资本体制也在不断改革与完善。但这种完善绝不是简单地向美国所谓标准化风险资本模式靠拢。事实上，任何的照搬照抄注定是失败的。无论是多么好的模式，如果不与特殊的国情相结合，都不会取得成功。况且，日本的风险资本模式也并非一

无是处，也有许多成功的经验。任何评价与改革的讨论都应该从这个思路出发，去追寻其存在的依据与发展的逻辑，这正是本书所要完成的任务。

全书共分八章：

第一章阐明风险资本制度研究的理论基础，后面具体问题的分析中所使用的理论就是这些理论的扩展和深化。新制度经济学从本质上来说，仍属于新古典经济学的范畴，只是在后者的基础上修改了若干前提条件，从另外的角度来研究资源配置的问题。交易费用的存在和合作的需要是制度产生的内在动力。制度作为一种稀缺的资源能够降低交易费用、促进合作。随着环境的改变，外部利润得以产生并推动制度变迁。从制度变迁的外在力量来看，有的来自于市场主体，有的则来自于政府。风险资本是多种契约的联结，是一个复杂的制度体系。因而从新制度经济学角度分析风险资本就能够使我们更容易把握其内在的规律。

第二章从风险资本组织形式这一核心制度着手，研究风险资本组织形式变迁的内在逻辑。有限合伙制风险资本公司能够较好地解决委托——代理问题，构成双向激励与约束机制。因此，有限合伙制是最符合风险资本发展要求的组织形式。日本的强制性组织形式变迁与非正式制度的影响，没能形成有限合伙制组织形式的主导地位，附属于金融机构与大企业的传统公司式的风险资本机构占主流地位。这与日本的主办银行制度和大企业集团体制有密切关系。附属型风险资本公司的典型特征是产权缺失，产权缺失严重制约了组织机构的效率，对风险资本的筹集、投资、管理和退出都产生重大影响。

第三章主要论述风险资本的融资制度。日本风险资本主要来源于金融机构和大企业，这样的来源特征使风险资本获得了低成本优势。这种优势直接来自出资人对资金收益的低定位。

但更为重要的是,这种来源特征对于风险资本的发展并没有产生太大的效果,反而降低了运行效率,从出资者继承的“搭便车信誉”已经严重贬值;对普通投资人的过度依赖使资金来源不稳定;对金融机构的稳定性也构成潜在的威胁。

第四章从投资角度分析了日本风险资本的制度特征。产权的缺失使日本风险资本热衷于向处于发展后期的风险企业投资,其对投资对象的选择主要基于出资人的关系,而不是完全市场化地搜寻和由风险企业主动提出申请。在进行选择时更多地参考出资人的战略意图,并倾向于与投资对象的长期合作,资本缺乏流动性。受银行业务特点的影响,现代灵活的投资工具很少采用,主要利用传统的债权投资,也难以以为风险企业提供必要的增值服务。

第五章集中探讨风险资本的退出制度。顺利、及时地实现资本退出对于风险资本的发展至关重要,因为随着风险企业的发展、成熟,风险资本的专业化经营优势逐渐丧失;资本收益的等边际原则和增值服务收益的递减要求搜寻更好的项目;有限合伙人对于剩余分配的要求也构成了退出的外在动力。证券市场尤其是二板市场上市标准较高,日本风险资本很难通过获利最高的首次公开发行股票的方式实现退出,不得不通过企业收购的方式退出。而在产权交易市场不活跃的条件下,这种交易是不平等的,不能充分体现风险企业的真正价值。

第六章主要分析影响风险资本形成和发展的制度环境。日本政府对经济干预的传统决定了日本风险资本制度的形成必然采取强制性制度变迁方式,也是造成产权缺失的重要原因,但这又不等于完全否定政府的作用。政府应致力于为风险资本的发展创造有利的宏观环境;日本的法律制度构成了风险资本制度设计的基础,虽然起到促进风险资本发展的作用,但也是造成风险资本产权缺失的重要原因;法人相互持股使产权交易不

够活跃；银行主导的间接金融体制使风险资本融资渠道单一，产生对金融机构的依附性，并使证券市场发展不充分；技术创新体制的缺陷，使风险企业供给不足；日本的宏观政策一方面挤压了风险资本的资金来源，另一方面又抑制了风险企业对风险资本的需求；回避风险的心理使日本社会个人创业不积极，风险企业家也倾向于保守的作风。

第七章主要是在前面的分析基础上，探讨产权缺失条件下风险资本的制度创新。外部利润的出现，决定了确立风险资本完整私人产权的必要性，以此为核心构建多层次、综合性的制度体系是日本风险资本制度创新的方向。为此，就要转变政府的职能；鼓励独立的有限合伙制风险资本组织机构的发展；健全股票市场尤其是二板市场，为风险资本顺利退出创造条件。为保证目标制度的效果和降低制度的变迁成本，应该实现从强制性制度变迁向诱致性制度变迁转变。

第八章是对全书的总结，在此基础上简要分析了我国在发展风险资本中，应该如何借鉴日本的经验和教训。

在此需要强调的是，我们应该正确认识风险资本在风险企业发展中的作用。风险资本和其他融资方式相比较，具有独特的优势，主要表现在：第一，风险资本不以拥有企业控制权为投资目的，且最终要从风险企业退出，比传统的股权投资要好；第二，不仅能够为风险企业带来当前所需的资金，而且还可以满足风险企业再次融资的需求，减少风险企业的融资成本；第三，风险投资家为风险企业提供非金融的增值服务，共同形成企业的核心竞争力、加快企业发展。当然，风险资本在扶植风险企业时也有不足之处，主要表现在：一是，在风险企业整个融资过程中，风险资本只是风险企业所需资金的一小部分。即使在风险资本发达的美国，风险资本规模也只占私人权益资本市场的30%，而私人权益资本市场与公开资本市场的规模比率

是 1:56。二是,风险资本是追逐股权收益的资本。一方面,如果风险企业希望获得更多资本,就必须以出让更多股权为代价,从而减少了创业者在企业成功后的收益;另一方面,风险投资机构为保证获得风险收益,需要规范风险企业经营者的行为,如要求风险企业披露财务和经营信息、通过派遣董事影响风险企业经营决策行为等,因而对创业企业的经营管理产生巨大的影响和约束。所以,风险企业绝不能依靠风险资本融资来解决所有问题,必须立足于产业技术及其市场的创新。因为风险资本只有和产品技术相结合才会增值,而且风险资本需要高额回报,否则风险资本是不会持续投资的。

理论上对风险资本的研究,国外始于 20 世纪 80 年代,90 年代以后才获得充分发展。而且不论研究主体还是研究对象主要集中于美国,这与风险资本在美国较为活跃而在其他地方不甚成功有关。由此人们往往得出极端的结论,认为美国的风险资本模式才是惟一标准的、成功的模式。而在论及其他经济体时,往往侧重于反面经验的汲取,忽略了其他经济体的具体情况及其特殊模式的合理性。目前的研究选题主要集中在风险资本的作用、契约机制和风险企业控制、风险资本组织形式、投资评估和决策程序、退出路径、税法和养老金法案、金融环境、区域经济等方面。例如,美国学者弗瑞德克·哈伯特(Frederick Hobert)的风险资本家作用模型、两期代理模型、德克(Dirk)的动态风险资本模型等。所有这些理论的探索表现为两个特征:一是侧重于论证美国标准风险资本体系设计的合理性;二是主要运用新制度经济学派的标准理论如信息非对称理论、契约理论、代理问题理论等进行分析。其中隐含这样一种观点:凡是有悖于美国标准模式和改变新制度经济学派经典理论前提的风险资本都是不可能成功的,也是没有必要研究的。正因如此,他们中几乎没有人愿意深入研究风险资本一般理论在日本的特

殊表现,探寻日本风险资本的独特规律。日本学者似乎对此也不屑一顾。近来,我国研究风险资本的文献很多,其中不乏较有深度的探索。综观国内著述,可归结为以下几方面特点:一是拿来主义。大多是国外风险资本的经验描述,较少理论上的探索。即使是理论性较强的著述,也主要是阐述国外的理论成果。二是主要的研究对象是美国,其他很少涉及。即使谈到,也是一带而过。三是对日本风险资本的简单化处理。在未进行必要的理论探索之前,就进行简单的批判进而否定。把日本风险资本当作失败的典型进行介绍。甚至有人提出,日本根本不存在风险资本投资。这是一种典型的照搬行为。

本书在研究方法上以理论发展为线索贯穿始终。本书以研究风险资本的理论为主,将规范与实证相结合,试图理论上有所发展。所以在结构安排上,首先给出风险资本的一般理论作为铺垫,之后论证和分析日本风险资本的理论前提——产权缺失,在此基础上按风险资本实施的顺序展开讨论;以马克思的产权理论为基础,运用新制度经济学派的一些观点进行分析。着重考察当理论前提改变后,理论本身的演变。依此来说明日本的风险资本;书中还采用宏观与微观相结合的研究方法,将宏观问题建立在微观分析基础之上。

本书的理论创新之处在于以新制度经济学为基础,提出了日本风险资本产权缺失的理论。产权是一组权利。产权缺失有三种情况:一是子公司受制于母公司而丧失部分权利;二是政府剥夺部分权利;三是市场的不完善使个别权利无法实现。在此条件下,进一步论述了产权缺失条件下的利益均衡和资本效应外溢问题。得出的主要结论是:日本和中国都存在严重的产权缺失问题。随着风险资本的发展和环境的改变,外部利润产生并逐渐扩大,要求逐渐确立风险资本完整的私人产权。从产权缺失过渡到产权完整,由于制度环境的限制不可能一步到位,

应沿着金融机构附属子公司——商业公司附属子公司——独立公司型基金——有限合伙制基金这一发展顺序逐步调整。

本书运用产权缺失及其相关理论，站在马克思主义立场上，试图对新制度经济学派的若干理论有所发展。在实践中，用产权缺失条件下的新制度经济理论来阐明日本风险资本，能够使我们更加清楚地认识到日本风险资本模式是在怎样环境下，如何运行的、存在哪些合理因素与内在矛盾、它为什么得以产生并能够维持至今，以及今后创新和发展的方向等问题。这对我国在产权缺失条件下，如何建立和完善风险资本制度体系有极大的参考意义。



第一章 风险资本制度研究的理论起点	(1)
第一节 制度的产生及其作用	(1)
一、制度的含义	(1)
二、制度研究的理论前提	(4)
三、制度的产生	(6)
四、制度的作用	(10)
五、制度的供给与需求	(12)
第二节 制度安排与制度变迁	(17)
一、制度安排	(17)
二、制度变迁	(19)
第三节 制度理论与风险资本	(25)
一、制度的契约性	(25)
二、风险资本的概念	(27)
三、风险资本的特征	(29)
四、特殊的契约组合：风险资本	(32)
第二章 日本风险资本组织形式的制度分析	(35)
第一节 日本风险资本组织形式的演变	(36)
一、风险资本组织的制度要求	(36)

二、日本风险资本组织形式的发展历程	(39)
三、日本风险资本组织形式变迁的动力	(49)
四、日本的强制性组织形式变迁	(56)
五、非正式制度安排对组织形式变迁的影响	(59)
第二节 附属形式的风险投资公司	(61)
一、日本附属型风险投资公司存在的原因	(61)
二、日本附属型风险投资公司的典型特征： 产权缺失	(69)
第三章 日本风险资本融资的制度分析	(86)
第一节 日本风险资本的来源特征	(86)
第二节 低成本融资的优势	(89)
一、交易费用的节省	(90)
二、资本收益的低定位	(93)
第三节 无法克服的低效率融资制度	(97)
一、信息不对称：搭便车信誉与贬值信誉	(97)
二、不稳定风险资本来源	(106)
三、对金融体系的负面影响	(107)
第四章 日本风险资本投资的制度分析	(109)
第一节 风险资本投资的运作模式	(109)
一、项目筛选	(110)
二、谈判签约	(112)
三、共同培育风险企业	(114)
第二节 日本风险资本投资的阶段分析	(114)
一、风险资本投资的阶段	(114)
二、日本风险资本后期投资的制度分析	(118)
第三节 日本风险资本投资的决策制度	(124)

一、投资信息的获取主要基于关系	(124)
二、选评指标的特别考虑	(126)
第四节 日本风险资本投资的金融工具设计	(129)
一、风险资本投资金融工具的一般设计	(129)
二、日本风险资本对风险企业的债权融资	(139)
第五节 日本风险资本投资管理制度	(142)
一、风险资本家的增值服务	(142)
二、日本风险资本家的服务缺位	(149)
第五章 日本风险资本退出的制度分析	(152)
第一节 退出制度安排的必要性	(152)
一、专业性风险经营	(152)
二、资本收益等边际原则	(153)
三、增值服务收益递减	(153)
四、有限合伙人的外部约束	(154)
五、学习曲线的作用	(154)
第二节 风险资本的退出方式	(155)
一、首次公开发行	(155)
二、转让	(157)
三、清算	(158)
第三节 日本风险资本退出的方式分析	(159)
一、二板市场制度的缺陷	(159)
二、日本风险资本退出的主渠道	(165)
第六章 日本风险资本的制度环境	(167)
第一节 政府在风险资本发展中的定位	(167)
一、政府干预的立论	(167)
二、政府干预的反论	(178)

第二节 日本风险资本的法律基础	(183)
第三节 日本风险资本的市场条件	(187)
一、产权交易市场	(187)
二、金融市场	(190)
三、技术市场	(196)
第四节 宏观政策环境	(199)
第五节 文化背景	(202)
第七章 日本风险资本的制度创新	(206)
第一节 日本风险资本制度创新的方向	(207)
一、风险资本制度体系应具备的功能	(207)
二、风险资本制度创新的要求	(208)
三、制度创新的切入点	(209)
四、日本风险资本制度创新的目标	(210)
第二节 日本风险资本制度创新的途径	(214)
一、重新定位政府在风险资本发展中的角色	(214)
二、鼓励成立独立的有限合伙制投资公司	(218)
三、构建完善的股票市场	(219)
四、充分重视路径依赖问题	(220)
第三节 强制性制度变迁向诱致性制度 变迁的转变	(226)
一、强制性制度变迁与诱致性制度 变迁的绩效	(226)
二、制度变迁中的政府行为	(230)
三、制度变迁方式的转化	(232)
第八章 结论与启示	(234)
第一节 简要结论	(234)

第二节 对我国风险资本发展的启示	(237)
一、资金来源的制度保障	(238)
二、组织制度的最优选择	(241)
三、脱资制度安排	(245)
四、法律制度体系的构建	(247)
五、政府角色的定位	(251)
六、增值服务的制度环境	(253)
七、制度创新的催化剂：外国风险资本	(255)
八、非正式制度建设	(256)
参考文献	(258)
后记	(270)