

风险投资

与创业企业融资研究

尹福生
◎ 著



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

风险投资

与创业企业融资研究

尹福生◎著

常州大学图书馆
藏书章



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

中国·广州

图书在版编目 (CIP) 数据

风险投资与创业企业融资研究/尹福生著. —广州: 暨南大学出版社, 2016. 6

(暨南经济文丛)

ISBN 978 - 7 - 5668 - 1775 - 4

I. ①风… II. ①尹… III. ①风险投资—研究—中国②企业融资—研究—中国 IV. ①F832. 48②F279. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 049746 号

风险投资与创业企业融资研究

FENGXIAN TOUZI YU CHUANGYE QIYE RONGZI YANJIU

著 者: 尹福生

出版发行: 暨南大学出版社 (510630)

电 话: 总编室 (8620) 85221601

营销部 (8620) 85225284 85228291 85228292 (邮购)

传 真: (8620) 85221583 (办公室) 85223774 (营销部)

网 址: <http://www.jnupress.com> <http://press.jnu.edu.cn>

排 版: 广州联图广告有限公司

印 刷: 广东广州日报传媒股份有限公司印务分公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 12

字 数: 228 千

版 次: 2016 年 6 月第 1 版

印 次: 2016 年 6 月第 1 次

定 价: 32.00 元

(暨大版图书如有印装质量问题, 请与出版社总编室联系调换)

前言

随着我国资源环境约束日益强化，要素的规模驱动力逐步减弱，传统的高投入、高消耗的粗放式发展难以为继，经济发展进入新常态，需要从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。推进“大众创业、万众创新”，就是要通过结构性改革、体制机制创新，消除不利于创新创业发展的各种制度束缚和桎梏，支持各类市场主体不断开办新企业、开发新产品、开拓新市场，培育新兴产业，形成小企业“铺天盖地”、大企业“顶天立地”的发展格局，实现创新驱动发展，打造新引擎、形成新动力。

作为支持创业的创新投资制度，风险投资以其投资行为的独特性及其与高成长性企业的特殊关联性在我国近年来的经济实践中得以迅速发展，与这种投资行为相伴而生的是一种新兴的资本市场形态，即风险资本市场。在创业企业创新和成长过程中，风险投资发挥着不可或缺的重要作用。风险投资以其投资行为的独特性及其与创新型、高成长性企业的特殊关联性而得以发展。这种由传统资本市场演进而来的旨在为成长型中小企业进行股权融资的市场，有着迥异于传统资本市场的特点。风险资本市场的建立和完善，势必对国家“大众创业、万众创新”战略的实施、经济结构转型和资本市场的创新发展起推进作用。可以说，风险资本的规模，决定了一个国家创新创业的成长速度。因此，我们必须依据经济学基本理论，参考并合理借鉴当代西方经济学对此问题的若干研究方法及观点，系统归纳和分析与风险投资相涉的若干关联性问题，对风险资本市场自身特点及运行规律进行探究，借鉴国外风险投资发展的先进经验，特别是在微观领域的先进经验，分析我国风险投资发展过程中存在的问题及原因，并在此基础上多维度地寻求适合中国社会主义市场经济的风险资本市场的价值定位、目标选择与发展路径。最后，提出中国资本市场新体系的构建思路和建议。

除第1章“导论”外，本书的论述分四部分逐层展开。其基本线索是：风险投资的宏观理论归纳（概念、内涵及运行机制）—风险投资的微观理论分析（信息不对称、双层委托代理、治理结构）—风险投资的国际比较分析—我国发展风险投资的模式选择和支持环境营造。

第一部分为风险投资的基础理论部分。第2章阐述了风险投资的定义和

内在属性。首先通过回顾、梳理中外学者和有关组织对风险投资的定义，从投资体系的角度给出自己的表述，即风险投资是一种支持创业的投资制度，是通过对具有高成长性的新兴企业进行权益性投资，并以一定的方式参与所投资的企业或项目的管理，最终通过股权的转让获取高额资本收益的一种投资方式。然后在分析风险投资与传统的产业投资异同的基础上，阐述了风险投资的内在属性和特征，指出风险投资是一种支持创建企业的创新投资制度，不仅提供企业创立和发展的资金支持，还提供增值服务。它实质上是与创业相联系的资本经营过程，是未来大企业的培育机制。

第3章对风险投资制度的生成和演进进行了分析。风险投资的生成和发展是一个渐进过程，这里把这个过程分成生成和演进两个阶段。其中，风险投资制度的生成着重论述的是从无到有的过程，即从传统资本市场衍生出风险投资制度；风险投资制度的演进着重讨论的是风险投资制度从产生到进一步发展的过程。风险投资制度是为响应传统资本市场在风险企业融资方面的制度缺陷所引致的获利机会而出现的创新制度，是从传统资本市场衍生的投资制度。风险投资制度是不断演进变化的，经历了从“非组织化的风险投资”（天使资本）到“组织化的风险投资”（公司制和有限合伙制）的过程。

第二部分仍注重对风险投资理论的挖掘，侧重对微观运行机制进行分析。一个完整的风险投资周期，包括筹资、投资和退资过程，本书用较大的篇幅来讨论。第4章和第5章重点讨论了风险投资中的双层委托代理及信息不对称问题，并分析了风险投资机构和创业企业降低代理风险的相应制度安排和治理机制；第6章分析了风险资本的退出机制。风险资本的退出是风险投资周期的最后一个阶段，它对风险投资周期的其他阶段的正常运行极其重要，成功的退出是确保投资者获得有吸引力的回报从而筹集新资本的关键。拥有一套完善的风险投资退出机制，是一个国家的风险投资体系高效运作、持续发展的保证。该章结合欧美等国风险资本退出的情况，比较了IPO、股份转让、公司清算等转让方式的效率，认为在中国尽管IPO方式是最吸引人的方式，但鉴于我国多层次资本市场并未完善，企业上市存在较大障碍，IPO方式未必是现实的选择，因此一味强调要克隆纳斯达克（NASDAQ）式的二板市场，而不加强基本制度建设，难保不重犯中国期货市场发展中的错误。因此，股份转让才是现阶段中国的现实选择。

第三部分对国内外风险投资的发展情况进行了比较和综合分析。第7章首先通过对美国、欧洲及亚洲一些国家和地区的风险投资发展现状的总体描述，比较和归纳了国外的成功经验；第8章分析了中国风险投资的发展历程和现状，总结了成功的经验和失败的教训，并对我国风险投资不甚成功的原因进行了探讨。在此基础上还对中外风险投资的发展进行了比较，从中得到

了一些可资借鉴的经验。

第四部分是对我国风险投资发展模式的正面探讨。第9章在理论分析和借鉴国外成功经验的基础上,结合中国实际情况,指出我国发展风险投资的总体目标是培育一个以市场为导向,以契约为基础,以民间资本为主体的风险投资体系。基于我国经济和法规的现实,风险投资在现阶段应支持有成长潜力的中小企业的生成和发展,资本来源仍是企业、富有个人、外资和政府四个方面,风险投资通过并购和IPO两种方式退出。第10章首先分析了政府在风险投资发展中的作用。在此基础上又分析了我国风险投资发展的支持环境。风险投资是一种高风险的投资,具有极大的外部性和不确定性。风险投资的外部性和不确定性必然导致市场失灵,这就要求政府采取适当的措施,纠正风险投资领域的市场失灵。因此,政府首先要为风险投资的发展营造一个良好的外部环境,包括法律、政策、制度、人文、市场等方面,这不仅是我国风险投资顺利运作的必要条件,也是我国风险投资业健康发展的制度保证。

尹福生

2016年4月

目录

CONTENTS

前言 1

第1章 导论 1

- 1.1 风险投资的意义 1
- 1.2 国内外关于风险投资的研究概况 4
- 1.3 研究方法和框架结构安排 10
- 1.4 小结 13

第2章 风险投资的基本理论阐释 16

- 2.1 风险投资及其内在属性 16
- 2.2 风险投资的功能 23
- 2.3 风险投资的运作机理 27

第3章 风险投资制度的生成与演进分析 33

- 3.1 风险投资制度产生的理论分析 33
- 3.2 风险投资制度演进的历史考察 45

第4章 风险投资中的信息不对称及委托代理问题 52

- 4.1 风险投资中信息不对称的生成 52
- 4.2 风险投资中逆向选择和道德风险问题的产生 55
- 4.3 风险投资中信息不对称问题的解决方法 57

第5章 风险投资的组织形式及治理结构分析 65

- 5.1 风险投资机构组织制度的演变 65
- 5.2 风险投资机构公司制与有限合伙制的比较 70
- 5.3 风险投资组织的治理结构分析 75
- 5.4 创业企业的治理结构 82

第6章 风险投资的退出机制：功能、模式及比较 91

- 6.1 风险投资退出机制的功能分析 91
- 6.2 风险投资的退出方式 94
- 6.3 IPO 与企业并购比较分析 98
- 6.4 IPO、资本市场模式与风险投资的发展 102

第7章 风险投资的国际比较和经验借鉴 106

- 7.1 国际风险投资发展模式 106
- 7.2 风险投资的国际比较 109
- 7.3 共性与启示 116

第8章 我国风险投资的发展历程与现状分析 120

- 8.1 我国风险投资发展历程回顾 120
- 8.2 我国风险投资发展的现状分析 122
- 8.3 我国风险投资机构的投资情况分析 126
- 8.4 当前我国风险投资发展中存在的问题及原因分析 134

第9章 我国风险投资发展目标模式探讨 140

- 9.1 我国风险投资运作主体的培育与发展模式 141
- 9.2 风险投资内在机制的模式建构 147
- 9.3 风险投资退出机制的构建 150

第10章 我国风险投资发展的支持环境分析 159

- 10.1 风险投资的政策环境分析 159
- 10.2 风险投资的产权制度环境分析 163
- 10.3 风险投资的法制环境分析 165
- 10.4 风险投资的产业化基础与企业制度环境分析 169
- 10.5 发展风险投资的人才环境分析 170
- 10.6 风险投资发展的社会文化环境分析 173

参考文献 176

后记 184

第1章

导论

1.1 风险投资的意义

每一次产业革命的发生，总是源于技术创新，兴于创新创业，成于资本创新。一个国家通过制度、机制、工具创新，把尽可能多的社会资本变为创新创业资本是产业革命发生的关键。

对中国而言，转变经济发展方式已经成为国家经济发展的基本方针，调整经济结构是提升国民经济整体素质和抗风险能力、在后国际金融危机时期赢得国际经济竞争主动权的根本途径。金融是现代经济的核心，资本市场作为现代金融体系的重要组成部分，其发展对于未来中国经济社会具有系统性的影响。在新的经济转型阶段，经济从原来较多依靠资源的投入带动增长，转向更多依赖技术的进步，即经济增长呈现越来越明显的创新依赖趋势，更多是采用“熊彼特增长”方式。而创业企业正在成为不可忽视的创新主体，对一国的经济增长和就业都具有重要影响。但是技术创新和创建企业都是有风险的，因而“需要一个运行有效的、能够对技术进步形成有效的风险分散和激励的资本市场，这既包括风险投资等，也包括创业板等市场，还包括灵活运用现有的资本市场的机制来实现这种金融的功能”（巴曙松，2009）。

在一个经济社会中，以创新和增长为本的创业企业不断涌现非常重要。这类企业代表了经济社会中最为重要的力量。它们创造新产品，运作新动态，提供新就业机会，开辟新市场，创造新财富。但此类企业主要是知识型或受技术驱动的，它们立足于无形资产，缺乏固定资产，没有完整的文件记载，资金问题是困扰其成长的最大瓶颈。同时，它们缺乏企业发展所必需的能力、资源和交际网络。在这个高速成长的创业领域，需要有一个高效的风险资本市场来提供资本支持和增值服务。风险投资对初创企业和高成长性企业有催化剂般的影响，促使政府将其作为一个主要因素来推动特定地区的发展，建立以科技为导向的经济发展模式。在创业企业创新和成长过程中，风险投资发挥着不可或缺的作用。风险投资以其投资行为的独特性及其与创新型、高

成长性企业的特殊关联性，在以美国为代表的经济实践中得以迅速发展。与这种投资行为相伴而生的是一种新兴的资本市场形态，即风险资本市场。这种由传统资本市场演进而来的旨在为成长型中小企业进行股权融资的市场，有着迥异于传统资本市场的特点。风险资本市场的建立和完善，势必对国家“大众创业、万众创新”战略的实施、经济结构转型和资本市场的创新发展起推进作用。可以说，风险资本的规模，决定了一个国家创新创业的成长速度。因此，依据经济学关于资本及资本市场的经典论述，参考并合理借鉴当代经济学对此问题的若干研究方法及观点，系统归纳和分析与风险投资相关的若干关联性问题，对风险资本市场自身特点及运行规律进行探究，并在此基础上多维度地寻求适合中国社会主义市场经济的风险资本市场的价值定位、目标选择与发展路径——构成了本书研究的逻辑起点。

中国的风险投资经过二十年的艰难探索，现已取得了一定进展。1998年全国政协提出“一号提案”以及国务院对《关于建立我国风险投资机制的若干意见》的适时转发，提高了人们对风险投资紧迫性的认识，开始营造一个较为良好的风险投资氛围。风险投资作为推动新企业创建、中小企业成长、高新技术产业发展以及提升整体经济发展水平的重要力量，逐步受到国内各方人士的关注和重视。各级地方政府也陆续出台了一些促进风险投资事业发展的优惠政策，并先后投入了相当数量的政府示范和引导资金，启动了风险投资事业，并积累了不少宝贵经验。近几年，风险投资机构发展较快，规模不断扩大。民间及境外风险资本参与创业投资活动的积极性有所提高，其投资的比重正在稳步上升。据有关部门调查，我国风险投资机构在1996年仅有24家，到2013年增加到1408家，增加了约59倍；风险资本总量从1996年的47.1亿元增加到2013年的3573.9亿元，增长了约76倍。与此相呼应的是，旨在促进中国风险投资业发展的讨论和呼吁日渐高涨，正在引起社会的关注和重视，引导人们把中国风险投资事业不断地推向新的发展阶段。但是，中国的风险投资在发展中还存在着不少问题，如规模太小，政府投资比例偏高而民间资本和外资参与不足，政府缺乏对风险投资者及其创投企业的有效支持和适当优惠，风险投资的高素质的管理和科技人才严重匮乏，不够规范的中介服务机构难以在投资者与创业项目之间架起便捷的交流渠道等。尤为重要的是，风险投资的退出机制和渠道并不完善。同时，传统经济体制下的银行主导型融资制度在当前体制转轨期日益暴露出诸多弊端，科技成果不能向现实生产力顺利转化已成为中国经济发展的一个战略瓶颈，而资金投放严重不足是造成这一事实的重大原因，尤其是中国正处于经济转型的重要节点。企业的融资方式正在由以银行为主的间接融资方式向以资本市场为主的直接融资方式转变，加上“大众创业、万众创新”国家战略的提出，资本市场和

风险投资出现了前所未有的发展契机。诸如此类现实问题就构成了本研究的历史起点或现实依据。

由此可见,有必要重新强调和审视风险投资对于促进核心经济发展所具有的深远意义,有必要从发展中国家经济增长模式的目标定位与路径选择的视角考察风险投资的复合功能,有必要从制度经济学等现代经济学的新视域反思我国传统融资制度的弊端及资本市场的制度创新。

研究风险投资的现实意义,可从风险投资与中国经济发展、风险投资对创新创业的支持、资本市场的制度创新关系等角度进行阐述:

(1) 面对 21 世纪的知识经济和经济全球化的挑战和机遇,风险投资可以促进中国高新技术产业的发展,促进中国传统产业结构的调整(升级换代),更好地提高整体国民经济实力和国际竞争力,并在客观上推动中国经济更快地与世界经济接轨。在当今知识经济时代和经济全球化时代,科技进步和创新能力是一个国家综合国力竞争的焦点。而风险投资作为科学技术和金融的有效结合,正是推动科技进步、促进科技成果转化并进而产品化、产业化的最为基础、最为活跃的助推器,同时也是转变经济增长方式、培育新的经济增长点的重要力量。风险投资的被重视程度及其发达程度,直接决定着一个国家或一个地区科技进步以及高科技产业发达的程度。风险投资可促进科技和生产的结合,促进科技成果产业化,是科技成果转化的助推器;科技产业通过促进产业升级和经济增长模式的转变,不仅有助于突破当前改革中遇到的经济增长速度放慢、失业人数增加的困境,而且有利于改变中国在国际市场上的分工状况和贸易地位。

(2) 风险投资是未来大企业或新产业的孵化和培植机制,为“大众创业、万众创新”提供权益资本投资支持,为具有发展潜质的创业企业从孵化、发育到成长的全过程提供直接融资服务。为促进我国创业企业的兴起、成长和多种经济成分的企业发展创造有利条件。通过对风险投资的价值定位和目标选择来区分投资主体的角色功能,对于规范、调适和改进政府在风险投资中的功能有一定的现实参考价值。

(3) 风险投资为有风险投资意愿和能力的人提供投资机会,这将为把中国巨大的资本潜能转化为现实性社会资本,提供一种合理、有效的融资制度。

(4) 风险资本市场促进证券市场的规范化,推动企业治理结构的完善。现代风险投资不仅为创业企业提供融资服务,而且为其注入丰富的管理内涵,成为知识经济时代有着广阔发展空间的金融创新工具和金融服务形式。通过风险资本市场的金融创新,可以培育和发展投资中介,各中介机构通过整合风险投资企业所需的各种物质要素和信息要素,又可加速高科技成果、人力资源和资本的有效结合。风险资本市场这一融资制度在资金导向机制、优化

配置机制、产业成长机制、风险分担与补偿机制等方面的创新，都将有利于中国资本市场体系的创新、完善和发展。

1.2 国内外关于风险投资的研究概况

国外关于风险投资的研究动态：风险投资这一现象由来已久，独立的专业风险投资市场早在 20 世纪 40 年代就建立起来，不过直到风险投资行业在 20 世纪 80 年代迅速发展，该领域才真正引起学者们的兴趣，其背后的原因是当时风险投资是相当不起眼的产业，甚至到 20 世纪 80 年代，美国的风险投资行业还没有超过几十亿美元，只是一个规模很小的市场，没有人想到它将成为推动创新、促进创业的重要因素。对风险投资的理论研究，国外开始于 20 世纪 80 年代，90 年代后得到了长足发展，取得了丰硕成果，而且主要集中在美国，来自其他国家的研究很少，这与风险投资在美国成功实践而在其他国家不甚成功有很大关系。其代表人物有：百森商学院的 William Bygrave、哈佛商学院的 William Sahlman、纽约大学的 Ian Macmillan、圣克拉拉大学的 Tyzoon Tyebjee 和 Albert Bruno，以及本身就是风险投资家的 Kenneth Rind、William Wetzel 等。他们关于风险投资的理论研究归纳起来集中在以下几个方面：风险投资与风险资本市场，风险投资的筹集、投资和退资路径，风险投资的组织形式，风险投资家的作用，风险投资中的契约机制和创业企业控制，项目投资评估、决策及管理，风险投资的外部环境及对经济发展的作用等。

国内关于风险投资的研究动态：国内尚处于起步阶段，主要包括对风险投资的基本认识和国外经验介绍、国内外风险投资发展比较、发展风险投资的初步设想及相关对策、风险投资的投资理论探索等。

20 世纪 80 年代，从事高科技发展研究的专家学者首先认识到发展高科技产业投资的重要性。浙江大学的马国庆研究了建立中国风险基金的必要条件，并分析了中国高技术风险基金发展的主要障碍因素；西安交通大学的汪应洛研究了中国高技术产业化的风险机制和决策机制，提出了建立风险投资公司及其运作方式的构想。

20 世纪 90 年代中期以来，风险投资渐成中国社会经济中讨论的热点。成思危（1997）比较分析了国外风险资本的组织发展模式、政策和经验；王国刚、刘曼红、王奇松等（1998）全面阐述了风险投资对发展中国高科技产业和促进企业科技进步的作用，系统论述了中国风险投资的建设体系和相关措施等问题；杨峰等人（1998）对美国 and 德国的风险投资业进行了比较研究，试图说明建立与风险投资发展相适应的公司治理机制和公司创新机制的重要性；齐晓安等（1998）对高技术风险投资发展进行了中外对比研究，提出了

中国发展风险投资的对策；辜胜阻等（2001）研究了政府在推动风险投资发展中的作用。

1.2.1 研究概况

风险投资及风险资本市场的研究，主要集中在对风险投资产生的背景、影响因素及不同模式等方面。

风险投资产生于美国，而且在美国发展得最为成功，风险资本市场最为活跃。经济合作与发展组织（OECD）认为，这是因为美国具有发展风险投资的良好氛围，包括：①对待创业及创业失败的宽容的社会态度，公众始终对企业家有着良好的评价，且美国人具有强烈的冒险精神和创新意识；②美国有成熟的资本市场，公众有持股传统，发达的股票市场的存在繁荣了金融市场；③市场体系完善，政府极少行政干预，只在重大制度方面发挥作用，包括个人税收体系的调整和所得税的减免改革等经济政策。

Bygrave 和 Timmons（1992）研究发现，一个国家或地区风险投资业的发达程度取决于下面一些基本条件：①有完善的法规保护风险投资者的利益，减少风险投资的法律风险。②有优惠的税收政策降低风险投资的市场风险，以增加风险投资的预期收益。Friedman（1989）用实证的方法证明，美国投资收益税从1969年的49%降到1981年的20%，对风险资本的供给量有明显的刺激作用，尤其是在风险投资业发展的初期。③有活跃的向高科技企业倾斜的证券市场来加速风险投资的回收，以提高风险投资的扩张速度。活跃的证券市场能极大地刺激风险投资的发展。④有宽松的投资政策来放松各类基金对风险投资的限制，以增加风险资本的供给。⑤有健全的会计审计制度来保证风险企业的财务状况及时准确地公开，以增强投资者的信心。

克拉克（1987）通过比较美国、英国和日本的风险投资活动，认为由于文化和观念的差异，导致风险投资模式的不同：英美是市场导向的风险投资模式，而日本则是银行为主导的模式。Lerner（1994）研究认为，由于技术含量、资金存量 and 政策环境的不同，风险投资的发展模式也不一样，从对环境的依存性看，风险投资发展大体上有四种模式：一是以“官助民营”的私有风险投资机构为主体的美国模式；二是以大公司、大银行为主体的日本模式；三是以“大企业联合、政府参与”的国家风险投资行为为主体的西欧模式；四是新兴工业化国家和地区的“两条腿走路”模式。

Bernard S. Black 和 Ronald J. Gilson（1997）通过系统地比较以银行为中心的资本市场和以股票市场为中心的资本市场对风险投资体系的影响，认为发展良好的证券市场和 IPO（Initial Public Offerings，股票首次公开上市）及活跃的私有养老金投资是风险投资重要的资金来源，风险投资在以股票市场为

中心的体系中具有更强的生命力。他们还解释了美国风险资本市场的两个典型特点：相对迅速的退资及通常采用 IPO 实现退资。

1.2.2 风险投资的资本来源和退出研究

Bernard S. Black 和 Ronald J. Gilson (1990) 等的研究表明, 在 20 世纪 80 年代以后的美国, 养老基金和保险基金成为风险资本的主要来源, 占风险资本的 60%; 欧洲的风险资本是以银行和政府机构为主, 其次是养老基金、保险基金、私人资金; 日本由于不允许养老基金进入风险投资领域, 其风险投资来源主要是大银行、政府机构和大公司; 中国台湾则是以商业基金为主, 约占整个风险资本的六成。风险投资来源的不同在某种程度上反映了不同国家或地区的政策导向差异。

风险投资的成功退出是实现风险资本增值的基本前提, 是风险投资在时序上和空间上不断循环的保证。成功的退出对于确保投资者获得有吸引力的回报, 从而筹集新资本至关重要, 且对风险投资周期其他阶段的正常运行也极其关键, 因此对这个问题的研究在学界一直受到高度重视。

Willian D. Bygrave 和 Jeffery A. Timmons (1992) 通过对 1979 年至 1988 年美国风险投资支持的 IPO 发行的企业的获利情况进行实证分析发现, 采用 IPO 发行股票上市而退出的风险投资, 其获利的高低程度与其投资的创业企业的时间早晚有很大关系: 投资创业企业越早, 获得的投资回报越高, 反之则投资回报越低。Wright 等 (1992) 研究了风险投资变现及交易的时间和交易方式等问题, 风险投资的流通变现直接影响到风险资本市场的形成和发展。Jain 和 Kini (1995) 将由风险资本支持的上市企业 and 非风险资本支持的上市企业进行了比较, 发现上市交易三年后, 前者的业绩更好, 并且优良业绩和风险投资的监管质量呈正相关。

Grinblatt 和 Hwang (1989) 提出了风险投资首次公开发行的信号模型。他们认为, 在首次公开发行时向外部人员传递企业质量的信号涉及风险投资家和其他内部人员所保留的股份比例及股价低估的程度。Chishty 和 Muhammad Rezaul Kaiser (1991) 的实证分析证实了模型的结论。由于内部人员具有信息上的优势, 外部人员对内部人员发售新股持消极态度, 加上用于消除这些“顾虑”的成本, 导致创业企业在首次发行时不能得到比其他投资机会更高的净现值。也就是说, 采用首次公开发行退出不一定是实现高额资本增值的最佳选择。Lin 和 Timothy Hsiang 通过研究证实了类似观点: 有信誉的风险投资公司, 尤其是在风险投资行业历史较长的公司出售股份的能力更强。

尽管人们厚爱通过公开上市方式退出风险投资, 但 Wright 等 (1992) 的研究结果显示: 风险投资在选择退出时间和方式上是非常灵活的, 在实践中,



出售给第三者是一个最普遍被采用的重要退出方式,也是最实际的一种退出方式。Relander (1993) 通过对欧洲风险投资的退出状况的研究,得出同样的结论——出售给第三者是最普遍采用的退出方式。

综合他们对风险投资退出问题的研究可以发现,他们的目光主要集中在对单个投资组合的研究及退出方式的比较上,对哪些因素影响风险投资退出方式的选择及两种退出方式对风险投资增值的差异等问题着墨不多,这些问题有进一步研究的必要。

1.2.3 风险投资的组织形式研究

很多研究是从如何避免由于投资者和风险投资家信息不对称而产生的道德风险和逆向选择的角度来分析风险投资的组织形式的。Leland and Pyle (1977) 认为,金融市场上信息不对称所导致的逆向选择和道德风险会使金融市场失灵,信息不对称是解释金融中介存在性的一个基本原因。Diamond (1984) 认为,金融中介是通过充当被委托的监督者来克服信息不对称问题的。

风险投资中存在严重的信息不对称问题,存在于投资前的项目选择、投资中的合同签订和投资后的监督控制各个环节中。风险投资基金的投资管理人员通常都对特定行业具备相当充分的专业知识和经验,他们所拥有的专业技能与经验积累使他们在投资项目的选择、管理、监督等方面具有显著的比较优势,能够成为投资者的代理人。他们通过投资前对项目进行深入、尽职的调查和投资后的监督控制,可以降低信息成本,减少信息不对称,从而有效地解决投资管理过程中可能产生的逆向选择和道德风险问题。

Sahlman (1990) 认为,投资者和风险投资家由于信息不对称,致使二者之间的合约必须建立在有效的激励机制的基础上,而有限合伙制则是合适的制度。他通过观察和研究发现,20 世纪 80 年代后,美国风险投资机构的典型组织形式是有限合伙制,这在很大程度上是因为养老基金、大学和慈善机构等投资者为免税实体,这一结构保证了它们的免税地位。他从实证的角度指出了比较常见的有限合伙制的报酬机制,即有限合伙人提供 1% 的资本但分享 20% 的资本利得。

Hellmann (1998)、Bernard S. Black 和 Ronald J. Gilson (1998) 等指出,由于信息不对称,风险投资家和资本提供者之间存在一个学习过程,成功的首次公开发行成为反映风险投资家能力的一个信号。首次公开发行机制也成为风险投资家与资本提供者之间的信号传递机制。在这个意义上,也可以较好地理解为什么有限合伙制成为风险投资机构主流的组织形式。

1.2.4 风险投资中的契约安排和创业企业风险管理研究

由于风险投资是一种长期的股权投资,不同于流动性强的公开市场投资,其所投资的企业比常规企业具有更大的风险性,因此,风险投资公司与创业企业之间的契约安排显得尤为重要。这方面的研究成为风险投资微观层面研究中最为活跃的部分。

Yuk-shee Chan (1990) 基于对风险投资不对称信息及由此产生的学习过程等问题的分析,提出了一个风险投资家和创业企业家的两期代理模型。他认为,风险投资公司和创业企业之间存在信息不对称,会发生道德风险,两者之间学习过程的存在使得契约具有明确的条款,保证风险投资家具有控制权的让渡能力。Mitchell 等 (1995) 认为,风险投资家不仅将股本资金注入创业企业,而且将自己的专业技能也注入其中(提供管理增值服务),这样既有助于企业的健康发展,也有利于保护自己的投资并确保创业企业朝着风险投资公司的投资目标发展,即快速获得较高的投资收益。

与 Yuk-shee Chan 不同,Jeffrey J. Trester (1998) 认为,在缔约时创业企业家和风险投资家之间的信息是对称的,不对称信息是后来才发生的。因此,在早期融资阶段,可转换优先股是主导的合约形式,而在项目的后期,不对称信息的减少使得债权和普通股较多地使用。Dirk (1998) 从贝叶斯后验估计的角度,提出了一个动态的风险投资模型。对于风险收益不确定的投资项目,由于风险投资家和创业企业之间的不对称信息,使得事后的道德风险成为可能。随着时间的推移,项目的相关信息逐步被揭示,风险投资家就可以修正对项目前景的预估,并决定是否继续投资,即该过程本身是一个内生的基于贝叶斯估计的动态模型。尽管 Chan、Trester、Dirk 等人在信息不对称存在的时间先后上有不同看法,但他们均认为,投资时风险投资家采用的多轮次投资方法,可以较好地解决不对称信息和控制投资风险问题。

Sahlman (1990) 研究表明,阶段性投资原则、可转换的投资工具、价值补偿及通过合约约束创业企业等不同激励机制有助于创业企业家提高经营效益和披露准确信息。Paul A. Gompers (1993) 指出,风险投资者在不同轮次的投资中保持相同的权益份额,可以较好地规避道德风险,他以美国的 794 家创业企业为样本实证了分阶段投资的风险控制作用。他认为,获得创业企业未来预期收益的相关信息,是风险投资家做后续投资决策的重要依据。有的学者(Admati 等)认为,创业企业的治理结构也是对创业企业进行监控的重要手段。

1.2.5 风险投资项目评价和决策行为研究

投资项目评价的优劣,直接影响着投资决策的科学性,关系到投资项目

的成败。因而,风险投资项目评价的理论和方法也一直受到理论界和实际操作者的重视,这方面的研究成果也较多。

风险投资对项目的选择与一般投资不同,它更强调创业企业的人员素质,对产品和服务的新颖性、独占性更为重视。Vance H. Fried 和 Robert D. Hisrichz (1994) 通过实证分析,得出投资项目评估的三个一般原则:项目的生存性和新颖性,管理能力、经验和管理团队的互补性,高收益和退出的可能性。Muzyka (1995) 等人强调了上述原则的综合运用,并且强调风险投资家即使不能满足所有的融资和交易条件,也宁肯选择具有优秀的管理团队、合理的融资和产品等市场特征的投资机会。

T. T. Tyebjee 和 A. V. Bruno (1984) 通过实证分析,得出一个风险投资的项目评估模型,列出项目评估的五大指标:市场吸引力(市场规模、市场需求、市场增长潜力、市场易接近性等)、产品独特性(专利保护、边际利润、技术技能等)、管理能力(管理、营销、财务等方面的技能)、兑现能力(退出机会、并购潜力)、环境威胁抵抗能力(竞争进入障碍、过时保护、贸易圈保护等)。有的学者(Asnit 等)指出,无论何时进行风险投资,采用什么标准筛选项目,风险投资机构总会面临逆向选择,逆向选择的存在可能导致对投资项目的选择做出错误的判断。他们指出,一般能力较差的创业企业家可能会接受能力较强的创业企业家不愿接受的报价。为了减少逆向选择,风险投资家较多采用分阶段投资原则,并且借助中介机构的作用。此外,Bruno 和 Tyebjee (1995)、Norton 和 Roure 等通过对美国风险投资实际情况的考察,认为虽然风险投资机构试图采用一定的统一标准,但实际运作时,在创业企业的不同阶段,投资项目的筛选标准是有差别的:早期阶段看重创业企业家的性格、经验及产品的市场成长性,晚期阶段更关心产品的市场接受程度。还有的学者对创业企业/项目的评估定价问题进行了研究,主要的方法是贴现现金流量法和投资分析法,对于晚期项目主要采用投资分析法,无论采用什么方法,均是以项目将来的可能业绩为基础(Wright 和 Robbie, 1987)。这些研究成果被广泛应用于实际操作中,取得了较好的效果。

关于风险投资家的作用问题的研究也受到学者们的重视。Mull 和 Frederick Hobert (1990) 提出了风险投资家的理论模型,即风险投资家作为具有特质的金融中介,不仅提供风险资本,还提供增值服务,这样做有助于保护自己的投资并确保公司获得快速的高于平均水平的投资回报。还有的学者研究了风险投资对产业创新和经济发展的影响(Samuel Kortum 和 Josh Lerner, 1998),风险资本市场与成长型中小企业融资的关系(Allen N. Berger 和 Gregory F. Udell, 2000)等问题,限于篇幅,在这里就不展开分析了。

总体而言,国外对风险投资的研究是从微观运行机制开始逐步扩展到宏