

中华美国学会

中华美国学丛书

张树中 著

美国创业资本市场的 制度分析

中国社会科学出版社

中华美国学丛书

美国创业资本市场的 制度分析

张树中 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

美国创业资本市场的制度分析/张树中著. —北京: 中国社会科学出版社, 2001.11

(中华美国学丛书)

ISBN 7-5004-3199-6

I. 美… II. 张… III. 资本市场—经济制度—分析—美国
IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 073866 号

责任编辑 周晓慧

责任校对 林福国

封面设计 王 华

版式设计 李 建

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010-84029453 传 真 010-64030272

网 址 <http://www.cass.net.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京新魏印刷厂 装 订 丰华装订厂

版 次 2001 年 11 月第 1 版 印 次 2001 年 11 月第 1 次印刷

开 本 850×1168 毫米 1/32

印 张 9

字 数 220 千字 印 数 1-4000 册

定 价 19.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

本书的出版得到由美国福特基金会赞助的中华美国学会美国学著作出版补贴基金的资助,特此致谢。

The publication of the book is made possible partly by the Chinese Association for American Studies Publishing Subsidy funded by the Ford Foundation.



作者简介

张树中，1960年生，山东人，经济学博士。1983年中央财经大学会计专业学士毕业，1989年中国社会科学院研究生院世界经济专业硕士毕业，1999年中国社会科学院研究生院世界经济专业博士毕业。现任光大证券有限责任公司资产管理总监、高级经济师。曾在核工业部、中央财经大学、华夏证券公司任职。组织完成了数十家企业的股份制改造和股票的发行上市工作。熟悉资本市场的理论与运作及中国证券市场的法规与实务，在企业改制与股票发行上市和证券资产管理方面积累了较丰富的经验。

注 意

- 1 借书到期请即送还。
- 2 请勿在书上批改圈点折角。
- 3 借去图书如有污损遗失等情形须照章赔偿。

北京卡片商店 0701

中华美国学会是全国性的非盈利的民间学术团体，成立于1988年12月中美建交10周年之际，其宗旨是联络和团结全国各地从事美国研究的学者，协调国内各专业性研究美国的团体和机构的工作，发展中国的美国学研究，增进中国人民对美国的了解，促进有关美国的研究和教学方面的国内外学术交流，为中国的现代化事业、为世界的和平和发展事业服务。

学会得到福特基金会的资助，设立了美国学著作出版补贴基金，组织出版中华美国学丛书。学会秘书处现设在中国社会科学院美国研究所。

责任编辑：周晓慧
封面设计：王 华

目 录

导论	(1)
第一章 关于创业资本制度分析的一般理论	(22)
第一节 制度、制度的起源及其功能	(25)
第二节 制度安排及制度变迁	(42)
第三节 制度是一种合约安排	(48)
第四节 制度理论在创业资本市场分析中的运用	(52)
第二章 创业资本市场组织形式的制度分析	(70)
第一节 委托代理关系的产生及其问题	(71)
第二节 美国创业资本市场发展的历史及组织形 式的演变	(83)
第三节 创业资本主导组织形式的确立	(93)
第四节 有限合伙公司委托代理关系中的监督和 激励机制	(98)
第三章 美国创业资本融资的制度分析	(107)
第一节 信誉在创业资本融资制度中的作用	(109)
第二节 创业资本的资金规模和资金来源	(123)

第四章 美国创业资本投资的制度分析	(136)
第一节 创业资本投资制度的特点	(136)
第二节 创业资本的投资阶段分析	(140)
第三节 创业资本的投资决策制度	(151)
第四节 创业资本的投资管理制度	(177)
第五章 美国创业资本退出的制度分析	(186)
第一节 可行的退出制度安排是创业资本成功的关键	(186)
第二节 创业资本的退出方式	(188)
第三节 首次公开发行股票制度安排	(195)
第四节 第二板市场制度与创业资本的退出	(201)
第六章 美国创业资本市场制度变迁的制约因素	(215)
第一节 政府在发展创业资本市场中的作用	(215)
第二节 美国创业资本市场的法律约束	(221)
第三节 美国创业资本发展的市场约束	(224)
第四节 美国创业资本市场的宏观经济约束	(230)
第七章 结论与启示	(233)
第一节 简短的结论	(233)
第二节 对发展我国创业资本市场的几点思考	(236)
主要参考文献	(252)
后记	(281)

导 论

一、本书的主题

1997 年夏季爆发的震撼全球的亚洲金融危机，不仅导致了东南亚各国的经济出现大幅度的负增长，也给世界各国经济带来了不同程度的影响。然而，世界经济的头号超级强国——美国，在这场危机中并没有受到太大的影响，其国民经济增长依然一枝独秀，持续保持增长的势头，也即美国经济自 1991 年 3 月走出低谷转入复苏阶段后，便进入了高增长、低通胀和低失业率并存的持续发展时期。到 2000 年底，美国经济已经持续扩张了近 10 年。美国经济的奇迹、“神话”引起了世界各国经济界人士的充分关注。因为从美国经济发展的周期来看，美国经济每经过 3—5 年的持续繁荣期以后，就会进入消退期。再加之目前世界经济的动荡及衰退，亚洲金融危机的冲击，作为世界经济领头羊的美国，其经济周期循环则更应该先知先觉，较早地反映出来。美国经济增长与世界经济发展之间形成的鲜明的反差，促使人们开始重新审视经济增长的动力以及经济发展模式等一系列重大问题。

美国经济发展给人感受最强烈的是，美国国民经济运行及美国的经济增长基本上是靠高科技产业带动的。纵观 20 世纪 90 年代的美国经济，人们不难发现，美国经济增长的突出特点在于信息产业的迅速增长和突飞猛进。美国经济发展最早是从农业起

步的，之后出现工业革命。到第二次世界大战期间和战后相当长的时间内，由于汽车、造船和军事工业的需求，钢铁和能源工业成为美国的支柱产业。近 30 多年来，随着人们需求的增加，汽车和住房建设成为美国经济的两大龙头产业，推动着美国经济的发展。然而，上述传统产业目前在美国经济中的作用和地位虽然称不上明日黄花，但其重要性却远不如从前，最明显的例子就是，美国通用汽车公司尽管在销售收入、资产规模上要比美国微软公司大得多，但其公司的股票市值比美国微软公司的股票市值要小得多。可以说，高科技信息产业的出现和成熟，已经成为美国经济发展的新的推动力。据美国商务部和美国电子协会的统计，在 1993—1998 年间，信息技术产业为美国创造了 1500 万个新就业机会，高新技术产业已经成为美国雇用职工最大的行业，其职工工资比全国私营企业平均工资高出 73%；高新技术在国内销售和出口方面也已成为美国最大的工业部门，其产值约占美国国内生产总值（GDP）的 8%，美国经济增长的 30% 以上要归功于信息技术。进入 90 年代以后，美国高科技产业得到了迅猛发展，电脑和电讯业的增长速度是美国经济增长速度的两倍；整个 90 年代，美国的医疗服务和高科技是美国经济增长速度最快的行业，大大超过了传统上被认作美国经济主导产业的汽车制造、建筑和化学工业等的发展。美国经济的出色表现被经济界和舆论界冠以“新经济”、“新时代”的美誉。

然而，正本清源，我们首先看到，在美国带动经济增长的动力是高科技产业的发展，但从更深层次上考虑问题，我们会问美国的高科技企业又是怎么发展起来的呢？尽管推动高科技企业发展的因素很多，但从一家高科技企业的诞生到发展壮大乃至成为巨型企业，诸如美国英特尔公司、微软公司、戴尔公司以及众多的互联网企业像雅虎、美国在线都是依赖资本市场的支持而成功的，尤其是依赖一种与过去融资关系截然不同的新型融资关

系——创业资本（Venture Capital）的支持而发展起来的。有的经济学家一针见血地指出，在美国，90%的高科技企业又是按照创业资本模式发展起来的^①。可以说，创业资本是推动美国高科技企业发展的功臣。也正是由于创业资本与现代企业体制相结合，才极大地促进了科技发明、创新成果的物化过程，极大地加速了新技术的商品化、市场化和产业化进程。

由此可见，创业资本在美国现代经济发展过程中起到了非常重要的作用。它通过对高新技术创新的扶持，推动了高新技术产业的蓬勃发展，进而带动了整个经济的发展。创业资本的作用可以形象地称为“经济增长的发动机”。

我国为实现国民经济的可持续发展的战略目标，已经意识到科学技术对经济发展的重要性，开始实施“科教兴国”战略，大力发展高新技术，推动高新技术成果的转化等一系列推进高科技成果向生产力转化和商品化的过程。尤其是在目前世界经济已经呈现出一种知识经济时代的态势的情况下，我国如何迎头赶上，迎接知识经济的挑战？科学技术成果通过什么样的途径，才能较快地、高效地转化为商品？这是我们国家实施“科教兴国”发展战略所面临的重大课题。

“他山之石，可以攻玉。”借鉴发达市场经济国家的经验，发展我国高新技术产业，推动技术创新和技术进步，不失为一条捷径。基于这种想法，我国许多学者建议，发展高科技产业、推动高新技术产品的转化，应走发展创业资本、以创业资本带动创业企业发展的道路。这种观点无疑是一种真知灼见。然而，提出发展创业资本，建立创业资本市场的观点和思路在我国已经有十几年的历史了，期间我们还进行过试点，例如，专门成立从事创业投资的“中国新技术创业投资公司”等，但最终非但没有成功，

^① 李京文：《迎接知识经济新时代》，上海远东出版社1999年版，第328页。

反而影响了创业资本在我国的进一步发展。尽管这是由多种因素造成的，然而，最重要的原因还是我国在发展创业资本的初期仅仅是模仿了美国创业资本的外在形式，我们没有从制度安排的角度去分析和研究美国创业资本发展的具体模式和制度环境、市场环境，更没有为创业资本的发展提供相关的配套措施和退出机制。事实上，美国的创业资本经过近 50 年的发展，已经成为一种系统化的融资、投资制度，并已形成一套完整的进入、评价、投资、监控、退出等一系列相互关联的市场体系。美国创业资本的运行是不同于一般资本形式的投融资制度的，它在制度安排、组织结构、风险控制和收益分配等一系列环节上，都有自己独特的地方。因此，发展我国的创业资本必须借鉴美国创业资本的发展经验。当然，这种借鉴、吸收、消化则必须建立在从本质上对美国创业资本及其运行的制度进行分析、研究的基础之上，必须同我国的经济实践充分地结合。

基于现实的需要，笔者以“美国创业资本市场的制度分析”为主题，通过对美国创业资本市场形成、发展、成熟、壮大过程的考察、分析，以及对创业资本的组织结构、契约安排、投资制度、退出制度等环节的剖析，得出了本书的一个基本命题：创业资本是一种新的制度安排；创业资本的运行都是在其制度安排的相关条件、相关环境以及配套措施下进行的。本书就是要揭示创业资本制度安排的结构及其对创业资本发展的推动效应。

二、创业资本的界定

很显然，我们首先要对创业资本的定义作一下描述。创业资本的英文名称是“Venture Capital”，国内也有人将其译为“风险资本”、“风险投资”。笔者认为，“创业”二字更能表达出“Venture”一词所蕴含的“敢干什么”，“冒险从事什么事业”的真正

含义，故尔将其译作“创业资本”。

创业资本是由创业资本家出资，协助具有专门技术而无法筹得资金的技术创业家，并承担创业时的高风险的一种权益资本。创业资本家以专业知识主动参与经营，使被投资企业能够健全经营、迅速成长，创业资本家可于被投资企业经营成功后，将所持有的股票卖出以收回资金，再投资于另一新创企业，周而复始进行长期投资并参与经营。创业资本家以获取股息、红利及资本利得为目的，其最大特征在于承担较大的风险以获得巨额资本利得。

创业资本还具有以下几个特点：

- (1) 创业资本是一种没有担保的投资；
- (2) 创业资本是一种无法从传统渠道获得资金的投资；
- (3) 创业资本是一种高风险与高收益并举的投资；
- (4) 创业资本是一种流动性很小的中长期投资；
- (5) 创业资本是一种资金与管理相结合的投资；
- (6) 创业资本是一种金融与科技相结合的投资；
- (7) 创业资本是一种主要面向高新技术中小企业的投资；
- (8) 创业资本是一种积极的投资，而不是一种消极的赌博。

总之，创业资本是指投入到具有高成长性企业的一种权益资本。创业资本有三个基本特征：一是投资周期长，一般需要 3—7 年；二是这种资本不仅给企业提供资金，而且还参与企业的战略决策和经营管理；三是创业资本不追求长期的资本收益，往往到一定时候以转让股份的形式一次性退出。

从现代经济学的观点考察，任何一种融资活动均可视为一种契约安排^①。因此，我们可以把创业资本理解成一种新的金融契

^① 李扬、王国刚主编：《资本市场导论》，经济管理出版社 1998 年版，第 24 页。

约。创业资本产生的外部因素是技术创新对融资的需求，内部因素则是创业资本家内在的创新动力。由于信息不对称（asymmetric information）和信息不完全（imperfect information）带来的逆向选择（adverse selection）和道德风险（moral hazard）在新技术创业融资过程中表现得更加明显，因而更需要一套新的制度安排——创业资本去解决上述问题^①。可以说，整个创业资本市场的形成、发展及运行是一种制度安排和制度变迁。本书围绕着创业资本市场的制度安排和制度变迁这一主题，探讨创业资本形成、发展和演变的规律。

三、本书的理论背景和研究方法

（一）制度分析方法在创业资本市场的应用

笔者认为，从新制度经济学的角度考察创业资本市场的形成和发展，可以解决原有经济学理论对创业资本形成原因等问题上所遇到的困难，从而以独特的分析方法说明创业资本市场的演变和运行规律。

在本书中，我们借鉴了新制度经济学关于制度分析的概念和分析方法，将“制度”定义为资本市场的一套行为规则，而“制度安排”则是资本市场制度的具体化；“制度变迁”是一种制度安排对另一种制度安排的替代，它是一个渐进的过程。

制度的作用在于通过设定人们的行为规则，来激励与约束人们经济交易中的各种行为，减少人们在日常生活中的不确定性，降低在经济交换中的交易成本；因此，制度变迁可以看作是人类为减少经济交换中的交易成本所作的努力。也正是在这个意义

^① [美] 米什金：《货币金融学》，中国人民大学出版社 1998 年版，第 193 页。

上，我们可以把制度理解为人与人之间的契约关系。制度安排实质上就是一种契约安排。

因此，本书的一个基本命题是：创业资本是一种新的金融契约安排，它解决风险和信息不对称所造成的高新技术企业的融资困难。作为创业资本的主体——创业投资公司，主要通过积累专业化技能（即特殊知识的获得）、组合投资和联合投资、过程管理和权益安排等方式来解决资金需求与资金供给过程中的风险和不对称两个障碍。

创业资本市场的形成和发展是一种制度安排和制度变迁，其实质是新制度经济学所认为的一种诱致性制度变迁。它是由市场需求、融资制度、企业家和创业资本家创新动机等多种综合性因素诱发的。在其制度安排和制度变迁过程中，需要一系列实施机制。这些内容主要包括：（1）企业组织制度；（2）融资机制；（3）投资机制；（4）退出机制；（5）约束机制。

创业资本市场制度变迁的主体是创业资本家，他们对预期资本增值收益的追求，决定了创业资本市场制度变迁的路径。

（二）本书采用的研究方法

由于我们试图从新制度经济学的角度研究创业资本市场制度及其变迁问题，并借以对中国发展创业资本制度进行初步探讨，因此，就决定了本书不仅要借鉴和运用马克思主义经济学和新制度经济学及相关理论研究成果，而且必然要充分体现与新制度经济相关的独特的分析方法。

本书比较充分地体现了以下几方面的研究方法：一是比较与归纳的研究方法。相对于新古典经济学，本书虽然也采用了均衡分析、供求分析等方法（新制度经济学家也普遍地使用这些方法），但使用更多的则是由制度研究特点所决定的比较与归纳的分析方法。这不仅体现在我们对美国现代创业资本制度的现实所

做的深入观察、分析和比较中得出的某些一般性结论，而且还体现在整个理论框架结构之间具有的某种鲜明对比性之中。如创业资本的组织形式、创业资本的融资制度等。二是实证与规范分析相结合的方法。与新古典经济学追求实证分析的纯洁性不同，新制度经济学充分重视实证分析与规范分析相结合的研究方法。这不仅因为“是”与“应该”总是交织在一起的，而且在于制度分析总是在实证性分析比较之后得出某种价值判断，况且比较研究的方法本身就必然涉及到比较的价值标准问题——制度经济学往往将效率标准奉为圭臬。从本书的研究特点看，在实证分析和规范分析的结合上，我们一方面努力实证地对创业资本市场的基本结构、主要变迁机制等进行较为客观的描述和刻画；另一方面力求给出某些具有规范意义的理论结论。而且从整个体系结构看，在理论分析方面较大程度地体现了实证分析的特征，而对中国发展创业资本市场的战略选择问题的分析，则在较大程度上体现了以规范分析为落脚点的特点。三是静态分析与动态分析相结合的方法。由于本书力图从一个比较新颖的角度和开阔的视野，来研究美国资本市场制度变迁和创新问题，由此决定了我们需要运用静态分析与动态分析、横向比较与历史比较相结合的研究方法。从本书的结构体系看，关于美国创业资本组织制度的分析，显然体现了加入时间因素来考察创业资本制度的变动性和历史的特点，而对创业资本运行过程中的各种制度安排的分析，又是以现实经济的横断面为静态背景进行的。同时，我们还采用博弈论、成本收益分析等现代经济学方法进行分析。下面笔者对以上研究方法作一具体阐明^①。

^① 现代经济学研究日益重视方法论的研究和应用，它体现了研究者对某一问题把握的深度和广度。目前介绍经济学方法论的论著主要有[英]马克·布劳格著《经济学方法论》(北京大学出版社1990年版)和[美]唐·埃思里奇著《应用经济学方法论》(经济科学出版社1998年版)。

1. 实证分析和规范分析。

所谓实证分析，大都是同事实相关的分析，而规范分析则与价值有关。前者关注的问题为描绘出“是什么”，强调经济理论要客观地描述事实；而后者要解决的问题在于回答“应该怎么样”，力图按照特定的价值取向调整或改变现实。换言之，“是”和“应该是”之间的区分，事实和价值之间的区分，想象中的关于世界客观性的论述和对世界带有主观性的叙述之间的区别，共同组成了实证分析和规范分析的判别条件。据此，描述经济究竟是如何运行的或人们的经济行为到底是怎样的学问便被称为实证经济学；而那些充满激情地赞美或诋毁某种经济运行机制或人们的经济行为的做法，则往往被贴上规范经济学的标签。

实证经济学企图超脱或排斥一切价值判断，只研究经济本身的内在规律，并根据这些规律分析和预测人们经济行为的效果。正如诺贝尔经济学奖获得者弗里德曼所概括的那样：“实证经济学不受任何价值观念或伦理观点的约束，它的目的不是描述‘应该怎么样’，而是‘实际怎么样’。实证经济学的任务是提供某种概括体系，用来预见影响人类活动和人类环境的某些变化及其后果。实证经济学的效果是根据其预测与现实中可能观察到的现象在多大程度上达到一致来决定的。总之，实证经济学是一门客观科学，与大部分所谓的物理科学完全相同。”^①

规范经济学则以一定的价值判断为基础，提出某些标准作为分析处理经济问题的指南，树立经济理论的前提，作为制定经济政策的依据，并研究如何才能符合这些标准。这是所谓的价值判断可被定义为对所认定的客观效力赞成或不赞成的判断，它不是指商品的价值，而是指经济事物的社会价值，从而价值判断就是

^① 米尔顿·弗里德曼：《实证经济学论文集》，1953年英文版，第8—10页。转引自马克·布劳格：《经济学方法论》，北京大学出版社1990年版，第115—116页。