

风险投资理论与实务丛书

美国风险（创业） 投资有限合伙制

Venture
Investment

张陆洋

著

〔美〕 Christopher Lane Davis

复旦大学中国风险投资研究中心

译

复旦大学出版社

风险投资理论与实务丛书

复旦大学中国风险投资研究中心系列丛书

美国风险(创业)投资有限合伙制

张陆洋 著

〔美〕 Christopher Lane Davis

复旦大学中国风险投资研究中心 译

復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

美国风险(创业)投资有限合伙制/张陆洋等著.
上海:复旦大学出版社,2005.6
(风险投资理论与实务丛书)
ISBN 7-309-04539-4

I. 美… II. 张… III. 风险投资—研究—美国
IV. F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 046611 号

美国风险(创业)投资有限合伙制

张陆洋 著

[美]Christopher Lane Davis

复旦大学中国风险投资研究中心 译

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编:200433

86-21-65118853(发行部); 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 徐惠平

总编辑 高若海

出品人 贺圣遂

印	刷	江苏句容市排印厂
开	本	787×960 1/16
印	张	20
字	数	362 千
版	次	2005 年 6 月第一版第一次印刷
印	数	1—3 000

书	号	ISBN 7 - 309 - 04539 -4/F • 997
定	价	36.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

本书由

复旦大学中国风险投资研究中心和宁波洛兹集团以
及广东省风险投资促进会联合出版



左：张陆洋 右：Davis

〔美〕 Christopher Lane Davis(戴维斯)

毕业于美国耶鲁大学法律学院,获法学博士学位,在美国从事风险投资方面的法律服务已经有 28 年的历史。现在是美国政府小企业管理局的法律顾问,曾代表美国政府帮助约旦等国家修订《公司法》。1999 年应复旦大学美国研究中心的邀请,作为风险投资高级论坛的嘉宾到中国来演讲,随后被复旦大学中国风险投资研究中心聘任为顾问。作为复旦大学中国风险投资研究中心顾问,应复旦大学中国风险投资研究中心的邀请,为全国十几家风险投资机构做了关于美国风险投资有限合伙基金方面的专题演讲内容。本书的第二部分和第三部分主要是他 2002 年 3 月 27 日的演讲内容。

张 陆 洋

1988—1996 年哈尔滨工业大学材料工程硕士、管理工程工学博士;
1996—1998 年南开大学金融学博士后;1999—2001 年复旦大学应用经济学

博士后,出站后留校任教,现为复旦大学国际金融学教授、复旦大学中国风险投资研究中心常务副主任。

已经出版与风险投资相关的专著 4 本,完成与风险投资相关的重要项目涉及风险投资的资本市场、风险投资定价、风险投资风险分析方法、风险投资机构治理、风险投资运行体系和机制、风险投资金融支持体系、风险投资经济政策体系等方面,共 10 多项研究项目。承担并已经完成的国家教育部“十五”规划项目“风险投资组合投资理论与实务的研究”,提出了风险投资的创业——组合投资理论,并申报了两项风险分析方法发明专利和五项风险分析软件著作权专利。目前正在承担 2003 年度国家社会科学基金项目“中国高技术企业创业成长机制及其风险(创业)投资金融支持体系的研究”。这两项研究通过对全国 1 000 多家科技企业问卷和 100 多家科技企业实地调研,总结出我国科技企业创业成长的三个三年技术经济规律,提出了风险投资的金融支持体系理论。

本书主编	王松奇		
本书副主编	沈仲祺	刘健钧	
本书执行编委	彭星国	吴 菡	罗奇标
	谢雨白	赵玉平	刘航滨
	彭燕燕		
本书翻译人员	宋忠敏	彭燕燕	刘航滨
	王永辉	夏伟锋	

风险投资理论与实务丛书总主编 姜波克 张陆洋

风险投资理论与实务丛书构成如下:

1. 在理论方面有(——张陆洋教授任主编):

《创业——组合投资理论》;

《创业投资定价模型》;

《风险投资国际化》;

《创造的财富》等书组成。

2. 在政策与经验方面有(——王松奇教授任主编):

《多层次资本市场与风险投资市场研究》;

《美国政府促进风险投资的经济政策》;

《全球风险投资比较研究》;

《美国风险(创业)投资有限合伙制》等书组成。

3. 在资本市场与案例方面有(——王国刚教授任主编):

《风险资本市场体系的研究》;

《风险投资过程中的中介服务》;

《中国创业投资典型案例研究》;

《中国科技企业创业成长规律的研究》等书组成。

风险投资理论与实务丛书学术顾问兼主编 姜波克 王松奇 王国刚

张陆洋

中国编委 刘崇兴 赵尔琨 张仁亮 张自强 刘国超 何国杰 王鸿茂
王品高 陈 玮 郭鲁伟 王守仁 夏绍裘 杨应敏 张建博
郭顺根 傅 浩 范建年 王长欣 刘曼红 陈工孟 钟建勤
范云波 房汉廷 崔沂涛 孙东升 崔 升 沈仲祺 刘建钧
李爱民 张陆洋

国外编委 Joshu Lerner Christopher Lane Davis Saunders Miller

风险投资理论与实务丛书总策划 张陆洋

总 序

风险投资又称创业投资,在发达国家兴起已有几十年的历史了,现在已经成了一个具有鲜明特点的金融投资产业——风险投资业。据美国风险投资协会(NVCA)的研究,风险投资对经济的贡献,其投入产出比例是1:11的关系。即自1970年代以来,风险投资的风险资本总量,只占整个社会投资总量1%不到,但凡是接受过风险投资而至今还存活的企业,他们的产出占国民生产总值的比例高达11%。据哈佛大学勒纳(Joshua Lerner)教授的研究,风险投资对于技术创新的贡献,是常规经济政策如技术创新促进政策作用的3倍。而且风险投资与中小企业创业解决了当代就业增量的70%之多。我们在看到风险投资有如此多的金融经济价值的前提下,同时也应看到风险投资的投资行为给金融学理论与实践提出了许多新的课题,如:传统的证券投资有马柯维茨的投资组合理论以及夏谱定价理论,当代衍生工具投资有斯克尔斯的期权定价理论。风险投资需要的是什麼理论,值得我们深入研究;传统的资本市场已经有100多年的历史了,已经有了较成熟的资本市场理论体系。而风险投资作为一项新兴的投资工具或者方法,它需要的是什麼样的资本市场,它需要什麼样的交易机制与规则等等,值得我们进行比较与深入研究;同样是发达国家,为什么有的国家风险投资发展很快,很健康,而有的国家却步履艰难。风险投资究竟需要什麼样的宏观经济政策体系,特别是对于发展中国家而言,这个课题非常值得研究。

发达国家有几十年风险投资的历史,故不论是在理论上,还是实践经验上,都占据了先进的地位,他们究竟有什么经验和教训值得我们研究、学习和借鉴,也值得我们研究和总结。

我国风险投资业起步虽然较晚,但与发达国家发展的历史比较,有同历史阶段性进步,已经取得的风险资本量达到500亿左右的规模,在近十年的发展探索过程中,我国取得了哪些先进经验,又有哪些值得反思的教训?

以上等等问题,都是我们从事风险投资业者共同关心的,也是国家必须给予关注的,更是我们学者、研究者研究的责任。

近几年国内在风险投资领域的研究,除了前些年介绍国外风险投资做法之外,从风险投资的概念,到风险投资的理论体系;从风险投资需要的资本市场体系,到风险投资机构需要的治理结构;从风险投资项目的评价体系,到风险投资的中介服务理念;从风险投资从业人员素质,到风险投资业的行业协会管理;从风险投资的资本收益税收优惠政策,到国家风险投资的宏观经济政策等等,都取得了较好的成果。

我们复旦大学中国风险投资研究中心,在全国数家风险投资机构的支持下,于1999年开始筹备,于2000年6月27日正式创建成立。几年来,我们的研究重点集中在:风险投资的理论、风险资本市场体系、国际风险投资经验与教训、风险投资的中介服务、风险投资涉及的宏观经济政策等问题,有的课题是国家教育部“十五”规划项目,有的是国家社科基金项目,有的是学校金融学科建设重点支持项目,有的是与各个风险投资机构合作的项目,有的是地方政府委托的项目。

在此,我们将几年来的研究成果,整理出版一套“风险投资理论与实务丛书”,奉献给全体从事风险投资业的实践工作者和理论工作者,奉献给愿意学习和将要从事风险投资事业的朋友。

在此,我特别要强调的是,这套丛书的策划者是张陆洋博士。他自1996年以来就专门研究风险投资的理论与实务问题。复旦大学中国风险投资研究中心是他在师从我做博士后期间,积极努力整合相关资源的产物。我们的研究课题基本上是以他为主负责的。他的研究成果,体现了很多的理论创新和方法创新。例如,以“创业——组合投资理论”为例,这是一项重要的金融投资学的理论创新。在此创新的基础上,他推导的组合投资风险分析方法,申报了国家两项发明专利和五项风险分析软件著作权专利。他的这些研究,不仅丰富了风险投资理论与实务的研究内容,而且,对于学校金融学科建设也是一项重要贡献。

风险投资的理论与实务问题的研究,如同其他社会科学一样,需要大量的社会实践来支持。在我们的研究过程中,得到了广大风险投资机构的支持,他们将真实的情况毫无保留地奉献出来。特别是科技部的沈仲祺副司长、李爱民处长等同志,除了给予支持之外,还一直关注研究的进程。这些良好的社会基础,促成了我们能够尽快地将成果奉献给社会。在此,我也代

表个人以及复旦大学金融学科建设小组,对于他们的支持和帮助表示诚挚感谢。我相信这是一套有价值的风险投资理论与实务丛书。

从另外一层意义上讲,该丛书的出版,也是大家多年来共同探索、研究的成果。在丛书出版之际,张陆洋博士提议将凡是支持过我们研究的各位专家,邀请作为丛书的编委,我完全同意他的提议,并特别感谢王松奇教授、王国刚教授同意担任本丛书的主编。

实际上,我们从事风险投资实务和研究的专家们,都在实践着党的“三个代表”重要思想。几十年来风险投资的投资实践和科技企业创业的经济实践,都明确地证明了,它们是最为典型的先进生产力,它是一个国家经济质量的所在,更是一个国家未来经济竞争力的所在。促进风险投资业的健康发展,加大科技产业对经济的贡献,是我们共同的责任。希望通过我们共同的努力,积极探索,创造性地研究,加速走出我国风险投资业发展之路,来正确引导我国风险投资业的发展。

姜波克

2005年2月8日于复旦大学

前言

美国的经济发展,从20世纪五六十年代战后的高速发展,到70年代受到来自日本经济的挑战,以至80年代似乎要被日本经济淘汰,而到了90年代美国经济却又获得了连续十年的高速发展,将日本经济远远地抛在后面……曾有人经过大量的研究,得到的结论是:战后日本的经济的发展,用了美国人一半的时间,花了美国人一半的投资,获得了相当于美国50年的经济发展成就。从宏观的角度看,这完全得益于日本经济“模仿创新”以及产业经济政策的结合上。70年代和80年代的日本经济高速发展,在世界上大有取代美国经济霸主的地位,日本人曾买下了美国好莱坞的影城,甚至买下了美国经济象征的纽约曼哈顿的洛克菲勒大厦,美国人惊呼“日本人买走了美国魂”。但自90年代以来,美国经济又获得了战后经济发展的又一个黄金时期,连续十年的高速发展,人们称之为“新经济”。面对美国的“新经济”发展,人们经过大量的研究,最终人们的共识是:高科技企业的创业发展是美国新经济发展的“引擎”,风险投资是美国新经济发展的“加速器”或“助推器”。

仅就风险投资(又称创业投资)而言,现在大家公认美国是世界上风险投资业发展最先进的国家之一。其理由是:现代有组织形式的风险投资行为,以美国1946年的研究与发展公司的创建为标志,在50多年的发展过程中,美国是世界上风险资本最集中的国家,风险投资的收益也是最高的国家,它催生了并加速了美国的新经济。为什么美国的风险投资业发展得如此之快,除了美国的市场经济机制发达和美国的金融市场发达以及美国政府有一套支持和扶持中小企业创业和小型投资公司发展的法规和政策之外,风险投资机构自身的企业制度创新也是极其重要的。

有限合伙制作为一种企业制度,是一种较为古老的企业商业组织形态,距今大约已有一千多年的历史了。它的产生和发展是为了适应不同投资者

的需求,作为一种古老的商业组织形式,随着经济的发展,特别是以知识经济为核心的新经济时代,有限合伙制焕发着新的生命力。1906年美国就制定了《统一有限合伙法》,在1985年对该法进行了一次较大的修订,之后大量的风险投资机构的发起和运作,均采用有限合伙制的方式。目前美国大约有700多家风险投资机构,其中80%以上采取有限合伙制基金的方式。实际上美国的风险投资业的真正发展也是1980年代以来的事情,尤其是1985年以后。至少我们可以定论有限合伙制的大量采用与风险投资业的规模化发展有着正相关的关系。

在研究、总结美国风险投资业发展的有关理论、经验时,我们自然会问到为什么有这么多的风险投资机构的企业制度,在有众多的企业制度可供选择的条件下,而采用有限合伙制的方式,组建风险投资基金并进行风险资本的融资、投资、撤出,有限合伙制对风险投资金融经济价值的魅力何在?

有限合伙制真正的内涵是什么,风险投资的有限合伙制金融经济价值是什么,一个有限合伙制的基金如何发起,对一个科技项目如何进行投资等等,这些问题不是一个单纯的法律问题,也不是一个单纯的金融资本问题,而是涉及风险投资整个系统过程中的风险制约与利益激励的核心问题。

本书就围绕着风险投资过程中的风险制约与利益激励的核心问题,将我们对美国风险投资有限合伙制的研究,分三个部分进行论述。

第一部分:有限合伙制的风险投资金融经济价值分析,这一部分由张陆洋博士撰写。主要是从有限合伙制的基本原理,以及运用有限合伙制进行风险投资基金的发起和运作时,就其整个过程中的风险制约和利益激励机制,进行较系统地论述。目的在于揭示有限合伙制的风险投资金融经济价值所在。

第二部分:有限合伙制在美国,这一部分是 Christopher Lane Davis (戴维斯)撰写。主要从在美国发起风险投资有限合伙基金的法律金融问题和风险投资投资一个风险项目优先股的处理问题,并就这两个问题各提供了一个专门的法律文本,供有关人士参考。目的在于说明发起和运作一个风险投资基金应考虑的基本风险规避和利益机制问题。

第三部分:美国有限合伙法与有限责任公司的比较,这一部分也是戴维斯撰写。大家公认特拉华州的《有限合伙法》和《有限责任法》是美国最好的法律,所以大量的风险投资机构都在特拉华州去注册。为了说明风险投资采用有限合伙制的优越性,戴维斯专门就《有限合伙法》和《有限责任

法》作了详细的比较,目的在于搞清楚两者的异同。

通过这三个部分的论述,我们能够清楚地看到,有限合伙制内在的风险制约和利益激励机制,与风险投资过程中内在的风险特性和收益特性之间,有着极其相似的耦合性,有着其他企业制度所不能比拟的优势。随着风险投资金融经济实践的深入,美国风险投资的有限合伙制的一些做法也在不断地创新。比如20年以前,风险投资有限合伙基金的一般合伙人往往需要承担优先风险和资本总额之外的无限风险责任,而20年后的今天,一般合伙人已经不再承担优先风险和无限风险的责任,而且仅仅只是承担有限责任的风险。这是有限合伙制的一项重要创新,也是风险投资机构企业制度一种创新。

目前大家公认,世界上风险投资业发展较好的,除了美国之外,我国的台湾省、以色列等都是风险投资业发展先进的地区和国家,虽然他们发展风险投资业的形式不同,但通过认真仔细深入地研究,他们的做法都没有脱离有限合伙制的基本原理。所以我们认为风险投资机构的企业制度,以有限合伙制为基础基金制,是风险投资业获得较好收益的重要原因。

我国风险投资业从1980年代中期正式起步,经过1990年代初和1995年前后在国家科技部推动下的普遍探索,以及1998年国家政协一号提案推动,全国的风险投资业已经取得了规模化发展,风险投资机构发展到了近300家,风险资本总额大约有400多亿元人民币。由于我国的法律体系限制,我国风险投资机构的组织形式,基本上是有限责任公司。根据美国风险投资业发展的经验,国内一些专家提出了风险投资机构的有限合伙制的问题,另一些专家提出了风险投资机构的有限责任公司问题。我们并不能肯定在我国的国情下发展风险投资业,到底是有限合伙制有效还是有限责任公司制有效,因为这要由几年甚至几十年的实践来检验。但至少别人已经取得的经验,我们应该很好地借鉴和学习,至少不要再犯别人已经犯过的错误。

实际上,我国的一些风险投资机构,近几年来,也在积极进行基于有限合伙制原理上的探索,上海创业投资有限公司、大连科技风险投资有限公司、武汉东湖创新科技投资有限公司、江苏省高新技术风险投资公司、黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司等,在进行基金化改造过程中,积极贯彻有限合伙制的风险制约和利益激励的机制,虽然他们在探索的过程中,遇到了各种障碍或者困难,但他们已经获得了初步的成效,并正在加大探索

的深度和广度。他们有意义的探索,也为本书提供了有价值的论据。

有限合伙制的风险投资金融经济价值问题,是风险投资金融理论的前沿问题之一,为了说明有限合伙制的风险投资金融经济价值,笔者从1999年开始查阅资料,调研实际案例,邀请国内外专家讲学,邀请风险投资经理人座谈,在此将这些年来研究的理论和实务成果整理出书。本书适合于从事风险投资事业的人们、从事风险投资研究的专家学者、从事有关法律工作,以及在校学习风险投资专业知识的本科生和研究生们参考。

在我们的研究过程中,得到了美国小企业投资公司协会、全美风险投资协会提供资料的帮助,得到了美国小企业管理局,还有一些风险投资基金的帮助。

同时得到了山西省科技基金总公司刘崇兴副总经理、环渤海创业投资管理有限公司张仁亮总裁、上海创业投资有限公司王品高副总裁、大连科技风险投资有限公司范云波总经理、武汉东湖创新科技投资有限公司、江苏省高新技术风险投资公司沈捷尔总经理、黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司总经理的大力和无私的支持和帮助。在本书出版之际,向所有给予支持和帮助的朋友们致以衷心地感谢。戴维斯的讲学和研究资料,由复旦大学经济学院和管理学院的硕士生刘航滨、彭燕燕、王永辉,博士生宋忠敏等同学,进行了认真的翻译工作,在此也向他们致谢。

张陆洋

Christopher Lane Davis

于2005年春节

目 录

第一部分 有限合伙制的风险投资 金融经济价值分析

第一章 有限合伙制商业原理	3
第一节 有限合伙的起源与创新	3
第二节 有限合伙的法律责任	5
第三节 有限合伙的灵活性	7
第四节 有限合伙的现代创新	8
第二章 有限合伙制的风险投资价值	13
第一节 现代企业制度一般性分析	13
第二节 现代企业治理结构的分析	18
第三节 有限合伙制基金的优势分析	22
第三章 有限合伙制基金的内在机制分析	25
第一节 普通合伙人 与 有限合伙人的关系	26
第二节 基金与管理人的关系	27
第三节 与项目选择的关系	28
第四节 与投资对象的关系	29
第五节 投资过程中内部管理的关系	30
第六节 投资过程中风险止损的关系	33
第七节 与资本金管理的关系	34
第八节 与各类有关专家的关系	34

第四章 风险投资的利益激励机制	36
第一节 有限合伙的激励机制	36
第二节 风险投资的风险控制机制	38
第三节 对我国的建议	42
附 AAA 风险投资有限公司资本战略的构想	44
BBB 科技创业投资基金管理办法	46

第二部分 有限合伙制在美国

第五章 美国风险投资基金的结构	55
第一节 引言	55
第二节 风险投资中投资目标担任的角色	56
第三节 风险投资基金现代结构的基础	58
第四节 估价	60
第五节 建立基金经理和投资者经济利益之间的联系	63
第六节 基金经理和投资者对基金的共同控制权	66
第六章 美国风险资本的法律基础	69
第一节 介绍	69
第二节 美国的普通商业组织法	69
第三节 以法规为基础来制定有关法人实体设立的规章制度	73
第四节 特拉华州有限合伙公司法的基本特征	74
第五节 有限合伙法律和有限合伙合同之间的关系(特拉华州)	76
第六节 应用于风险投资基金的法律结构的发展	78
第七节 有限合伙企业适合风险投资的基本因素	79
第七章 STEAMBOAT 有限合伙企业风险基金有限合伙企业协议	82
第一节 条款 I —— 定义	82
第二节 条款 II —— 一般条款	83
第三节 条款 III —— 合伙企业的管理和经营	86
第四节 条款 IV —— 投资和投资机会	98
第五节 条款 V —— 费用	101