

*A Study on
the Private Equity and Venture Capital
in the United States of America*

武著

美国 私人权益

与风险资本投资研究

NASDAQ

湖北人民出版社

黄孝武 著

美国私人权益 与风险资本投资研究

湖北人民出版社

鄂新登字 01 号

图书在版编目(CIP)数据

美国私人权益与风险资本投资研究/黄孝武著. - 武汉:湖北人民出版社,2004.3

ISBN 7-216-03918-1

I. 美…

II. 黄…

III. 私人投资;风险投资-研究-美国

IV. F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 018846 号

美国私人权益与风险资本投资研究

黄孝武 著

出版:湖北人民出版社
发行:

地址:武汉市雄楚大街 268 号
邮编:430070

印刷:湖北省林业勘察设计院印刷厂 经销:湖北省新华书店

开本:850 毫米×1168 毫米 1/32 印张:7.875

字数:200 千字 插页:4

版次:2004 年 3 月第 1 版 印次:2004 年 3 月第 1 次印刷

印数:1-3 000 定价:23.80 元

书号:ISBN 7-216-03918-1/F·707

本社网址:<http://www.hbpp.com.cn>

前 言

本书是作者受国家留学基金管理委员会资助(CSC20842039)于2002~2003年在美国 North Carolina Central University 商学院学术访问的成果。

自1998年中国人民政治协商会议第九届一次会议一号提案《关于加快发展我国风险投资事业》提出以来,风险资本投资作为一种概念、一种操作方法和一种手段,倍受中国政府、学术界和实业界的关注和重视。加之当时美国风险资本投资的空前繁荣和“新经济”长久不衰,人们对风险资本投资更是趋之若鹜。然而,对于政府在政策手段和支持体系上具体应如何为风险资本投资创造良好外部环境方面,国内却缺乏一种系统的框架体系,误把政府出资、税收减免、有限合伙制和二板市场当作了政府支持风险资本投资事业的四大“法宝”,殊不知在这四大法宝后面还应包含着诸多相关的政策和手段。

由于各种原因,笔者赴美国访问最终成行于2002年底。而当时正是风险资本投资的低潮。美国高科技泡沫破灭、互联网泡沫破灭等声音不绝于耳,加上当时伊拉克局势的不确定,美国出现了新经济被确认以来的经济停顿,失业率高企,股市大幅下滑,其风险资本投资也处于最为艰难的阶段。这正好为冷静地思考风险资本投资创造了极佳的环境。

在研究过程中,笔者首先的感觉是,美国风险资本投资只是私人权益投资的一种形式。正是私人权益市场的发达为风险资本投资提供了良好的条件。所以,忽视私人权益市场的存在而只研究风险资本投资不免有只见树木不见森林之嫌。要发展风险资本投资必须要有良好的私人权益投资的氛围。

其次,美国政府在支持私人权益与风险资本投资的过程中也有过从出资人到护航人的角色转变。可以不夸张地说,正是政府这一角色的转变导致了美国私人权益与风险资本投资的迅速发展。而这一点却正是中国政府必须迈出的一步。

第三,私人权益与风险资本投资在美国是一个行业,但并没有一个专门的法规。政府对其的支持不能用简单的一个促进法、保障法等来实现,也不能用一个有限合伙法、税收减免法来保障。其得益于一个综合的经济政策环境,这包括与其资金来源和运用有关的、与其投资行为和结果有关的、与其参与各方有关的各种政策与手段。

第四,政府在支持私人权益与风险资本发展方面作用不仅限于经济政策与手段,其科技政策、小企业政策,甚至关于教育的政策(包括大学的政策)都无不对私人权益与风险资本投资产生了良好的影响。这也就是说要促进私人权益与风险资本投资的发展,政府应该在社会经济的各方面采取相关的政策和措施。

基于这些体会,笔者先后对美国私人权益与风险资本投资的运作、政府支持手段和政策体系进行了研究,这包括美国私人权益与风险资本的市场参与者、美国私人权益与风险资本投资中的激励与约束、美国私人权益与风险资本投资操作、美国政府对私人权益与风险资本投资的政策体系等。

本书初稿完成于美国。期间笔者在中国和美国的同事都给予了大力的支持与鼓励。笔者特别感谢在美期间的学术合作人 Youngil Cho 博士,以及 Kofi Amoateng 博士。另外,访美期间,爱妻邹小晓留守国内,为笔者顺利完成学术交流访问提供了坚实的情感后盾。应该说,本书也是她的成果。

本书的编辑出版,得到了湖北人民出版社王荆女士和雷振清先生的大力支持与帮助,在此一并致谢。

目 录

§1 私人权益与风险资本投资概论	1
§1.1 私人权益与风险资本投资概述	1
一、私人权益与风险资本的概念	1
二、私人权益与风险资本投资简史	5
三、私人权益与风险资本组织创新	9
§1.2 私人权益与风险资本投资的特点	10
一、私人权益与风险资本投资的特点	10
二、私人权益与风险资本投资的作用	12
§1.3 私人权益与风险资本投资市场结构	14
一、直接参与者	14
二、代理人和顾问	16
§2 美国私人权益与风险资本投资概况	18
§2.1 美国私人权益与风险资本投资发展过程	18
一、美国私人权益与风险资本投资发展梗概	18
二、美国私人权益与风险资本投资发展阶段	19
§2.2 美国私人权益与风险资本投资发展的特点	32
一、美国私人权益与风险资本投资发展的逻辑顺序	32
二、美国私人权益与风险资本投资发展的特点	33
§3 美国私人权益与风险资本的最终供求	41
§3.1 私人权益与风险资本的最终需求	41
一、寻求风险资本的企业	42
二、处于市场中期阶段的公司	43

三、处于财务困难的公司	45
四、公开收购活动中的收购公司	46
五、有特殊需要的公众公司	46
§ 3.2 私人权益与风险资本的最终供给	47
一、公司退休基金	47
二、公共退休基金	48
三、捐赠基金	49
四、银行控股公司	49
五、保险公司	50
六、富裕家庭与个人	51
七、投资银行	51
八、非金融公司	52
§ 3.3 代理与顾问	53
一、为风险企业服务的代理人	53
二、有限合伙制的代理人	56
三、机构投资者的顾问	57
§ 4 美国私人权益与风险资本基金的安排	59
§ 4.1 私人权益与风险资本基金管理公司	59
一、私人权益与风险资本基金的结构	59
二、私人权益与风险资本管理公司	60
§ 4.2 私人权益与风险资本基金安排	61
一、私人权益与风险资本基金的组织形式	61
二、利润分配	64
三、分配顺序	65
四、管理费安排	66
五、基金寿命	66

§ 4.3 私人权益与风险资本基金中的激励约束	66
一、问题的提出	66
二、投资者和私人权益与风险资本基金间的激励与约束	67
三、一般合伙人代理成本的降低	74
§ 5 美国私人权益与风险资本投资的安排	76
§ 5.1 私人权益与风险资本投资阶段	76
一、私人权益与风险资本投资过程	76
二、私人权益与风险资本家的增值服务	79
§ 5.2 私人权益与风险资本投资中的激励与约束	82
一、风险企业和私人权益风险资本公司的甄别机制	82
二、私人权益与风险资本投资的投资合同	85
三、分段投入机制	87
四、对受资企业的企业家或管理层的激励	89
五、私人权益风险资本与风险企业间其他激励约束	90
六、私人权益与风险资本投资过程中激励与约束小结	94
§ 5.3 机构投资者的直接投资	95
一、共同投资	95
二、机构投资者的直接投资	97
三、参与有限合伙投资与直接投资比较	98
§ 5.4 私人权益与风险资本投资中常用金融工具	98
一、次级债务	99
二、优先股	100
三、普通股	101
四、认股证	102
五、可转换债券	102
六、可转换优先股	102

§ 6 美国私人权益与风险资本投资中常用价值评估方法	103
§ 6.1 参照法	103
一、参照法基本思路	103
二、参照法利弊	104
§ 6.2 净现值法	105
一、净现值法基本思路	105
二、净现值法利弊	106
§ 6.3 调整现值法	107
一、调整现值法基本思路	107
二、调整现值法计算步骤	107
§ 6.4 风险资本法	108
一、风险资本法基本思路	108
二、风险资本法利弊	109
§ 6.5 期权分析方法	110
一、期权分析法基本思路	110
二、期权分析法利弊	111
§ 7 美国私人权益与风险资本投资常见操作	113
§ 7.1 早期阶段企业的投资	113
一、C型公司的组建	113
二、S型公司的组建	116
三、合伙制公司的组建	117
四、有限责任公司的组建	120
§ 7.2 后期阶段的企业投资	120
一、后期阶段投资与早期投资的区别	120
二、后期阶段企业投资的基本思路	121
三、对后期阶段企业的投资方法	121

四、后期阶段公司投资中存在的主要问题	123
§ 7.3 公司收购的投资	126
一、对大公司附属机构收购的投资	126
二、私人公司的收购	133
三、公众公司的收购	134
§ 7.4 行业整合投资	137
一、行业整合投资基本思路	137
二、结构 I: 公司型持股公司加公司型子公司结构	138
三、结构 II: 合伙制或有限责任公司型持股公司加公司 型子公司	139
四、结构 III: 合伙制或有限责任公司型持股公司加合伙 制或有限责任公司型子公司	140
五、结构 IV: 单一公司结构	141
六、结构 V: 单一合伙制或有限责任公司	142
七、结构 VI: 非持股公司: 直接以股东身份投资于 C 型 公司	143
八、结构 VII: 非持股公司: 直接以所有者身份投资于合 伙制公司或有限责任公司	143
§ 7.5 对财务困难公司投资	144
一、对财务困难公司投资的基本思路	144
二、投资财务困难公司时税收规定	147
§ 8 美国私人权益与风险资本投资的退出	148
§ 8.1 私人权益与风险资本投资退出形式	148
一、退出对于私人权益与风险资本的重要性	148
二、私人权益与风险投资退出方式	148
§ 8.2 股份上市	149

一、股份上市的好处	149
二、股份上市的过程	151
§ 8.3 出售与转让	153
一、风险公司及其管理层受让	153
二、向第三方售让	153
三、转让或出售中的税收问题	154
§ 8.4 公司清理	155
一、公司清理的条件	155
二、清偿顺序	156
§ 9 美国私人权益与风险资本发展政府支持手段与政策体系	157
§ 9.1 税收政策	157
一、税收政策和私人权益与风险资本	157
二、个人所得税政策	158
三、企业所得税	160
四、企业投资税收政策	161
五、投资基金的税收政策	163
六、非盈利基金的税收政策	163
七、退休基金税收政策	165
八、科技税收政策	168
九、各州自行制定的各种税收优惠政策	168
§ 9.2 股票期权政策	169
一、股票期权和私人权益与风险资本投资	169
二、股票期权的一般做法	171
三、股票期权的会计政策	175
四、股票期权税收政策	180
§ 9.3 小企业政策	182

一、小企业和私人权益与风险资本投资	182
二、美国小企业特点	184
三、美国对小企业发展的扶持	188
四、小企业股票市场:NASDAQ	191
§ 9.4 科技政策	196
一、科技政策和私人权益与风险资本投资	196
二、美国的科技政策模式	197
三、鼓励科技创新的政策	199
四、推动技术转移的政策	203
五、鼓励基础性研究的政策	206
§ 9.5 法律保障	208
一、直接与私人权益与风险资本投资相关的法律	208
二、间接影响私人权益与风险资本发展的法律	210
§ 9.6 其他相关因素	211
一、独特金融体制	211
二、个人冒险精神	212
三、诚实信用环境	214
四、因教育而得到的较高素质	214
参考文献	219

§ 1 私人权益与风险资本投资概论

§ 1.1 私人权益与风险资本投资概述

一、私人权益与风险资本的概念

私人权益(private equity)是权益的一种形式。在经济学中,私人(private)一词,指属于个人的、自己的,与公共的(public)、公开的(open)相对应。所以它指不属于国家的,也不属于公开的,而是一种私人的、私下的。权益(equity)则是指一种取得收益与权力的权利,通常指股票或由股票所代表的权利,一般与债务(debt)相对应。那么,私人权益就是指非公开的、私人的权益。对于权益的持有者或投资者(个人或机构投资者)而言,其持有的是权益,也就是股权,形成私人权益投资。作为接受权益投资的企业得到的就是股权性资本。

早期的私人权益,只是指一种私人的私下的权益,通常指对新开办的企业(厂商),或需要资本进行收购与兼并的企业进行私下的投资。这种投资具有一定的风险,一般银行或其他机构投资者不愿意进行此类投资。到了 20 世纪中期,为了对私人企业,特别是私人小企业进行投资,出现了一种专门针对存在较高风险的企业进行投资的私人权益,这就是广为人知的风险资本投资(venture capital investment)。与这类投资相区别,过去传统意义上的

私人权益(投资)被称之为非风险资本(投资)。

什么是风险资本(venture capital)呢?

风险资本是资本(capital)的一种形式。在经济学中的资本,或与货币相对应,指时间在一年以上的货币资金;或与负债相对应,指企业(厂商)开始经营活动自有的本金,与负债一起形成企业资产。而风险(venture)一词则是指私人的并且是有风险的(private risky),所以风险资本就是一种有风险的私下的、私人的资本。风险资本投资,就是以风险资本形式进行的投资,在美国指对初创期新风险项目的投资(Dixon, 1990),或对生产和销售改进创新的投资(Sagri and Guidotti, 1991),也是对由技术专家发起的、缺乏资金的、不太成熟的技术密集企业所作的小规模投资(Pandey, 1992)。同时它也是一种无担保的风险型投资(Wan, 1988)。美国风险资本协会(National Association of Venture Capital, NVCA)的定义是:对新兴的、有巨大竞争潜力的企业进行的一种权益性投资。经济合作与发展组织(Organization of Economic Cooperation and Development, OECD)对风险资本投资曾有三种定义:一是指向极具发展潜力的新建企业或中小型企业提供股权资本的投资行为。二是指专门购买在新思想和新技术方面独具特色中小企业的股份,并促进这些中小企业的形成和创立。三是指向以高科技和知识为基础,生产与经营技术密集型创新产品和服务所作的投资。欧洲投资银行对风险投资的定义是:为形成和建立专门从事某种新思想或新技术生产的小型公司而以一定的股份形式存在的资本。美国《企业管理百科全书》中的定义是:为对不能从诸如股票市场、银行或与银行相似的传统融资渠道获得资本的工商企业的投资行为。国内成思危的定义是:“把资金投向蕴藏着较大失败危险的高新技术开发领域,以期成功后获取高资本收益的一种商业投资行为”。^①

① 成思危:《积极稳妥地推进我国的风险投资事业》,载《管理世界》,1999年第1期,第2~7页。

所以,目前在私人权益(投资)中包括非风险资本(投资)与风险资本(投资)两种形式。如果把私人权益(投资)放在整个金融大概念中考察,其含义就十分明显(图 1.1)。按金融交易的对象不同,金融交易对象可分为黄金、外汇与货币资金,而根据货币资金时间长短把资金分为短期的货币和长期的资本。根据资本的性质又可将资本分为由债务(债券)形成的资本与由权益(股票)形成的资本。进一步,按权益交易的方式(公开与非公开),把权益可以分为公开权益与私人权益。公开权益就是指公开进行交易的权益,这主要是各证券交易所公开交易的各种股票。而私人权益则是不在证券交易所交易的各种权益,它又可以进一步分为风险资本与非风险资本。

本书为了突出风险资本(投资)在私人权益(投资)中的地位,用私人权益与风险资本(投资)来统称私人权益(投资)。

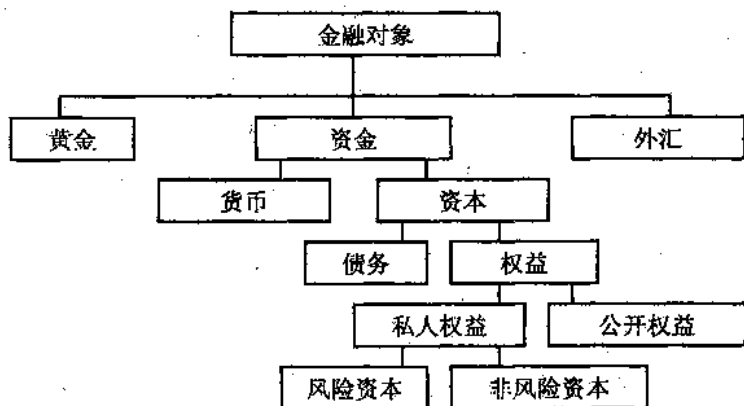


图 1.1 私人权益在金融概念中的位置

随着私人权益与风险资本的发展,其规模不断扩大,已经形成了私人权益与风险资本市场。私人权益与风险资本市场是为初始企业、处于市场中期(middle-market)阶段的私人企业、财务困难企业和寻求收买的公众企业提供资金来源的重要场所。在过去十

多年时间里得到了迅速发展,占到了银行工商贷款和商业票据融资的1/4^①。美国近年其筹资金额相当于甚至超过了首次公开发行股票(Initial Public Offer, IPO)和公司债的金额。

根据私人权益与风险资本市场组织化的程度,其可以分为组织化的私人权益与风险资本市场和非组织化的私人权益与风险资本市场。组织化的私人权益与风险资本市场一般指由一定专门组织从事私人公司和公众公司未登记证券交易的市场。其主要强调专业化机构提供专业化的管理,而不是由投资者自己完成。对私人权益与风险资本进行管理的经理往往拥有接受投资公司的大量股权(往往和公司内部人一样,甚至更多),然后对接受投资的公司进行积极的监督和建议。

非组织化的私人权益与风险资本市场往往是由非专门组织参与的市场,主要包括三类市场:第一类是天使资本市场。天使资本指对小企业、有关系企业的投资。其投资主体往往是富裕家庭,特别是有类似经历的人士。其在接受投资公司中的股份一般比较稳定,其目的更多是企业做广告和宣传。此类投资通常由会计师事务所、律师事务所协助完成,而不是由专业机构来处理。第二类是非正式的私人权益与风险资本市场。比如在美国有专门的小企业发行登记处(Small Company Offering Registra, SCORs),主要负责为小企业发行股票(权益)。这种登记并不需要在证券交易委员会(SEC)登记,其登记程序及要求也与SEC登记不同。在非正式的私人权益与风险资本市场中也存在相当数量的机构投资者,但没有牵头的机构,其单个投资数量也很少。而且,在接受投资公司中内部人拥有最大部分股权。所以,非正式

① George W. Fenn, Nellie Liang, Stephen Prowse. 1997. The Private Equity Market: An Overview. Financial Markets, Institute and Instruments, Volume 6, Number 4.

的私人权益与风险资本市场更像是小企业的股票交易市场。第三类市场是指由美国证券与交易委员会第 144A 条例(SEC Rule144A)所称的市场,即公众公司发行的股票的一种交易市场。主要是承销机构为避免登记程序而迅速转手证券的市场。这三类市场都不是组织化的正式的私人权益与风险资本市场。

由于非组织化的私人权益与风险资本市场类似于一般权益投资,所以,本书的主要研究对象是美国有组织的私人权益与风险资本市场。

二、私人权益与风险资本投资简史

私人权益与风险资本是一种有风险的资本。现代意义上的风险概念源于印度-阿拉伯的计数体系,它于七八百年前传到西方。这个词来源于古意大利语 *risicare*,意为“害怕”,现在一般指一种可能性,也是指一种不确定性。

由于事物发展的复杂性,导致风险是客观存在的。它反映了人们的预期与事物发展的实际结果间的差距。具体来讲,风险又可以分为两种情况:一种是通常所说的风险,指可测量的不确定性;另一种则是不可测量的不确定性。前者又可称为概率型不确定性,后者又可称为非概率型不确定性。因为前者是可测量的不确定性,也有人认为前者不能算作不确定性。我们认为虽然前者是可测量的不确定性,但就某一具体的事件来讲,其发展的结果并不会惟一地一定出现,也应该被看作是不确定性。

风险是人类无法回避的客观存在,人类对风险的态度,只能是承受并设法进行管理。“一种革命性的思想认为,风险的支配权界定了现代与过去的范畴”^①。对于只造成损失不形成收益的损失

^① 彼得·伯恩斯坦:《与天为敌——风险探索传奇》,清华大学出版社 1999 年版,第 XI 页。