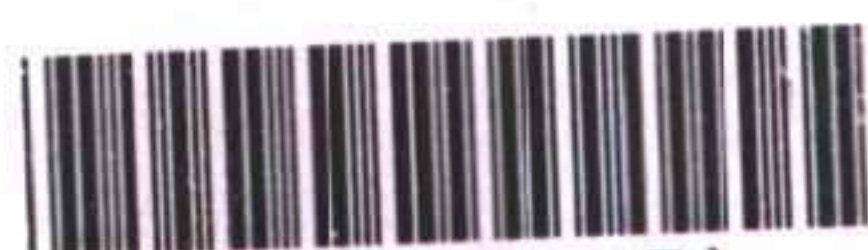


风险投资 与 产权制度

Venture
& C
Capital
P
Property
S
System



经济科学出版社



20008895

序

董辅初

风险资本和风险资本组织的产生是资本市场和企业制度发展中的一项巨大创新。它的出现和发展适应了资本市场发展的需要，特别是新技术发展的需要，同时，反过来，风险资本和风险资本组织的出现和发展又推动了资本市场的发展，特别是新技术的发展。

风险资本的出现，形成了各种关系，主要是：第一，风险资本组织与风险企业之间的关系，这种关系进一步说就是风险资本家与创业企业家之间的关系；第二，风险资本家与风险投资者之间的关系。在第一种关系中，风险资本家将风险资本投入风险企业，形成了委托—代理关系，由于信息不对称以及由于创业资本家的企业处于创业期、种子期和扩张期，故投资回报的预期具有很高的不确定性，风险资本组织、特别是风险资本家要承担巨大的风险。在后一种关系中，风险投资者投资于由风险资本家创立和经营的风险资本组织，形成了他们之间的委托—代理关系，由于信息不对称，风险投资者也要承担巨大风险。

为了解决好这两方的委托—代理关系和信息不对称问题，为

了控制风险，在风险企业和风险资本组织中需要设立一套对代理人的激励和约束机制并使委托人获得应有的利益。为此，还要为风险企业和风险资本组织设立相应的产权制度，使能维护风险投资各相关方面的权益。

风险投资的产权制度是一个很值得研究的问题，因为虽然它与一般的产权制度有共性，但风险投资具有非常突出的特点，它的产权制度又有很大的特殊性。

在风险资本组织中，风险资本家是风险资本组织的一个方面的投资者，但他们主要是代理人，因为风险资本组织的主要投资者是风险投资者，风险资本家接受风险投资者的委托，代理他们进行风险投资。风险投资具有很大的风险，同时也可能取得丰厚的回报，因此，风险投资者要承担巨大的投资风险，当然他们也指望能获得丰厚的投资回报。在这种情况下，对风险资本家的才能和行为提出了很高的要求，在这方面，风险投资者与风险资本家之间不可避免地会产生委托—代理和信息不对称的问题。同时，风险投资的风险巨大，如果都由风险投资者来承担风险，由于他们与风险资本家之间存在委托—代理和信息的不对称，必须有一种产权制度的安排，能给风险资本家以强的激励，以对其贡献给予补偿和奖励，而且还要让风险资本家承担一些风险，以便减少由于信息不对称、道德风险以及经营不善而产生的种种风险并将其转嫁给风险投资者。经历一段时间的探索，逐渐形成了有限合伙制基金这种风险投资的产权制度和风险资本组织的形式，目前，它已成为风险资本组织的主要形式。有限合伙制是一种很独特的企业组织形式，兼有有限责任公司和合伙企业的特点。其中，风险投资者作为有限合伙人，以其投资的全额承担有限责任，他们不参加有限合伙基金的经营管理，也很少具有决策权。风险资本家作为普通合伙人，承担着无限责任，他们是有限合伙基金的管理人，负责基金的投资。有限合伙制是产权制度的一种

创新，因风险投资者只需承担有限责任，从而使他们有兴趣于风险投资，又由于风险资本家一般只需投资占基金的本金的1%就可获取20%的资本收益，同时他们必须承担无限责任，这种产权制度形成的激励与约束又可以使风险资本家积极地经营有限合伙基金，并努力控制投资风险，而且也有助于解决其与风险投资者之间的信息不对称和委托—代理问题，以及由此而可能给风险投资者造成的损失。在这种产权制度下还形成了一套相应的有助于有限合伙基金经营运作的治理结构。

风险投资是投资于风险企业的，为控制投资的风险，获取高额回报，风险投资组织或者说风险资本家要求其投资的风险企业具有特殊的产权结构。创业企业家希望将其所掌握的某种技术（不一定是其自己开发的）或商业创意推入市场，实现商业化。但他们往往没有足够的资本，需要吸纳风险投资，以创建风险企业。在风险企业的资产中无形资产占有较大的比重，其中包括创业企业家拥有的技术、商业创意和他们本人的人力资本，同时还有关键技术人员的人力资本，在风险企业中这些无形资产都应形成风险企业的股权以及由股票期权转化而来的股权，风险资本家在拥有风险企业的股权的同时，不能不让创业企业家和关键技术人员分享一部分股权。这种产权的安排有助于激励创业企业家和关键技术人员发挥其各自的作用，同时，由于风险资本家是风险企业的风险的主要承担者，他们在企业中享有必要的控制权，拥有优先股，而创业企业家则拥有普通股，在经营成功时，创业企业家固然可以从股权中获得收益，但是一旦经营失败，则可能血本无归。这种产权结构对解决创业企业家和风险资本家之间的信息不对称和委托—代理问题是有作用的。这种产权结构也在风险企业的治理结构中有所体现。风险企业的产权制度是可变的，即随着风险企业处于不同发展阶段和风险投资从风险企业退出的方式的不同而发生变化。

风险投资的产权制度是一个很有意思的问题，在研究风险投资中不能不研究风险投资的产权制度。

在我国，风险投资刚刚兴起，还处于萌芽状态。它的发展还受着许多因素的限制，如资本市场的不发达（创业板没有开设、风险投资的退出渠道不多和不畅通等）、缺乏技术产权市场、风险投资的融资渠道不畅等等。没有形成适当的风险投资的产权制度，从而没有解决好信息不对称和委托—代理问题，也是一个重要原因。在中国，起初政府的投资是风险投资的主要来源，以后才有民间资本的参与，其比重在上升。在风险投资的创始阶段，政府的推动是必要的，但政府作为风险投资的主导力量则不合适，会产生许多问题。在风险资本的组织形式上，最适合风险投资的产权制度的有限合伙制，在中国至今没有法律地位，在《公司法》和《合伙企业法》中都没有这种企业制度的法律规定。虽然在北京的中关村等地已经有了少量有限合伙的风险资本组织，但这些组织中各方面的权益是得不到法律保障的。在风险企业方面，不少企业存在产权不清、关键技术人员没有股权、缺乏对经营者和关键技术人员的股票期权安排等问题。有关风险投资的法律的缺位，也是一个问题。这种种问题的存在，阻碍我国的风险投资主体的发展。在上述种种情况下，风险投资行为出现短期化的现象，风险投资者希望在短期内就能退出获利，不愿投资于风险企业成立和发展的早期阶段（见拙作《析创业投资行为的短期化》，香港《大公报》2001年5月28日）。

中国的风险投资在发展中遇到了许多问题，特别是产权制度方面的问题，亟待研究和解决。近几年，对风险投资的研究已引起多方面的兴趣，出版了一些著作。就我所看到的有些著作是比较出色的。张永衡的这本《风险投资与产权制度》是其中之一。它原是我指导的作者的博士论文，经过修改充实，现在出版了。

这本著作的特点是：

第一，它虽然涉及风险投资的各个方面，但专门研究的是风险投资的产权问题。就我所看到的一些关于风险投资的著作而言，风险投资的产权问题大都涉及到了，但都不是专门研究这个问题的。研究风险投资的产权制度的著作，在我国这可能是第一本。

第二，产权制度是经济学中的一个重要问题，形成了各派的产权理论，作者运用产权理论以及企业理论中的信息不对称理论、委托—代理理论作为研究风险投资的产权制度问题的理论基础，同时又结合风险投资的性质论述风险投资的产权问题的意义及其特点。

第三，本书对风险投资的产权制度的历史演变进行考察，从而不仅从理论上而且从实践上了解为什么会形成具有自己特色的风险投资的产权制度。由于风险投资涉及风险资本组织与风险企业两个方面，因此，本书也分别从这两个方面来考察风险投资的产权制度以及两者之间的互动关系。

第四，本书更对美国、日本和我国台湾的风险投资的产权制度作比较研究，辨别其异同，进一步论证美国创造的有限合伙制的产权制度更适合风险投资的发展。

第五，本书还联系风险投资的产权制度，论述了有关风险投资的一些问题，如风险投资的退出途径、小盘股市场等问题。

第六，本书的所有论述都源于对中国风险投资的产权制度问题的研究，并提出自己的建议。这样就使理论得以与实践相结合、国外的经验得以与中国实际相结合。

本书在理论研究、实际资料的收集与分析上都下了不小的功夫。对于从事风险投资的研究者、管理者、创业者和操作者都有参考意义。

2002年元月13日

内 容 摘 要

从研究的角度，风险投资有信息不对称性强、不确定性高、评估难度大等特点，这些特点与风险投资独特的运作机制相结合，为现代金融学提供了一个理想的研究对象。然而，对风险投资的研究一直落后于市场本身的发展。目前，学术界对风险投资的研究还处在初级阶段，原因主要有两个：其一是风险投资在理论上涉及多层面、多角度和多阶段，进行系统分析有相当难度；其二在实践中缺乏可供利用的数据资料，实证分析难以进行。尽管如此，由于风险投资在现代经济中扮演了十分重要的角色，它正吸引着越来越多的学者对其进行研究。同时，现实经济生活中风险投资正在世界范围内发展，产生了对理论和实证研究越来越大的需求。

最近几年来，国内外对风险投资的研究取得了很大进展，其初步成果体现在分析探讨了以下几个方面的问题：（1）风险资本的功能和作用；（2）风险资本家的作用；（3）风险资本家如何进行风险投资；（4）风险资本

与发行上市过程；（5）风险资本家与创业企业家的关系；（6）风险投资者与风险资本家的关系；（7）风险资本的退出策略与价值最大化；（8）风险投资与二板市场的关系。这些高度专业化的研究成果，推动了现代金融学的发展，为全面系统分析风险投资提供了较好的基础。但从总体上看，已有的研究成果多局限于对风险投资的各个环节或侧面的研究，把风险投资作为一个整体进行研究的很少，迄今为止，尚未形成一个相对确定的研究框架和理论体系。

为此，本文试图运用现代产权经济学、契约经济学、货币金融学以及相关的经济学前沿理论，以现代市场经济国家的风险投资现实为经验背景，对现代风险投资产权制度的基本模式和主要现象进行实证与规范相结合的分析，以确立起一个风险投资产权研究的基本理论框架，并借以对中国的风险投资产权问题进行应用研究。

本书是在本人博士论文的基础上修改而成，除了导论，全文共分十二章。

第1章，运用创新理论、分工理论和契约理论对风险投资的已有研究成果进行述评，概括出风险投资的本质：风险投资是现代金融体系的一种制度创新，其实质是建立在风险资本组织和风险企业特有产权及治理结构基础之上的一系列合同连结。

第2章，通过对现代企业理论特别是其中的产权理论的综述性评论，理清了企业产权理论的基本发展脉络，为下一步分析奠定了理论基础。

第3章，从风险投资的产权制度特征出发，重点分析影响风险投资一系列合同连结的两个因素：信息不对

称和委托代理问题。并对风险投资产权制度的动态演进规律做了分析。

第4章，重点对风险资本组织的产权制度和治理结构进行分析。指出由于风险资本组织的特点，风险资本家作为风险资本投资者的代理人存在代理问题，因此需要相应的产权安排及治理结构来降低代理成本，有限合伙制企业在产权制度和治理结构上的优势使其发展成为主导的风险资本组织。

第5章，是对风险企业产权制度的分析。基本观点是，风险企业所具有的不确定性和信息不对称性导致了风险企业契约的高度不完全，从而要求通过产权制度的安排来解决相关问题。风险企业中创业企业家、关键技术人员和风险资本家等主要生产要素的产权特征决定了他们各自在所有权结构中的地位，风险企业的产权结构具有三个特征：即创业企业家、关键技术人员进入所有权结构；风险资本家在风险企业控制权与所有权的分离；风险企业产权结构的状态依存性。风险企业在治理上主要依赖内部治理机制，风险资本家的相机治理是核心。

第6章，主要论述了风险资本组织产权制度与风险企业产权制度的互动关系，从风险资本企业和风险企业交易契约设计的角度，指出风险资本组织是风险企业产权制度最优安排的前提和条件，风险企业的产权特点也会对风险资本组织产生影响。作为风险资本企业和风险企业产权交易合约设计的两个关键点——激励机制和约束机制是影响两者互动关系的主要因素。

第7章，是关于风险资本退出机制在风险投资产权制度优化中的作用问题。其基本观点是，风险企业生产

技术结构的变化会引起要素产权特性的变化从而要求产权结构的相应调整，风险资本退出是适应风险企业发展阶段的变化对风险企业产权制度进行优化调整的作用机制，这种作用来源于退出作为一种显示企业家及资本家的能力和表现的“信号”，降低了事后的信息不对称，有助于对风险企业家和资本家进行有效的激励和约束，从而推动了风险投资产权制度和治理结构的优化。退出机制由于将风险企业和风险资本组织产权制度的优化结合起来，因此在风险投资中具有核心地位。IPO（企业首次募股上市）是一种高效率的退出机制，股票市场的创新特别是小盘股市场的成功在提高风险资本退出效率、促进风险投资发展方面具有重要意义。

第8章，运用前面建立起来的有关风险投资产权制度的一般理论框架，对美国、日本和中国台湾三个国家和地区的风险投资产权模式进行比较研究，并得出结论：以美国风险投资产权制度为代表的市场化的风险投资产权制度是一种较有效率的制度安排。

第9章，重点论述政府在风险投资产权制度安排中的作用，并对风险投资产权制度的效率标准和如何提高风险投资产权制度的效率进行了讨论。

第10章，论述了中国风险投资产权制度的生成路径，从中可以发现中国风险投资产权制度的特征是政府主导型的，具备这种特征的风险投资产权制度的变革面临着许多制度障碍。

第11章，重点论述中国风险投资产权制度变革的方向、路径、措施和特征。中国风险投资产权制度变革的方向是构建市场化的风险投资产权制度，具体措施包括：逐步探索发展有限合伙制的风险资本组织和产权明

晰、产权多元化的风险企业。

第12章，论述中国风险投资产权制度变革的环境构造。这些措施包括：尽快建立和完善二板市场及技术产权市场，对政府角色进行再定位，加快投资银行业的业务创新步伐，建立普遍主义的信任结构。

目 录

0 . 导论	风险投资、产权制度与经济增长	/ 1
0.1	风险资本市场、风险投资与风险企业	/ 1
0.2	风险资本与企业价值增加和经济增长	/ 6
0.3	产权制度是发挥风险资本作用的制度基础	/ 9
0.4	研究方法和本文的结构	/ 11
第1章	风险投资的本质：理论综述	/ 15
1.1	创新理论和风险投资	/ 15
1.2	分工理论和风险投资	/ 25
1.3	契约理论和风险投资	/ 28
1.4	风险投资的理论发展：比较与综合	/ 33

第2章 关于企业产权制度的一般理论 / 41

2.1 产权与产权制度 / 42

2.2 企业所有权的意义 / 45

2.3 最优的企业所有权结构 / 50

2.4 公司治理 / 59

第3章 风险投资和产权制度：一个关于 风险投资的一般理论框架 / 65

3.1 产权和风险投资 / 66

3.2 信息不对称和风险投资 / 72

3.3 委托代理和风险投资 / 76

3.4 制度、博弈和风险投资产权制度的
动态演进 / 85

第4章 风险资本组织的产权制度 / 91

4.1 风险资本组织的产权制度 / 92

4.2 风险资本组织产权制度的演变 / 97

4.3 风险资本组织的治理结构 / 106

第5章 风险企业的产权结构和治理结构 / 115

5.1 风险企业的生产要素及其产权特征 / 115

5.2 风险企业的产权结构 / 122

5.3 风险企业的治理结构 / 132

第6章 风险资本组织与风险企业产权制度的关系 / 145

- 6.1 风险资本组织对风险企业产权制度的影响 / 145
- 6.2 风险企业的产权制度对风险资本组织的影响 / 152
- 6.3 SBIC的兴衰——风险资本组织与风险企业产权制度互动关系的实证研究 / 155

第7章 风险资本退出与风险投资产权制度的优化 / 159

- 7.1 风险资本退出与风险投资产权制度的优化 / 160
- 7.2 IPO退出与风险投资产权制度的优化 / 170
- 7.3 股票市场的制度创新——小盘股市场 / 180
- 7.4 投资银行与IPO退出 / 190

第8章 风险投资产权制度的国际比较 / 195

- 8.1 美国“市场化”的风险投资产权制度 / 195
- 8.2 日本“关系型”的风险投资产权制度 / 211
- 8.3 中国台湾的“政府扶持型”风险投资产权制度 / 219
- 8.4 风险投资产权制度的国际比较及启示 / 222

第9章 政府的作用与风险投资产权制度的效率 / 231

- 9.1 政府参与风险投资产权制度安排的必要性 / 231
- 9.2 风险投资产权制度安排中政府作用的主要方面 / 235
- 9.3 风险投资产权制度的效率 / 243

第10章 中国风险投资的产权制度考察 / 249

10.1 中国风险投资产权制度的生成 / 249

10.2 中国风险投资产权制度的现状和特征 / 254

10.3 中国风险投资产权制度变革的约束条件 / 265

第11章 中国风险投资产权制度变革的
对策研究 / 273

11.1 中国风险投资产权制度变革的方向
和路径 / 273

11.2 中国风险投资产权制度变革的具体
措施 / 277

11.3 中国风险投资产权制度变革的制度
变迁特征 / 284

第12章 中国风险投资产权制度创新的
协同制度变革 / 287

12.1 建立和完善两个市场：二板市场和
技术产权市场 / 287

12.2 政府角色的再定位 / 292

12.3 中国投资银行的业务创新 / 297

12.4 重塑社会的信任结构 / 300

参考文献 / 303

后记 / 309

0. 导论

风险投资、产权制度与经济增长

0.1 风险资本市场、风险投资与风险企业

0.1.1 风险资本市场

风险资本市场是广义资本市场的一个重要组成部分。所谓广义资本市场泛指政府和企业筹集长期资本的场所，风险资本市场是其中专门为创业期企业进行长期资本融资的市场，这类企业由于尚未发育成熟，难以从公开资本市场融资。风险资本市场在本质上属于一种私人股本资本市场 (private equity capital market)。

所谓私人股本资本是指机构或富有的个人投资于上市或封闭公司 (privately held firms) 的股权资本，这种资本的发行和交易主要在金融与非金融机构以及私人与私人之间进行，不需要在证券监管部门审批和登记，私人股本投资者常比一般的被动的零售

投资者更积极地介入对其投资对象的管理。在20世纪70年代末之前，这个市场的资金来源以富有的家庭、工商企业或金融机构为主，从80年代起各种机构投资者特别是养老基金、保险基金、捐助基金等成为私人股本资本的主要供给者，以职业金融家和专业投资中介机构（intermediaries）的专业化管理为特征的组织化特征也趋于明显。

私人股本资本市场主要有三种形式，它们分别是非正式的私人股本资本市场（又称天使资本市场）、组织化的私人股本资本市场和144A私人股本资本市场。天使资本市场是一些富有的个人和家庭对未成熟企业的未登记股权类证券进行的投资，这种投资一般是投资者利用自己的网络或非正式中介人安排进行。比较而言，在组织化的私人股本市场上投资活动则是由职业的中介机构和金融专家来进行操作和管理的，144A私人股本资本市场是上市公司专门针对机构投资者发行的无需注册的证券的发行和交易市场。组织化的私人股本市场是近十几年来公司融资领域发展最迅速的部分，截至1996年末这个市场的未清偿价值接近2000亿美元，分别为工商业贷款以及商业票据净值的1/4，每年承诺的新投入资金（new commitments）300亿美元左右，其中1/4投向风险资本领域，3/4投向非风险资本领域（Prowse, 1998）。

风险资本市场是私人股本市场中专门投资于创业期企业的资本市场，可分为两个部分：非正式的风险资本市场（也称为私人风险资本市场或天使风险资本市场）和有组织的风险资本市场。前者是指一些富有的个人或企业直接将其资金投入新企业的创建和发展，投资过程没有系统的职业中介机构的支持和帮助；后者则是由专业化的投资管理结构收集个人或机构投资者的资金再投入创业企业中。一般所说的风险资本包括这两个部分，专业的风险投资文献中所指的风险资本指的是后者即专业化、组织化的风险资本市场，这种风险资本已经发展成为一个独立的产业。