

上篇 创业投资篇

第一章 创业投资： 企业组织形式与代理成本

内容提要 创业投资企业的运营效率决定于所选择的组织形式及代理成本的高低。通过对创业投资企业组织形式与相应代理成本的制度经济学分析，作者认为，我国未来创业投资组织的主流模式应该是将激励机制和约束机制完善结合的有限合伙制。

1998 年以来，创业投资一直是中国经济理论界的热点讨论问题之一。最近一个时期，尽管传来决策层对创业板市场开办无限推迟的信息，但人们对创业投资和创业板市场及相关问题仍然热情未减，许多有战略眼光的地方政府都已行动起来，积极推动区域性创业投资事业并着手相关行政法规的拟定，这是一个十分喜人的现象。近几十年来的国外经验业已证明，创业投资是新经济的孵化器，它在强化一国工业基础、调整产业结构、提高经济竞争力及推进就业方面具有不可替代的作用。创业投资事业的福利效果在相当程度上依赖于创业投资机构的运营效率，而创业投资

机构的运营效率又决定于它们所选择的形式及相应代理成本的高低。

一、创业投资的主要组织形式

创业投资按是否已经实现组织制度化，分为非组织制度化的创业投资和组织制度化的创业投资两大类。前者系由单个投资者（个人或机构）直接从事创业投资，后者系由两个以上的多数投资者，通过集体出资方式形成集体财产，以集体财产名义进行创业投资。国际经验表明，与非组织制度化的创业投资相比，组织制度化的创业投资具有以下优势：一是所形成的集体财产具有较大规模，能够有效实现组合投资，以分散投资风险；二是由于实行有组织的专业化管理，故可以大大提高投资效率，克服投资者直接从事创业投资的专业局限性；三是有利于培育专业的创业投资队伍，促使创业投资成为专业行业，方便政府对其进行集中扶持并实现行业自律。

经验表明，创业投资采用什么样的组织形式和制度安排，从投资者的角度考虑，在很大程度上影响着创业投资的代理成本及最终效益。尽管各国在创业投资的名称、组织形式及相应的制度安排上因国情而各异，但归结起来大体上可分为三类，即有限合伙制、公司制、信托基金制。

（一）有限合伙制

有限合伙制是普通合伙发展到一定阶段的产物，是合伙的一种高级形态。在承认有限合伙的国家中，有限合伙制无一例外地成为创业投资组织的主流模式，其根本原因是有限合伙制及相关配套的法律制度（主要是有限合伙法和税法）在运营成本、代理成本和激励机制上作出了独特的安排。

（二）公司制

公司制创业投资组织是指由两个或两个以上的投资者（股东）

共同组成的具有独立主体资格的营业组织，包括有限责任公司和股份有限公司两种基本形式。公司制创业投资组织的股东以其出资额为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任。

（三）信托基金制

在发达国家和许多新兴市场国家中，信托基金制创业投资组织普遍采用“三权分立”（投资者行使所有权、经理人行使经营权、托管人行使保管监督权）的基本框架。具体地说，在信托基金制框架下，投资者、经理人和保管人之间的关系以三方的信托合同为基础，其中投资者为信托人，经营人和保管人为受托人，分别根据信托合同对创业资本进行经营和保管，并向投资者收取信托费用，而基金经营的盈利所得则归投资者支配。

二、创业投资企业的代理成本

制度经济学证明，所有权与经营权分离必然导致代理成本。激励约束的效果好坏，反映在企业的效益上实质就是代理成本的高低。所谓代理成本，是指资产的所有权与经营权分离以后，管理者为了自身的利益而可能有损害投资人利益的行为，由此导致的机会成本。代理成本是所有者的（投资者）因代理关系而承担的利益损失。

代理成本包含两部分：由于管理者的道德风险使所有者利益遭受的损失，我们权且称之为道德风险成本；所有者对管理者进行监督所花费的成本，如所有者为搜集关于管理者行为的信息而花费的开销、所有者对管理者执行约束措施所需要的成本等，我们暂且称之为监督成本。代理成本是道德风险成本与监督成本的总和。对创业投资企业来说，代理成本就是创业投资专家有可能背叛一般投资者的利益而造成投资者损失和投资者为监督创业投资专家所花费的成本。

很明显，如果所有者花大力气对管理者进行监督，管理者损害所有者利益的行为就会减少，即监督成本与道德风险成本呈此消彼长的关系。图 1-1 是所有权和经营权完全分离情况下的代理成本曲线间的关系。

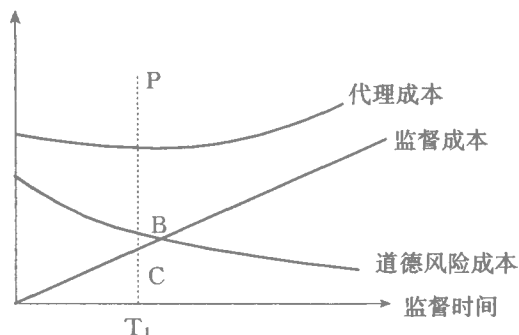


图 1-1

图 1-1 假设：

(1) 道德风险成本曲线斜率为负并向下“凸”。作此假设的原因是：随着监督力度（以监督时间表示）的加大，管理者的道德风险降低，损害所有者利益的行为减少，因此所有者的损失减少，道德风险减小。但是，监督力度的加大不能完全消除管理者的道德风险，而且监督的边际效益处于递减状态。

(2) 监督成本曲线斜率为下，监督时间与监督成本成同方向变化，为了简单起见，假设监督成本与监督时间成正比。

(3) B 点处道德风险成本曲线的斜率为负与 C 点监督成本曲线的斜率为正二者的绝对值相等。

结论：P 点是代理成本曲线的最低点： T_1 点是最佳监督时间点。

上图 1-1 是一般企业两权分离条件下代理成本的曲线。创业投资企业与一般企业相比，由于内部人控制的情况更加严重，创

业投资专家与投资者信息不对称程度更大，投资者收集有关创业投资专家经营管理行为信息的难度大大增加，收集信息成本更加高昂，其结果是投资者对管理者的监督难度大增，花相同的监督时间，对创业投资专家的监督效果（体现在代理成本的降低上）更差。从图 1-2 上看，监督难度增大反映在监督成本曲线上就是曲线更加陡峭，曲线的斜率变大。

说明：监督成本曲线 1 和代理成本曲线 1 表示一般企业的情况；监督成本曲线 2 和代理成本曲线 2 表示创业投资企业的情况。

由图 1-2 上可见，O 点处是代理成本曲线 2 的最低点， T_2 是创业投资企业投资者对创业投资专家的最佳监督时间。P 点是代理成本曲线 1 的最低点， T_1 是一般企业投资者对企业管理者的最佳监督时间。O 点的代理成本高于 P 点的代理成本，最佳监督时间 T_2 短于 T_1 。

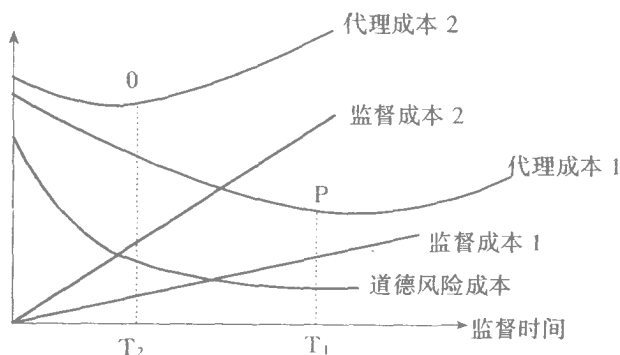


图 1-2

从最佳监督时间 $T_1 \rightarrow T_2$ 的变化说明，相对于一般企业，由于信息不对称的状况更加严重，而且投资者进行监督的难度更大，创业投资企业的投资者对创业投资专家的外部监督应该减少；同时，从 P 点与 O 点的比较可以看出，在两权完全分离的条件下，即投资者对创业投资专家进行最适度的外部监督，创业投资专家

的最低代理成本仍高于一般企业管理者的最低代理成本，即投资者从组织外部对企业投资专家实施监督的效果较差。

三、如何才能使代理成本降下来

我们考虑可以通过移动道德风险成本曲线的方法来解决这个问题。显然，道德风险曲线的下移，就可以使最低代理成本点降下来。那么，怎样才能使道德风险曲线下移呢？

道德风险成本是在代理关系中代理人与委托人利益不一致的情况下，代理人为了自身利益损害委托人利益的机会成本。如果没有代理关系（例如企业所有权与经营权重合），自然就不存在什么道德风险了。然而，我们在上面已经提到了，创业投资的运作不是普通投资者能够胜任的，投资者出资交给专家经营管理是一种必然，即创业投资必然要求所有权和经营权分离。那么，在创业投资企业中采取所有权与经营权部分分离（让管理者拥有部分所有权、其他所有者享有经营权）是否可以使道德风险成本曲线下降呢？

这种设想是合理的。这是因为：

在两权完全分离（管理者不拥有企业股份）的情况下，一方面，企业的管理者不天然享有企业利润的分成（通过与所有者的讨价还价，管理者有可能获得的报酬与经营业绩挂钩。但是，这种做法的稳定性比较差，其前提是所有者要同意）；另一方面，企业亏损甚至倒闭，亏的不是管理者自己的钱，管理者除了少拿薪金报酬之外没有任何损失。这时，管理者的利益与所有者的利益发生冲突的可能性更大、激烈程度更甚。例如，管理者希望将自己的办公室进行最豪华的装修，装修费用列入企业管理费用，这将导致可以分配给所有者的利润减少。当管理者的报酬与企业利润不存在正相关性（或者正相关性很小）时，管理者会“千方百计将错就错”将装修计划付诸实施，道德风险显化。

在管理者自己也拥有企业部分所有权的时候，其报酬就天然与公司的业绩挂钩了，企业的利润越多，管理者的股权收益就越多；同时，企业亏损，管理者投入企业的股本也会缩水。这样，管理者的利益与企业总体的利益有了明显的正相关性。仍然以装修为例，管理者豪华装修自己的办公室导致企业利润下降，也直接导致管理者自己的收益（分红部分）减少，由此导致亏损，管理者自己也要承担股份价值下降的损失。这时，是否做豪华装修，管理者就需要权衡考虑了。权衡的结果也许是仍然继续装修（管理者认为享受豪华办公室的效用大于分红增加给自己带来的效用），但相比于“千方百计将错就错”的道德风险是明显下降了。事实上，这就是管理者持股计划的好处。

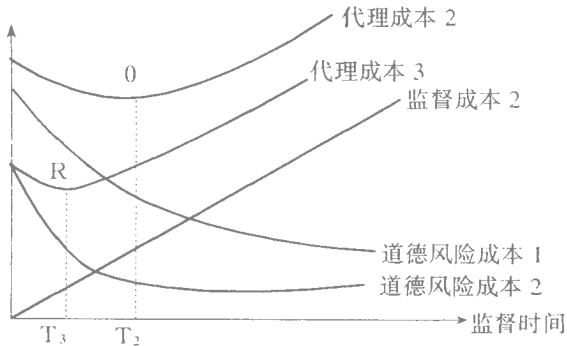


图 1-3

对于创业投资企业，上述道理完全适用。如果创业投资专家通过出资拥有创业投资企业的股份，哪怕比重只有 1%，也会让创业投资专家在投资时会有所顾忌，创业投资专家的代理成本会大大降低。1% 从比例上看是个小数，但如果以创业投资企业的资本为基数，则金额可能会相当可观。1000 万美元的 1% 就是 10 万美元。对于创业投资专家个人来说，10 万美元是一笔不小数目。而且，创业投资是一项风险极高的投资，没有 1% 资本注入的要求，

就不可能对创业投资专家无端的、轻率的冒险行为进行牵制。有人说，如果巴林银行让里森出资 1% 进行金融衍生产品投资业务，巴林银行也许会安然无恙。这虽然有点夸张，但不无道理。如图 1-3。

图 1-3 说明：通过内部制度设计，让创业投资专家出资拥有创业投资企业部分股份，创业投资专家经营中的道德风险下降（道德风险成本曲线 2），由此引起代理成本曲线下移（代理成本曲线 3）。此时，最佳监督时间由 T_2 缩短为 T_3 ，最低代理成本移至 R 点，显然，R 点的代理成本大大低于 O 点。

四、道德风险成本是否可以再下降？

让管理者对企业承担更大的责任，同时与之相匹配，给予管理者更大的企业利润分配比例可以实现道德风险成本的继续下降。这种做法的特点是双管齐下，将管理者对所有者的代理责任转变为自身利益的依托，一方面通过制度安排使管理者对企业承担无限连带责任，企业经营的失败直接导致管理者本人损失惨重，截断了管理者的退路，以此使管理者与企业共存亡；另一方面，制度上保证使管理者对企业的经营利润享有更多的分配比例，使管理者的报酬与企业的经营业绩密切相关。这时，同样的管理者，无论从压力还是动力的角度考虑，进行豪华装修的可能性都大大减小了，即管理者的道德风险进一步下降了。

对创业投资企业来说，在内部制度安排上如果让创业投资专家对创业投资企业的债务承担无限连带责任，同时给予创业投资专家远远大于其对创业投资企业出资比例的利益分配，如此使创业投资专家前有动力、后有压力，创业投资专家的代理成本将会继续降低（如图 1-4）。

图 1-4 说明：创业投资企业通过制度设计，既加大创业投资专家的责任，又提高创业投资专家的收益分配比例，这样就可以

导致道德成本曲线进一步下移（道德风险成本曲线3），进而引起代理成本曲线继续下移（代理成本曲线4）。

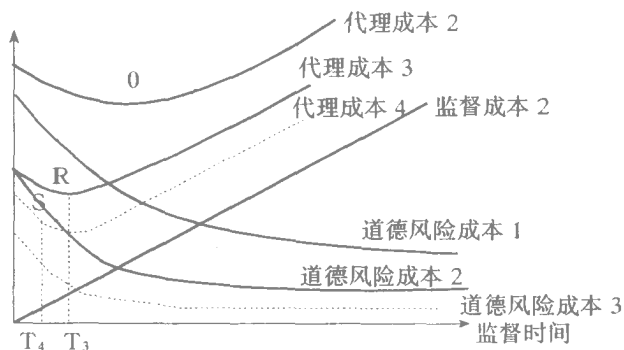


图 1-4

此时，最低代理成本 S 点低于 R 点。最佳监督时间由 T_3 缩短为 T_4 。这说明，通过这种双管齐下的办法，创业投资专家的代理成本降低并且投资者对创业投资专家的外部监督可以同时减少。

五、有限合伙制的组织形式代理成本最低

通过以上分析可以说明，在具有内部人控制更加严重、信息不对称程度更大等特殊情况的创业投资企业里，通过让创业投资专家出资拥有一部分所有权（经营权与部分所有权重合）、创业投资专家对创业投资企业的债务承担无限责任，同时创业投资专家分享高于其出资比例的创业投资企业利润的做法，可以一步步将创业投资企业的代理成本降下来。显然，有限合伙制的组织形式最能符合上述要求。基于对前文的模型分析，我们不妨再对有限合伙制重新做一番更为全面和具体的文字归纳。

（一）有限合伙制能够有效地降低创业投资的运营成本

创业投资运营成本是指创业投资运营所产生的费用成本，主要包括税务和创业投资组织的日常开销费用两个方面。

在税务方面，世界各国的通行做法是，只有在法律上具有独立主体资格的企业才征收企业（法人）所得税，而对不具有法人资格的不征收企业所得税。也就是说，只有法人资格的企业，对来自企业的利润才进行两次征税，即先对企业征收企业所得税，后对投资者分得利润再征收个人所得税；而对独资企业和合伙企业等非法人企业，则直接向投资者征收个人所得税，不向企业征收企业所得税。有限合伙制的创业投资组织是非独立主体资格的营业组织，在税务上享有直接课税的待遇（flowthrough treatment），即当创业投资组织投资盈利并接收投资收益时，每个投资者按分配份额承担纳税义务，缴纳个人所得税。这样，有限合伙制的创业投资组织能够有效地规避双重纳税的问题，通过降低税务成本，极大地降低了创业投资的运营成本。这正是有限合伙制的优势所在，也是有限合伙制成为发达国家创业投资主流模式的重要原因之一。

从创业投资日常开销费用角度来看，由于有限合伙制是一种自由契约关系，故按契约自由的原则，当事人可以通过协商，共同约定双方都有满意的权利与义务条件。在一般情况下，有限合伙制创业投资都通过合同，事先规定创业投资专家每年从基金中提取一定比例的金額（通常是2%~3%）作为其管理费用。这笔费用包括创业投资专家当年在房屋租金、信息沟通、财会和律师费用等方面的所有开支。如果创业投资专家的日常开销费用超过了这一固定的数额，投资者也不负有另行支付的义务。这样，投资者通过费用“承包”的方式将创业投资的日常开销费用事先固定下来。可见，有限合伙制能够有效地控制日常管理费用的开销。

（二）有限合伙制能够有效地控制代理成本

有限合伙的独特性在于它由两类合伙人组成：一类是仅以其出资额为限对外承担有限责任而并不参与企业日常经营管理的有限合伙人；另一类是对外承担无限连带责任并负责企业经营管理

的普通合伙人。有限合伙制通过独特的组织制度安排与合同设计来有效地控制代理成本。

首先，投资者（委托人）作为资金的投入者而非经营者和管理者，他们仅以他们投入的资金为限对创业投资组织的亏损与负债承担有限责任。也就是说，有限合伙的缺点是在组织制度上为投资者承担的风险设置了最大值（上限）。

其次，创业投资专家作为普通合伙人（代理人），是创业投资的经营者和管理者，要对创业投资的亏损与债务承担无限连带责任，从而把创业投资专家的责任与创业投资的成败紧密地结合在一起，这样就使得有限合伙制在组织制度上能够促使创业投资家努力勤勉的工作。

最后，为了防止代理人损害委托人的利益，有效地控制代理成本，有限合伙制还通常在契约合同上作出以下一些精心设计。

基金的期限：有限合伙制基金的期限是固定的，通常不超过 10 年，也可延长，每次延长 1 至 2 年，最多 4 年，可见普通合伙人不能永远控制基金。

资金的支付：有限合伙人承诺的资金采取分期支付的方式，一般在开始时支付 25% 至 33% ，以后再支付其余部分。

放弃注资权：即使普通合伙人无重大过错，只要投资者对其丧失信心，有限合伙人有权放弃继续投资的权力，向合伙组织不再注入事先承诺的资金，但要受到已注入资金减半计算的处罚，所拥有的股份也相应减半。

报告与财务政策：普通合伙人要定期向有限合伙人提供有关所投资企业价值和发展情况的报告，并邀请有限合伙人和所投资企业参加年度会议。

特别咨询委员会：有限合伙协议允许设立由最大有限合伙人组成的特别咨询委员会，对普通合伙人的投资活动进行必要的监控；在非常情况下，特别咨询委员会还可以利用在某些事务上的投票权达到多数时撤换某个普通合伙人，或提前终止合伙关系来及时保障投资者的利益。

其他特别条款：有限合伙协议通常对普通合伙人用于基金管理的

时间有明确的规定；有些还在普通合伙人与其他创业投资家共同投资或获得被投资企业的股份方面加以限制；有些协议还进一步规定，后续资金不能投资到同一普通合伙人所管理的其他基金项目上，或现在基金投出达到一定比例，如 50% 之前时，普通合伙人不得筹集新的基金。

（三）有限合伙制使创业投资家的报酬与其经营业绩紧密挂钩

现代组织理论认为，组织的剩余索取权与控制权应尽可能匹配。创业投资组织“剩余”就是创业投资总收益减去运营成本后的余额。因为创业投资的经营决策掌握在普通合伙人手中，并且创业投资的成败也主要取决于普通合伙人，如果他们拥有较大份额的剩余索取权，他们就不可能全身心地投入创业投资事业当中。在有限合伙协议中，通常规定将一定比例（20%）的投资收益分配给普通合伙人，80% 分配给有限合伙人。这种分配架构使得普通合伙人的投资收益远远高于其管理费用，从而把创业投资家的个人收益与创业投资业绩紧紧地结合在一起。有限合伙制最大的优点之一在于将创业投资的经营业绩变成创业投资家收入函数中一个重要变量，从而作为一种长期的激励机制使得创业投资家全身心地投入工作，实现创业投资价值最大化。

六、有限合伙制应成为中国创业投资机构的主流形式

我国的创业投资公司经过一段时间的初步实践，公司制的缺陷已逐渐暴露出来。仅依靠公司制组织形式中的管理层个人的有限责任方式是难以把我国创业投资企业成功地运作起来的，因为在公司制架构下，无论设计多么周密的治理结构，最终还是解决不了高运营成本、高代理成本和弱激励机制等三个基本问题。中国未来创业投资组织的主流模式应该是将激励机制和约束机制完美结合的有限合伙制。提出这一论点的理由不仅仅是基于本章前面所做的有关创业投资机构组织形式及相应代理成本的制度经济

学分析，还基于目前中国经济转型期的特殊国情。

从中国现有的几百家以创业投资为主营或重要业务内容的公司情况看，基本上可划分为两大类，一类是以地方政府或国营企业、国有控股企业出资为主的创业投资机构，另一类是在过去十年中在股票二级市场运作上超过原始资本积累阶段的民营企业或个人为主要出资人的创业投资机构。这两类创业投资机构在进入创业企业投资这个极具特殊性的市场时，都面临着这样一种市场环境：中国目前还没有形成真正的创业投资人才市场，由于全国性的创业投资事业刚刚处于起步阶段，也没有什么已“成名立万”、信誉可靠的职业创业投资家队伍可言，因此，必然会出现一些扭曲现象，即国资背景的创业投资企业大都将这类机构交给那些政府公务员出身的离退休干部或“下海”干部，民资背景的创业投资机构则将经营权交给一些股票二级市场的操盘高手。这种创业投资团队的人员构成很难使创业投资资本产生较高的运行质量。

改革二十几年来，中国经济的微观信用基础不仅未得到加强而且还有日见削弱之势。

各式各样的造假行为和背弃信用行为已使得社会经济信用链条处于一种“礼崩乐坏”的严重威胁之下。这两项于开展创业投资事业颇为不利的客观条件，既对创业投资机构的运作效率具有消极影响，同时也对我国创业投资事业的组织形式选择提出了较高的要求，即应当向开展创业投资最为成功的国家学习，将最能体现约束机制与激励机制完美融合的有限合伙制作为创业投资企业的主流组织形式，尽量少走弯路，少付学费。

诚然，我国目前的法律环境和相关的配套措施对于发展有限合伙制来讲仍然不尽成熟，决策层对中国创业投资体系建设重要性的认识并没有提到应有的高度，特别是最近半年来有关创业板股票市场无限延期的政策动向传闻，不仅对创业投资市场参与者的信心产生了极其消极的影响，而且还直接导致制度供给的缺位，

许多应尽快制定和出台的法规尚无音讯，使得一些急于发展创业投资事业的地方政府不得不勉为其难地先行着手所谓“地方性突破”。我们认为，中央政府应尽快提高创业投资体系建设重要性的认识，充分重视有限合伙制在筹集社会闲散资金、规范投资者行为和促进社会经济发展方面的重要作用；组织有关专家对有限合伙制立法的可行性、必要性和重要性进行系统研究，尽快将其纳入我国的《合伙企业法》。或者借鉴美英的立法经验，严格遵循法律主体资格的原则，即只有在法律上具有独立主体资格的营业组织，才作为纳税主体，缴纳所得税；而在法律上不具有独立主体资格的营业组织由其业主缴纳个人所得税即可，以避免重复课税挫伤投资者的积极性。

参考文献

1. 崔振南、明星主编：《激励机制与管理层持股》，北京，中国经济出版社，2000。
2. 王松奇、李扬、王国刚：《中国创业投资体系研究》载《外贸经济》，1999(1)。
- 3(法) 泰勒尔著：《产业组织理论》北京，中国人民大学出版社，1998。
4. (美) 丹尼斯著：《现代产业组织》，上海，上海三联书店，1997。
- 5(美) 罗伯特·C. 克拉克著：《公司法则》，北京，工商出版社，1999。
6. Holland, et. al, 1994, *Venture Capital and Public Offering Negotiation*.
7. *Guide to Venture Capital Source* Stanley Pratt, 1984.
8. Keller & Leisner, *Capital Formation Alternatives Compa-*

nies, 1993.

9. Thomas W. Zimmerer, Norman M. Scarborough *Entrepreneurship and New Venture Formation*, 1996.

Publish: Prentice Hall, Inc., A Simon and Schuster Company

10. Christine Cope Pence *How Venture Capitalists Make Investment Decisions*

Publish: UMI Research Press

11. William D. Bygrave, Jeffrey A. Timmons *Venture Capital at the Crossroads*

Publish: Harvard Business School Press, Boston: Massachusetts.

第二章 创业投资： 运作模式的比较研究

内容提要 风险投资作为一种特殊的金融工具，通过加速科技成果向生产力的转化，推动了高新技术商品化、产业化、国际化进程，为经济的增长注入了强大的动力，特别是在扶持和提高中小型高科技企业在市场竞争中的创新和生存能力方面发挥着重要作用。本章通过研究国内外典型风险投资的运作模式，从风险投资的组织模式、资金来源、投资对象和投资方式、政府政策扶持四个方面进行对比分析，并借此探索适应我国高新技术产业化的风险投资模式。

一、国外的典型风险投资模式

风险投资在西方经济发达国家已有较长历史。随着各国政府对风险投资重视程度的不断提升，各种风险投资模式也随各国不同的国情应运而生，其中美国、德国、日本的模式最具代表性。

（一）美国的风险投资模式

美国风险投资业的发展是建立在机制完善、发育成熟的资本市场基础上的，是市场主导型模式。这种模式具有以下特点：

风险投资机构的组织形式主要是有限合伙制。1980年美国的

有限合伙制投资基金参与风险投资的数额占当年风险资本总额的 42.5%，到 1995 年则达到 81.2%，有限合伙制已成为美国风险投资基金的主要组织形式。这种合伙制组织形式是不用上缴公司税的，因而它的运营成本很低。它依照《合伙企业法》由普通合伙人和有限合伙人按契约组成，典型的有限合伙制风险资本的存续期是 10 年。普通合伙人作为资金专业管理人员统管投资机构的业务，提供大约 1% 的投资，分享 20% 左右的投资收益和相当于风险资本总额 2% 左右的管理费，但其承担无限责任。有限合伙人负责提供风险投资所需的主要资金（大约 99%），但不负责具体经营，分享 80% 的投资收益，只承担有限责任。

由于市场化程度高、风险投资资本市场发育成熟，导致行业间竞争加剧，从而使该行业日趋组织化、机构化和专业化，这正是美国风险投资业高度发达的标志。在美国风险投资的实践中，有限合伙制之所以能够占据主导地位，除了它适应美国的国情外，更在于它有其独特的优势。有限合伙制是人才资本与货币资本的有机统一体，具有专家理财、规模经营、分散风险、科学决策的特点；有限合伙制与高新技术产业发展和新经济形态的需求最吻合；加之有限合伙人与一般合伙人的契约规则，即委托—代理制度的不断完善，在管理模式和运行机制上的创新，使其优势更加突出。

风险投资的资金主要来自退休基金、养老基金、大公司和金融机构等。在二板市场上的投资主体也是机构投资者和有相当资金量的个人。1997 年美国风险投资筹集总额中有 56% 来自退休基金和养老基金，30% 来自大企业和公司，个人和家庭占 13%，银行和保险公司占 1%。

投资对象以新兴的具有高成长性质的高新技术企业为主。2000 年投资总额中对这类企业的投资占 71%。互联网相关的领域投入高达 478 亿美元，生物工程与制药领域投入 64 亿美元，通信