

创业资本的制度创新分析

山东大学经济研究中心副教授 王凤荣

摘要：创业资本的技术创新效应一直是人们讨论的热点问题，而对创业资本制度条件缺乏应有的关注。本文试图对创业资本进行制度分析，核心观点是创业资本本质上是一种制度创新。为此，依次论证三个命题：首先，创业资本的历史生成是对传统金融制度的创新；其次，创业资本的运作过程是保持距离型融资模式和关系型融资模式的相容性创新；最后，创业资本的组织一定程度上也体现了企业制度的创新，有效地减少了代理成本和信息不对称问题。

关键词：创业资本；创业企业；制度创新

Key Words: Venture Capital; Entrepreneurial Firms; Institutional Innovation

一、创业资本的历史生成 对传统金融制度的创新

现代意义上的创业资本发端于20世纪40年代，其诞生的标志性事件是1946年6月美国研究与发展公司(American Research and Development Corporation, ARD)的成立，该公司主要为那些新成立的和快速增长中的公司提供权益性融资。在20世纪40年代，美国刚刚经历了30年代的经济大萧条，新兴企业规模小，存在明显的技术、管理和市场等多种不确定因素，很难从银行或资本市场上筹集到所需资金。银行从事借贷活动的价值标准是基于其资金来源和负债结构的，银行负债主要来自流动性较强的居民和企业储蓄存款，因而银行不愿意借款给那些缺乏有形资产而且未来有很大不确定性的企业，它们将在很多年里没有盈利或不能支付利息，甚至不能偿还本金。在资本市场上，企业通常可通过发行债券和股票来筹集资金。发行债券的前提条件是企業有能力定期支付高额、稳定的利息，发行股票的前提条件是企業过去有经营业绩，财务状况良好。而创业阶段的高新技术企业根本不符合这些要求，故难以从资本市场上筹集到资金。可见，在高新技术创新的关键阶段，由于创新技术的不确定性和创新企业风险承担能力的脆弱性，往往导致资金需求的特殊性和供给障碍。传统的投融资制度无法从根本上解决这一障碍。高新技术创新对资金的需求与传统资金供给方式之间的矛盾成为制约创

业企业发展的瓶颈。然而很多有识之士已意识到具有创新精神的中小企业对于美国经济发展具有重大意义。美国研究与发展公司的创始人之一弗兰德斯认为，经济衰退不是老工业亏损造成的，而是对新企业投资不足所致。具有巧合意义的是，1957年苏联成功地发射了第一颗人造地球卫星，这对美国人是一个巨大的刺激，他们意识到美国需要高新技术，更需要对高新技术企业进行资金支持的新型投融资制度。正是在这种历史背景下，美国政府出台了一系列促进小企业发展及鼓励向小企业融资的法律法规，创业资本得以初步发展，并在60年代末70年代初达到高潮。70年代中期石油危机引发的经济萧条也沉重地打击了创业资本业，创业投资资金锐减，创业投资活动几乎停滞。到了70年代末，创业资本业出现了再度复兴。据统计，从1978年到1994年，美国创业资本业管理的资本总额从40亿美元猛增到350亿美元，增加了近8倍。经过90年代初的调整后，最近两年又出现了迅猛增长的势头。至2000年，美国创业投资公司已达4000多家，创业资本总额已达1000多亿美元。

从创业资本的历史生成过程可以看出，现代创业资本是因为有的金融制度难以满足经济发展和企业成长，尤其是高新技术中小企业融资的需要而出现的投融资制度创新，是经济高度发展条件下市场分工的新产物，是在

胡海峰 陈闯《创业资本运营》中信出版社1999年版 第12页。
欧洲创业资本委员会：《创业资本2001年年报》。

历史维度上对金融制度的创新。这集中表现在三个方面：第一，引进新的约束条件，对资金需求者进行市场细分。在传统的融资制度条件下，不论是市场主导型还是银行主导型融资制度，都将资金需求者——企业看作是“同质”的，或者说是以相对成熟的大中企业为标准而设计的融资体系。而创业资本机制的出现，则将资金需求者进行了市场细分，引进企业是“异质”的(Heterogeneous)这样一个约束条件，从而使金融资源在低风险与高风险、低收益与高收益、稳定性与成长性资产之间进行多维度、综合性配置，提高了资源配置效率。在创业资本市场机制中，资金运动遵循的是高风险与高收益匹配的规律。需要说明的是，投资于高新技术产业所遭遇的高风险属于积极性风险——生产性风险，不同于一些金融衍生工具如期货、期权等侧重于分配性风险的分散，正是从这一点上说，创业资本作为一种投融资制度的创新安排，具有深远的社会福利效应。第二，对传统融资契约的创新。创业投资中使用的证券工具不是常用的债权契约和股权契约，而是结合二者优点的复合式证券工具，如可转换债券、可转换优先股、认股权证等。这些证券工具的不同组合可以满足创业资本投资者与创业企业之间不同的目标 and 需求，既能保护投资者的利益，锁定风险，又能分享企业成长的收益；同时也能调动企业经理和创业企业家的积极性去推动企业发展而获得更多的股权。这种复合证券工具使创业资本家通过债券、优先股、普通股之间比例的调整或转换价的调整来相应地达到激励和约束创业资本家和创业企业家的目的。此外，创业资本家和创业企业在投资之初签订的投资协议也是创业融资契约的组成部分。投资协议通过肯定性条款和否定性条款来规定企业必须作哪些事情，不能作哪些事情。合同规定有对违约行为的惩治措施，如解雇管理层、调整董事会的席位和表决投票权，来制止和防止对投资者的不利行为；合同也规定有保障投资者变现投资的权利和方式，追加投资的优先权和防止股份稀释的措施。可见，创业资本所运用的融资工具和融资契约是股权投资和债权投资的创新性安排。正是借助于这一创新性安排，创业企业的风险和收益才得以在投资者和筹资者之间进行均衡配置。第三，对信用关系的创新和延展。创业资本和创业企业之间的关系类似于股份信用中出资者和企业家之间的契约关系，但二者之间又存在两点不同。一是对企业运营的参与程度不同。股份信用中的出资者主要通过股东大会和资本市场间接地参

与企业的生产运营；而创业资本的出资者本身就具备部分企业家的职能，并与专业企业家结合，通过共同经营来实现和维护自身利益。对此我们在后文具体进行分析。二是追求的获利方式不同。股份信用的投资者看重的是股息或红利收入，而创业资本的投资者追求的是最终的资本利得。

正是基于对融资主体、融资工具和信用关系的创新性制度安排，创业资本实现了对传统金融制度的创新，有效拓展了金融对经济社会资源的配置范围和配置效率。

二、创业资本的营运机制：关系型融资制度与保持距离型融资制度的相容性创新

关系型融资制度和保持距离型融资制度之间的区别一直是人们诉讼不休的话题。在任何制度中，资金的提供者都必须对其资本的使用进行监督，并且保留必要时进行干预的权力。在关系型融资制度中，投资者和企业之间的关系是长期的，并由自我强化的合同支持。通过长期有信誉的交往，银行和企业之间建立了可信赖的关系，这种重复的、长期的关系可以有效地降低信息不对称和代理成本，进而对经济风险具有“跨时分担”(Intertemporal Risk Sharing)特征。相比之下，保持距离型融资关系类似于一种现货交易，具有短期性和非控制倾向，投资者只受到显性契约的保护。资本市场在不同的个体之间提供风险分担机会，并允许他们进行多样化投资，依据个人风险承受能力调整其投资组合的风险。因而，在保持距离型融资制度中，不同的个体是在一个给定的时点上交换风险，其风险具有“截面分担”(Cross-sectional Risk-sharing)特征(Kotaro Tsuru, 2000)。然而，两种融资制度的区别在创业资本的运行机制中被有效地弥合了。

创业资本的营运是一个复杂的过程，通常包括七个步骤：建立基金，寻找投资机会；筹集资本以供投资；寻找投资项目；筛选、评价备选投资项目；评估、谈判、达成交易；管理投资项目；退出投资。这里，我们打算对这些具体程序加以描述，而是从比较融资制度的角度透视创业资本运行的本质特征。为此，我们将创业资本运行分为投资、管理和收获三个阶段。

投资阶段。这是创业资本家辨认、发现投资机会，筛选投资项目，谈判、达成投资契约并向创业企业注资的过程。一家创业投资公司每天都会接到许多创业企业的融资申请，这其中既会有像康柏、英特尔这样的“黑

马”,也会有大量的糟糕项目和陷阱。创业资本家的任务就是鉴别这些项目,选择市场状况、技术能力和管理水平等综合素质较好的项目作为投资对象。选定投资项目后,便进入到谈判阶段,对有关投资金额、投资期限、权益分配及退出机制等核心内容进行讨价还价。如果双方意见最终达成一致,签订投资合作协议,创业投资公司即向创业企业注入资金。在这一过程中,投资项目的筛选是至关重要的,是后期管理和成功退出的前提。事实上,创业资本家评价和筛选投资企业的过程,也是创业资本家与创业企业充分沟通的过程,它可以有效地消除信息不对称导致的逆向选择及其他问题,提高资源配置效率。也正是从这一点来说,创业资本的筛选投资行为类似于银行主导型下的事前监督机制,是关系型融资的一种变形(Gompers, P.A., 1998)。

管理阶段。创业资本家与创业企业签订投资合作协议,注入资金的同时,便开始了管理阶段。创业资本家作为投资者通常参与企业战略规划、经营管理、资金融通、市场营销等各个层面和环节。所有这些参与举措使创业资本家成为一个知情的投资者(Informed Investor),有效地解决了信息不对称问题和代理成本问题,显著地促进了资源配置过程。创业资本家的参与过程本质上也是其作为投资者的监督和控制过程,这一过程与银行主导型的中间监督机制有着诸多的相似之处。事实上,创业资本家能够跟随企业家深入企业的营销战略、技术发展、长期计划和管理结构等诸多关键领域,进而影响创业企业家的决策,因而甚至比银行主导型下的出资者有更大的控制力。

收获阶段。创业资本投资于创业企业的目的不是长期控制企业,而是追求资本增值。资本增值的实现即投资的变现机制,最重要的体现在其退出策略。创业资本通常有三种退出通道:首次公开发行(Initial Public Offering, IPO)、出售、清算或破产。其中首次公开发行被认为是最成功的退出方式。股票公开发行是对创业企业价值的一种市场度量和确认。通过首次公开发行,创业资本家获得丰厚的投资回报。据拜哥利夫和蒂蒙斯对1979年到1988年美国首次公开发行股票市场的统计研究,首次公开发行股票方式退出的创业资本投入的总回报为:第一投资期为22.5倍,第二投资期为10倍,第三投资期为3.7倍。在美国创业资本市场,70%—80%的创业资本投资收益是通过在纳斯达克市场公开上市实现

的(Kotaro Tsuru, 2000)。

同样重要的是,通过首次公开发行,创业企业的筹资结构与治理机制也发生了根本变化。如前所述,在筛选投资与管理阶段,创业资本对创业企业的投资支持与管理支持使得创业企业具有内部治理模式特征。随着创业资本的退出,创业企业获得了在证券市场上持续筹资的通道,创业企业的高风险也通过充分发展保持距离型融资制度的“截面风险”分担方式加以有效分散,相应地企业治理也开始转向外部模式。

综上所述,基于历史(纵向)维度——市场主导型金融制度创新的创业资本,其运作机制已超越了“保持距离”的范式,是保持距离型融资模式与关系型融资模式的有效整合与融合。在前期运行阶段,创业资本对投资企业采取个性化的管理监督,有效地解决了信息不对称问题和代理成本问题,本质上是“关系型”的规制模式。在后期运行阶段,进行投资退出和变现时,创业资本采取的是公开的市场评价体系和标准,通过创业企业的股票价格反映其真实价值,是一种硬约束,本质上是“保持距离型”的。因此从创业资本的运作机制来看,创业资本是关系型融资制度的变形,但其紧密依赖于运行良好的保持距离型融资体系。换言之,创业资本是关系型融资制度与保持距离型融资制度的相容性结合,是一种制度创新。

三、创业资本的组织 企业制度的创新

两种融资模式的相容性创新使得创业资本对创业企业的筛选与投资管理有效地克服了信息不对称和代理人风险,是创业资本营运中的制度创新。那么,支持创业资本的对外投资效率和效益的内部条件是什么?现在我们将目光转向创业资本组织内部。历史上存在三种企业组织制度:业主制、合伙制和公司制。公司制企业作为一种资合公司,摆脱了业主制和合伙制企业个人信用的约束,具有巨大的筹资能力,适应并推动了现代生产力的发展,因而成为现代经济中占主导地位的企业制度。但公司制企业中所有权与经营权的分离所导致的信息不对称和委托—代理问题又成为现代企业制度的内在缺陷。法人治理结构的种种理论和实践探索无不是为解决这一问题而努力。在这一方面,创业资本的组织制度安排具有一定的创新意义。

拜哥利夫和蒂蒙斯:《处在十字路口的创业资本》,哈佛商学院出版社1992年版,第170页。

创业资本最常见的组织形式是有限合伙制, 合伙人中有限责任和无限责任并存。创业资本的出资人为有限合伙人(Limited Partnership, LP), 创业资本的高级经理人(又称创业投资家)为普通合伙人(General Partnership, GP), 双方签订契约, 成立创业基金。美国法律规定, 有限合伙制公司不缴公司税, 而是由有限合伙人在获得现金形式的投资收益时交纳个人所得税。为此, 要求有限合伙组织要符合以下条件: 首先基金必须有固定的期限, 并在有限合伙合同签订时明确下来; 其次, 有限合伙股权不得转让, 在期满前不允许有限合伙人退出组织; 最后, 有限合伙人只对投入资金负有限责任, 不能参与基金的管理。在这种法律框架下, 有限合伙人和普通合伙人通过契约构造公司的制度结构。在出资方面, 有限合伙人出资占创业投资基金总额的99%; 普通合伙人出资仅占其1%。在收益的分配方面, 有限合伙人得到税后投资利润的80%。普通合伙人得到20%。契约还明确规定: 第一, 有限合伙人承诺分阶段投资, 保留放弃投资的选择; 第二, 对一般合伙人的奖励与其所创造的价值挂钩; 第三, 投资变现的权利及其保护。确保创业企业向创业投资公司变现所投资的股权, 确保一般合伙人向有限合伙人返还所有资本金和收益。设置这些契约条款根本的目的在于解决对创业资本家的筛选和激励问题。事实上, 创业资本家作为普通合伙人以一定的货币资本入股, 一旦签订创业投资项目协议, 就会以股东身份, 积极参与企业的管理, 控制并扶持创业企业的发展。收益分配向普通合伙人的倾斜也是对其人力资本的肯定和激励。此外, 有限合伙人采取“无过离婚”(No-fault Divorce)条款来限制普通合伙人。所谓“无过离婚”是指即使普通合伙人并未犯原则性错误, 只要有限合伙人对其失去信心, 他们也会停止追加投资。可见, 创业资本的组织制度将创业投资的激励机制与约束机制有效地结合在一起, 规范和约束了经理人的行为, 有效地解决了信息不对称和“委托—代理”问题, 是创业投资成功运作的组织制度保障。

需要说明的是, 有限合伙制度作为合伙制和公司制的组合, 早在1532年的佛罗伦萨就已经出现了。但这种企业制度是从无限责任的合伙企业向现代公司制度发展的一种中间形态, 历史上没有成为一种稳定而持久的企业制度形式。究其原因, 通常认为是由于有限合伙公司中有限责任和无限责任并存的制度结构具有内在的不稳定

性。当时普通合伙人——企业经理通常通过各种方式将经营风险转移给有限合伙人, 在不存在债务奴隶制条件下, 导致所有的合伙人都承担有限责任, 有限合伙公司演变为有限责任公司, 从而导致有限合伙制度的消亡。我们不否认这种分析的合理性, 但认为过于注重货币资本(即出资人)的支配权和收益权, 缺乏对企业家人力资本、知识资本的重视, 从而导致对人力资本激励—约束机制的缺失, 是早期合伙制夭折的更根本的原因。换言之, 是对普通合伙人“无限责任”缺乏制度界定所致。有意义的是, 正是基于制度本身的创新, 尤其是通过对普通合伙人的权、责界定和激励—约束机制安排, 有限合伙制才在创业资本中重新获得了生命力, 并得以广泛应用。现代企业理论认为, 企业是相关利益者之间尤其是出资者和经理人之间达成的契约集合。由此, 出资者和经理人之间的委托—代理问题, 一定程度上可以转化为契约设计问题, 即寻找满足代理人激励—约束相容, 并使委托人预期效用最大化的契约。如前所述, 创业资本的有限合伙制是一个风险分担契约, 即通过使代理人承担适度的风险(如“无过离婚”)来最小化代理成本, 从而使得合伙人中有限责任和无限责任达到制度均衡。

可见, 创业资本对有限合伙制度的创新性设计, 有效地解决了创业资本内部的委托—代理问题, 减少了创业资本组织的交易成本, 为创业资本的成功运作提供了组织支撑。

四、结语

由上述理论分析和经验归结可见, 创业资本本质上是一种制度创新, 从其历史生成看是对传统金融制度的创新; 在运作层面是保持距离型融资模式和关系型融资模式的相融性创新; 最后, 创业资本的组织一定程度上也体现了企业制度的创新, 有效地减少了代理成本和信息不对称问题。当前, 我国正在大力培育创业资本投资机制, 就其现状来看主要存在的问题有: 创业资本的来源主要是政府财政资金, 导致国有资金“一股独大”; 创业资金的投向多是集中在已经成熟的、即将上市的企业, 甚至投入股票一级市场申购新股(即“打新股”), 出现“创业资金无创业”的现象; 更为严重的是, 创业资本的组织制度和治理机制所呈现的畸形状态: 创业投资公

陈乐天:《企业创新与金融分析》, 立信会计出版社1999年版, 第60, 61页。

公司的经理人由政府任命,多是政府官员转岗而来,在公司中没有个人股份,并且普遍缺乏激励约束机制,导致代理人问题突出和道德风险巨大。上述问题互为因果并相互扭结,一方面容易形成政府“包办风险”的局面,另一方面有可能因为人为因素形成新的国有资产流失黑洞。因此,中国创业资本要实现健康、有序的发展,最根本也是最急迫的任务在于各种相关制度的创新和完善。只有基于从融资制度到融资模式再到企业组织的一系列制度创新,创业资本才能加速科技成果向生产力的转化,推动高科技企业从小到大、从弱到强的长足发展,进而带动整个经济的蓬勃与兴旺。

参考文献

- [1] Barry, C. New directions in venture capital research. *Journal of Financial Management*, 1994, (23): 3-15.

- [2] Black, B. S. and R.J. Gilson. Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 1998, (47): 243-77.
- [3] Gompers, P.A. Resource allocation, incentives and control: The importance of venture capital in financing entrepreneurial firms, in *Entrepreneurship, SMEs, and the Macroeconomy*. Cambridge University Press, 1998.
- [4] Kortum, S. and J. Lerner. Does venture capital spur innovation? mimeo, 1998.
- [5] Tsuru, Kotaro. Finance and Growth: Some theoretical considerations, and a review of the empirical literature. *Economics Department Working Papers No. 228*. <http://www.oecd.org>, 2000.
- [6] 严文兵, 郑泽华. 风险投资: 新经济条件下融资的发展. *经济评论*, 2001, (4).

(责任编辑: 范小云)

(上接第 9 页)

子东盟”等。最近,江泽民在上海APEC会上宣布中国将设立“人力资源能力促进项目”和上海“APEC金融和发展项目”,为21世纪APEC包括东盟开发人力资源,培养人才。

东盟是中国的近邻,那里有许多华侨,和我国政治、经济、社会密切关联,所以做好睦邻关系对双方都有好处。东盟一些国家对在出口产品与中国有竞争,有一定疑虑。中国朱基总理指出,中国与东南亚国家经济结构与出口结构不尽一致,中国对美出口主要是轻工产品,东盟多为集成电路,在美国等发达国家市场不是竞争对手。而且中国近年的进口市场对东盟出口有巨大潜力,2000年中国进口有63%来自亚洲,大都为东南亚国家。

中国加入WTO后,将大力扩大进口,预计此后五年设备技术进口将达1.4万亿美元,为东盟提供巨大的出口市场。英国《Economist》(July 7th, 2001)指出,“如果东南亚自由贸易区与中国结合,将减少对美依赖。中国将来很可能成为这一地区增长的重要发动机。”东南亚国家已减少了与中国出口产品竞争的疑虑,而希望中国加入WTO后“成为亚洲经济稳定的柱石”。希望中国在稳定货币汇率、资本输出和开放市场方面对该地区产生有益影响。

总之,东盟国家正在向新的“东亚模式”的新思路、新战略迈进,我们希望它将为再创“东亚经济奇迹”奠定新的战略基础。

参考文献

- [1] Y.C.Park: “The Asian Dilemma: Restructuring out or Growing out?” Princeton University: *Essays in International Economics*, August 2001.
- [2] Eisuke Sakakibara: The East Asian Crisis-Two Years Later, *Annual World Bank Conference on Development Economics* 2000.
- [3] IMF: *International Financial Statistics*, October, 2001.
- [4] World Bank: *East Asian: Recovery and Beyond*, Washington, D. C., World Bank, May 2000b.
- [5] Stiglitz, Joseph: “Back to Basics: Policies and Strategies for Enhanced Growth and Equity in Post Crisis East Asia” Washington, D.C., World Bank, July 1999, processed.
- [6] Levine, Ross, “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?” paper presented at the World Bank Conference on Financial Structure and Economic Development, Washington, D. C., February 10-11, 2000.
- [7] Fischer, Stanley, “The Road to a Sustainable Recovery in Asia,” Washington, D.C., IMF, October 18, 1999.

(责任编辑: 范小云)

“中国能够不负亚洲国家希望吗?”新加坡《海峡时报》11月5日。