

# 风险投资发展的跨国差异与理论解释

肖扬清, 徐宝林, 黄诗城

(厦门大学经济学院, 福建 厦门 361005)

**[摘要]** 从世界范围来看, 许多国家都将风险投资作为促进新企业特别是高科技企业成长的重要手段, 并致力于从制度安排上推动风险投资的发展。然而风险投资在各国的发展不尽相同, 存在着较大的差异。文章比较了风险投资发展的跨国差异, 并从金融体系、组织与治理结构、法律、人力资本、文化等方面对上述差异进行解释。文章认为这些因素具有一定的解释力, 通过比较分析并结合我国现状, 对我国风险投资的发展提出政策建议。

**[关键词]** 风险投资; 跨国差异; 高科技企业

**[中图分类号]** F830

**[文献标识码]** A

**[文章编号]** 1007-9556(2007)09-0086-07

## Cross-country Differences and Theory Explanations of the Development of Venture Capital

XIAO Yang-qing, XU Bao-lin, HUANG Shi-cheng

(School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract:** Many countries have developed venture capital industry as an important way to spur the growth of new enterprises, especially high-technology enterprises. In this paper, the authors make a cross-country comparison on the VC industries from the industry size, function mode, and the rate of return, etc. And based on the review of the related literature, they offer theory explanations for these differences from the points of view of financial system, organization and corporate governance, law, human capital and culture. The paper argues that these are reasonable explanations for the cross-country differences, and our government can make effort on the creation of VC exits, legalization, and enterpriser culture to spur the development of venture capital industry in China.

**Key Words:** venture capital; cross-country difference; hi-tech enterprise

### 一、风险投资的跨国比较

风险投资最早出现于美国, 经历了 70 多年的发展, 在 20 世纪 90 年代, 因为扶持了一大批信息技术企业成功上市, 美国的风险投资业出现了空前的繁荣。欧洲的风险投资在发展程度上逊于美国, 并且由于欧洲各国的经济发展和制度环境差异, 其增长的步调并不是统一的。其中, 英国、德国的风险投资资金规模较大, 而荷兰等国发展规模则相对较小。从亚洲的情况来看, 日本较早引入并发展了风险投

资, 但进入 20 世纪 90 年代后发展较慢; 中国香港是除日本外亚洲最大的金融中心, 拥有最多的风险投资基金, 以色列的风险投资则在政府的推动下得到了快速的发展, 在 20 世纪 90 年代取得了十分突出的成绩。

#### (一) 规模与发展速度比较

各国风险投资的规模体现于各国风险投资基金的规模与机构和人员数量。表 1 给出了 2001 年的各国风险投资基金规模, 其中, 美国的风险投资业具

**[收稿日期]** 2007-06-19

**[基金项目]** 教育部人文社科基地重大项目《金融制度设计与经济增长——中国经验和理论创新》(批准号: 05JJD790026) 的阶段性成果之一

**[作者简介]** 肖扬清(1974-), 女, 湖南宁乡人, 厦门大学经济学院金融系博士研究生, 集美大学财经学院金融系教师, 研究方向是金融理论与金融政策; 徐宝林(1971-), 男, 安徽庐江人, 厦门大学经济学院金融系教师, 在职博士研究生, 研究方向是金融理论。

有绝对的规模优势。近30年来,美国的风险投资业取得了巨大的成功,直到2000年,美国的风险投资从筹资规模、投资规模(见图1)都呈现了加速上升的趋势,2000年的筹资与投资额都超过了世界其他地方的总和,2001年美国的风险投资无论在金额、机构数量以及经理人数量上都远远超过了其他国家。除美国之外,其他风险投资规模较大的国家/地区分别是英国、德国、日本、韩国、香港以及以色列。

表1 2001年世界各国风险投资机构规模比较

国别/地区	基金规模(亿美元)	机构数量	经理人数量
美国	406	1627	8891
英国	23.9	130	1722
法国	11.5	N\A	501
德国	24.2	229	1573
荷兰	8.3	N\A	238
瑞典	8.1	N\A	372
瑞士	1.43	N\A	132
日本	18.8	229	1589
中国台湾	2.41	79	428
韩国	19.1	175	512
香港	16.0	192	661
新加坡	10.3	118	521
以色列	19.85	133	314

资料来源:根据 Martin Haemmig (2005)《风险投资国际化》40-91 页整理

士、韩国和以色列取得了较快的发展,1995~2000年的平均增长率均超过100%。而在风险投资较为发达的国家中,日本的增长速度最慢,其平均增长率只有19%。

(二)退出方式比较

在退出方式上,美国是采用IPO退出最多的国家,从1990至2004年,共有2187家风险企业(即风险投资支持的企业)通过IPO退出(NVCA, 2005)。表2给出了美国与欧洲2001年风险投资的退出情况比较。值得注意的是,2001年美国IPO退出数量在2001年降低到了37只,这是自20世纪90年代以来的最低值。尽管如此,美国仍然在当年IPO退出的总价值上处于领先地位。从欧洲的情况来看,同样受到这个影响,IPO退出的数量很少,除了英国和法国外,其他国家的IPO数量均为个位数。

表2 美国与欧洲2001年风险投资退出比较

国别/地区	IPO 数量	M&A 数量	IPO 价值	M&A 价值
			总额(亿美元)	总额(亿美元)
美国	37	322	31	153
英国	10	239	4.01	14.41
法国	14	500	2.5986	8.348
德国	8	131	1.3067	3.3969
荷兰	0	88	1.6085	2.9272
瑞典	3	24	1.168	0.8864
瑞士	1	10	0.0974	0.1958

资料来源:NVCA yearbook 2004~2005,部分数据根据 Martin Haemmig (2005)40-91 页整理。

表3 美国与亚洲2000年风险投资退出比较

国别/地区	IPO 数量	IPO 与 M&A 价值总额(亿美元)
美国	242	915
日本	67	12.3
韩国	N\A	10.8
香港	43	6.94
新加坡	24	3.79
以色列	3	18.6

资料来源:NVCA yearbook 2004~2005,部分数据根据 Martin Haemmig (2005)40-91 页整理得到。

表3的资料表明,在2000年,亚洲地区的香港、新加坡和日本的IPO较多,令人惊讶的是日本作为银行主导型国家,IPO却成为主要的退出方式。当然,其实现的IPO股票发行规模仍然与美国是不能相比的。从表3可以看出,美国2000年在IPO退出的数量和IPO及M&A退出总额都远远超过了日本等亚洲国家/地区。

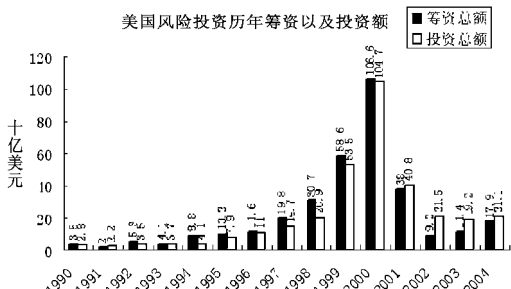


图1 美国风险投资历年筹资以及投资额

资料来源:NVCA yearbook, 2004~2005。

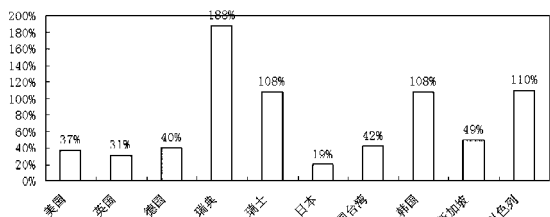


图2 风险投资增长率比较

资料来源:根据 Martin Haemmig (2005)《风险投资国际化》40-91 页整理

从风险投资基金的增速来看(见图2),瑞典、瑞

(三) 产业与投资阶段比较

从总体的情况来看, 风险投资的主要投资对象是成长性较高的高科技产业, 但投资比例与投资的阶段在各国也存在着较为显著的差别。

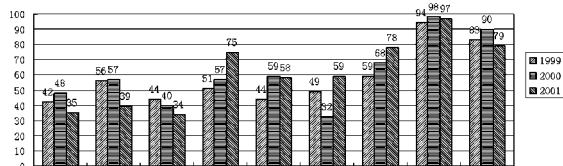


图3 1999~2001 各国高科技产业风险投资比例

数据来源: Martin Haemmig (2005) 208 页

表4 各国风险投资的投资阶段分析(至2000)

国家/地区	种子期	成长期	扩张期	成熟期	重整期	产权买断	其他阶段
美国	23%	23%	54.3%	19.9%	2.8%	0%	0%
德国	3.1%	19.3%	31.2%	45.7%	0.7%	0%	0%
日本	4%	15%	44%	14%	22%	1%	0%
新加坡	4%	26%	44%	10%	4%	12%	0%
中国台湾	7.8%	32.8%	42.1%	16.4%	0.9%	0%	0%
以色列	10%	37%	31%	22%	0%	0%	0%

资料来源: NVCA (2001)、AVCJ (2001)、中国风险投资年鉴(2005)

其中, 对高科技行业投资最为突出的是以色列和中国台湾。以色列对高科技行业的投资达到了90%以上(1999年为94%, 2000年为98%, 2001年为97%)(见图3), 而欧洲和亚洲的平均值大致为50%; 并且在以色列有47%的资金投向创业企业的早期阶段(种子期10%, 创立期37%)(见表4), 这在世界上也是最为突出的。

(四) 投资回报率比较

表5 欧洲与美国风险投资回报率比较(截至2001年12月)

	早期	盈亏平衡期	所有风险投资	收购
一年期	美国 - 33.1%	- 23.5%	- 26.7%	- 13.4%
	欧洲 - 9.9%	- 3.2%	- 0.9%	2.2%
三年期	美国 77.3%	44.4%	49.3%	1.0%
	欧洲 10.6%	25.7%	17.5%	21.9%
五年期	美国 49.5%	33.3%	36.0%	5.3%
	欧洲 11.7%	36.8%	20.8%	23.1%
十年期	美国 32.5%	23.0%	26.5%	11.0%
	欧洲 11.3%	22.5%	15.8%	18.7%

数据来源: 根据 Martin Haemmig (2005) 141 页整理

在20世纪90年代期间内, 美国与欧洲的私人权益投资的收益率都达到了很高的水平, 但收益率的主要来源不同。表5给出了截止到2001年12月31日以前美国和欧洲风险投资净收益率的比较, 从

对比数据可以看出, 美国在风险投资的回报率上高于欧洲, 而欧洲则在传统的收购方面实现了较高收益。亚洲的可用数据较少, 但同期日本的风险投资内部收益率(IRR)没有超过10%。由此可见, 各国风险投资收益率还是存在着显著的差距。

二、对风险投资跨国差异的解释

(一) 金融体系依赖

该理论认为, 就发展风险投资而言, 证券市场主导型金融体系优于银行主导型金融体系。风险投资源于私人资本权益市场, 其作为资本市场的组成部分, 发展的前提是有有一个活跃的资本市场。银行主导的融资模式则属于“内部人”导向型, 其给成熟企业的支持较多, 一些缺乏创新的企业家可能受到更多的庇护, 导致新兴企业难以进入市场(Ansgar Belke等, 2000)<sup>[1]</sup>。商业银行重视抵押物的传统理念, 对投资的保守态度, 以及对成功激励的不足、对失败的严厉惩罚, 被认为是资本市场不发达国家风险投资成效低下的关键原因(孔凡保, 2005)<sup>[2]</sup>。

另一部分研究则将其关注的焦点放在了风险投资的退出方式上, 因为退出方式差异是金融体系差异的直接表现。风险投资退出的目的是获取收益与资金的流动性, 而证券市场主导型国家在资本市场的规模、效率方面具有优势, 对于外部投资者保护较强, 同时, 公众有投资股票的传统意识, 也使得上市的股票面临较少的流动性风险, 这对于风险投资的退出(尤其是IPO退出)十分有利。

通常, 并购方式退出将使创业者失去对创业企业的控制权, 而若采用回购的方式, 创业者很可能缺乏资金。相比之下, 股票市场的IPO则在收益率、激励机制等方面具有三个优势。(1) IPO提供了较高的预期收益, 同时, IPO退出也显著增加了市场对风险投资的认知程度, 进而刺激了新的资金以及风险投资机构的进入。(2) IPO提供了对于风险投资家以及创业者的双边有效激励。Black & Gilson(1998)比较了美、日、德三国金融体系的影响, 发现美国风险投资业成功的一个重要原因是其具有一个发达的股票市场, 可用于创业企业控制权的有效转移。通过IPO退出, 风险投资家可以兑现与创业者的隐性合约, 在退出风险资本的同时, 将企业的未来控制权归还给创业者<sup>[3]</sup>。(3) 它也是风险企业的市场价值评估和风险投资家业绩评价的最优方式。通过成功的IPO上市, 也有助于提高风险投资机构的知名度以及募集新的基金(Gompers and Lerner, 1998)<sup>[4]</sup>。

从国际经验来看, OTC 市场或者创业板退出都刺激了风险投资行业的发展, 例如, 欧洲的风险投资是在新市场建立之后真正开始快速发展起来的。此外, 一些国家或地区, 例如以色列, 也是充分利用了美国和欧洲的资本市场, 才取得了快速的发展。1995年至2000年, 63家以色列风险企业在美国上市, 融资37亿美元; 另外13家则在欧洲上市, 融资额为4.61亿美元。此外, 加拿大、中国台湾等国家和地区也有丰富的创业企业海外上市的经验。

从银行主导型国家来看, 其证券市场的相对规模小于其银行体系(尽管证券市场也可能是发达的), 在国民的高储蓄率之下, 创业企业在资本市场进行IPO能够得到的资金数量是很少的。日本作为风险投资IPO退出活动最为活跃的银行主导型国家, 其IPO退出的筹资金额仍然与美国有极大的差距。2000年美国的风险企业仅IPO筹资一项(231亿美元)就是日本IPO和M&A总和(12.3亿美元)的18.7倍。而德国在IPO方面的表现则更为糟糕, 不仅如此, 股权转让的困难也在一定程度上导致大量的风险企业最终以清算的方式退出(在2002年有43.3%、2003年有40.1%的企业以清算方式退出)。正因为如此, 在银行主导型国家, 风险投资的规模受到了较大的制约。

## (二) 组织形式依赖

对风险投资组织形式的研究主要集中于有限合伙制和公司制的比较。早期的观点认为, 私人的独立风险投资机构以及有限合伙制组织形式是美国风险投资取得成功的原因之一(Gompers & Lerner, 2002)<sup>[5]</sup>。

有限合伙制风险投资基金产生于美国, 目前是美国、欧洲、以色列以及亚太地区主要的组织形式, 而德国、日本、韩国以及中国台湾则采用其他形式(Haemmig, 2005)<sup>[6]</sup>。例如, 英国只有5%的风险投资机构以公司制形式存在, 其他的基本上是有限合伙制的形式; 日本的风险投资机构全部是合股公司(joint stock companies), 并且通常是银行、证券公司的下属机构; 德国的风险投资机构有四分之一是上市公司(Mayer等, 2005)<sup>[7]</sup>。

Sahlman(1990)对于有限合伙制做了系统的研究。首先, 独特的收益分配机制有助于实现风险投资家与投资者的激励相容, 从而提高风险投资家的努力程度。其次, 不必负担公司所得税, 只需按合伙实际分配的收益缴纳个人所得税, 同时, 税收的确认

还发生在风险投资机构的收益确认之后。税制的透明吸引了许多投资者, 使其筹资能力更强。第三, 有限合伙的期限一般是7到10年, 这便于投资者对风险投资家经营业绩和投资能力的评价。声誉和后续融资的压力对风险投资家形成了有效的激励, 而有限合伙人资金的分期投入和无条件撤消后续资金的权利, 又对风险投资家构成了强有力的约束。最后, 有限合伙人(投资者)承担有限责任的前提是不能参与基金的管理, 这使得普通合伙人(风险投资家)享有充分的支配权和决策权, 从而提高了投资决策的正确性和效率。

与有限合伙制相比, 公司制的风险投资基金被认为有较高的代理成本和运作成本。首先, 公司制的风险投资基金是永续型, 不存在清算日。其高风险的资金投向, 公众难以接受, 不利于筹资。其次, 公司制的风险投资基金要平衡战略与其财务目标, 其经理人的行为将受到董事会或者是大股东的干预, 例如, 为了寻求资金的安全而改变投资策略, 难以形成有效的投资决策; 其报酬机制也无法形成对经理人的有效激励。此外, 大型公司下设的风险投资机构还要承受其母公司股价下跌而导致的融资困难。公司制风险投资基金的不足在各国风险投资的实践中似乎也得到了印证, 例如, 美国的小企业投资公司计划的衰败, 以及中国1985年成立的中国新技术创业投资公司的破产。

组织形式说曾经使人产生了对有限合伙制的追捧, 然而, 实证检验并没有完全认同这一观点。Gompers和Lerner(2002)比较了公司制与有限合伙制两类风险投资基金的绩效, 发现策略重点明确的公司制基金与有限合伙制基金取得的成功, 以及其收益稳定性均相近, 而策略重点不明确或缺乏策略重点的公司制基金, 其成功与稳定性都不如前者显著。因此, 他们认为组织形式并不是决定因素, 缺乏策略重点、薄弱的激励机制和其他有缺陷的组织结构特征是导致风险投资基金低绩效的原因<sup>[5]</sup>。考虑这一观点, 独立的决策权力和有效的激励机制解释了风险投资基金的绩效, 因此, 如何保证风险投资家的决策权力和提供有效的激励机制是风险投资基金组织形式的关键。

## (三) 结构性治理机制

创业企业通常具有高度的不确定性, 风险投资家与创业者之间也存在严重的信息不对称及潜在的利益冲突。因此, 通过结构性治理机制来防范机会

主义行为就成为风险投资理论关注的焦点之一。除了通过尽职审查来筛选项目之外,风险投资家主要通过现金流、分期注资(Stage financing)以及控制权等结构性治理机制来缓解代理问题(Schertler, 2000)。

首先是现金流机制。一般地,当企业的收益小于其资本投入时,风险投资基金对于创业企业的权益应当采取债权的方式,以保证对资产的要求权;当业绩良好时,则应当采取股权方式,以获得较高的资本收益。在Kaplan & Stromberg(2001)关于美国的研究样本中,超过94%的风险企业采用可转换优先股进行融资。其次是分期注资。在每一期注资前,风险投资家都会审慎考察创业企业的发展情况,并决定是否继续投资。对于那些预期成功概率极低或无法实现预期目标的项目,风险投资家可以随时放弃后续的投资,这在相当程度上避免了单期投资所面临的道德风险问题。第三是控制权机制。风险投资家倾向于在风险企业中获得一定的控制权。他们通常在公司董事会中占有大多数的席位,以保证在必要的时候可以更换管理层(Schertler, 2000)。实证研究发现,最优的控制权安排是相机控制,即企业经营良好时,主要由创业者掌握控制权;而业绩不佳时,控制权则主要由风险投资家来掌握。此外,为了激励创业企业员工并防止其离开,股票期权也是一种常见的激励方式。

从各个国家的情况来看,风险企业的结构性治理机制还是有所差别的。一方面,风险投资家对企业的参与程度不同。美国的风险投资家受到创业者的欢迎,其干预企业经营的程度也较高。欧洲的风险投资家大多拥有银行或者大公司背景,对企业的干预较少。“形式主义”的管理参与一定程度上解释了为何欧洲在早期投资比例与收益率上低于美国(Haemmig, 2005)<sup>[6]</sup>。亚洲风险企业的治理结构则有更大的差异,风险投资家很少干预企业运作(例如,很少更换风险企业的管理层),他们与创业者的关系并非一种委托代理关系,而是一种一元化的关系网络,或者说是团队成员关系(Yasushi Hamao et al., 2000)。另一方面,风险投资家的动机很可能不仅仅是促进创业企业的成长,例如日本,拥有大银行背景的风险投资家,他们会将银行控股企业的战略利益考虑进去,这很可能影响未来的退出决策,即让创业企业接受战略收购;再如中国,许多风险投资家与地方政府的权力者的利益关系,很可能导致其将当地

权力者的“政绩”考虑到创业企业的决策中,如额外提供就业机会等(Bruton et al., 2003)。此外,许多国家在激励问题上存在不足,例如,很多国家采用优惠贷款的形式进行资本注入,而许多新兴国家,股票期权还无法推行。这些差异制约了风险投资家的价值增值(Value-added)活动,在一定程度上也影响了一国风险投资的发展和活跃程度。

#### (四) 其他因素

1. 政府参与差异。在不同国家和地区,政府参与情况可归纳为三种类型。一是不参与。政府不采取直接或间接手段干预,例如,目前的英国和美国。尽管政府直接投资了一些项目,但是具体决策都是专业的投资人负责。二是直接干预。政府提供资金,并从管理计划、战略到具体的操作等全方位介入风险企业,例如,中国和新加坡。三是介于前两者之间,即政府只进行适度的干预。以色列以及大部分欧洲、亚洲国家被归为这一类型。

一些研究分析了政府参与的效果。对于美国和德国的研究表明,政府的参与不一定更有成效。但是在风险投资资金不足的地域为创业企业提供合适的支持,则可能有较大的影响。研究结果还发现,政府参与可能产生利益冲突、官僚主义、腐败以及政绩取向等负面效应(Haemmig, 2005)<sup>[6]</sup>。

2. 专利体系差异。作为技术与融资的结合,技术创新在风险投资发展中扮演着重要角色。与传统的大企业R&D相比,风险投资方式的效率更高(Kortum & Lerner, 1998)。与技术创新联系的关键制度是专利保护体系。专利体系的差异可能影响创新活动,进而影响风险投资的潜在发展。Wegner(1993)将世界上主要的专利体系分为美国体系与日本、欧洲所使用的国际体系。欧盟委员会比较了这两种专利体系,发现在欧洲申请并维持一个专利的所有费用是美国的10倍,这显然给欧洲技术创新带来了不利,也影响了风险投资的潜在机会与活跃程度。

3. 人力资本要素。与风险投资机构的专业性相联系,人力资本被作为一个很重要的解释变量。Dimov & Shepherd(2003)研究了人力资本与风险投资基金业绩的关系,将风险投资机构管理团队成员的不同类型的教育经历和从业经验作为解释变量。他们发现较高的通用型人力资本(如自然科学、人文科学学历水平)与风险投资的成功退出有着显著的正相关关系,而较高的专用型人力资本(如MBA学历、法律教育、谈判经验)则有利于避免风险投资的失

败。因而,人力资本要素的合理构成是风险投资成败的关键因素之一。

人力资本因素在一定程度上解释了各国风险投资在绩效上的差异。以日本为例,日本的大企业在获取人才方面(人力资本)具有优势,而终身雇用制又阻碍了人力资本的流动,不利于个人创业者的出现;另一方面,日本风险投资机构大部分是银行附属机构,其从业人员缺乏相应的特别是技术方面的知识,缺乏早期投资项目的发现和评估能力。这也是日本的风险投资业增长缓慢,并且大量投资于创业企业发展后期的一个原因(孔凡保,2005)<sup>[1]</sup>。而以色列充分利用与美国风险投资业的合作来获得丰富的人力资本资源,则快速有效地发展了本国的风险投资业。

4. 法律制度差异。与风险投资发展相关的法律制度因素体现在税收、证券市场的法律监管以及破产法等方面。

首先是税收制度,它是创业者最为敏感的问题。在历史上,美国1978年与1982年两次下调长期资本利得税的做法很大程度上刺激了1980年代美国风险投资业的发展。在这方面,Gompers和Lerner(1998)进行了实证研究,并证实了资本利得税和风险投资承担资本的反相关关系<sup>[4]</sup>。

其次是法律监管能力与强度,尤其是对证券市场的法律监管。Cumming等(2006)在对风险投资退出的跨国研究中发现,法律保护是导致风险投资退出成功率差异的主要原因。他们的实证研究结果表明,拥有较高法制指数的国家,会有较高的IPO成功经验。同时,他们还发现,法律制度对于股票市场发展有很强的解释能力。

最后是破产法,严厉的破产法导致创业者在创业失败之后难以继续从事创业活动。美国的破产法较为宽大,破产企业可以直接提出重组计划。欧洲的破产法尽管对破产者不产生严重的法律后果,但会使其在未来的融资上遇到一定的障碍。日本严厉的破产法注重抵押担保,对于不能偿付债务的破产者进行较严厉的惩罚,例如,暂时禁止再度创业<sup>[6]</sup>。然而事实上,吸取了失败经验教训的创业者往往在将来会有更好的表现。因此,严厉的破产法不利于激励创业活动的出现,也导致了具有经验的创业者不得不选择离开创业领域,从而会降低一国风险投资活动的活跃程度。

5. 创业文化差异。文化是社会潜在的价值体系

的反映,而创业精神与文化密切相关。美国、以色列等国家具有较好的创业氛围,社会对待创业失败也较为宽容,而在许多欧亚国家,创业失败被认为是一种耻辱(Haemmig,2005)<sup>[6]</sup>。文化的差异与风险承受能力相关,因为择业者必须考虑进行创业活动的机会成本。例如,在新加坡,高薪养廉的政策导致人们愿意从事公务员的工作,而不愿意进行风险较大的创业活动。此外,在亚洲的家族式企业思想也限制了风险投资的进入,制约了风险投资活动。

### 三、评论及其对中国发展风险投资的启示

#### (一) 分析与评论

在前文的叙述中,各种研究从不同方面解释了各国风险投资发展中的横截面差异。然而由于数据与样本的限制,本文没有进行模型实证,因此没有证据可以精确描述各种因素之间的微观联系。尽管如此,通过跨国比较,以及对理论研究的回顾,我们仍然可以从中总结出一些经验。

在各种对于风险投资跨国差异的解释中,金融体系依赖说着重强调金融体系的差异,尤其是资本市场规模以及效率差异导致各国风险投资的差异,这一说法具有较强的解释能力。可以说,没有NASDAQ的繁荣,也就没有美国风险投资的今天。受美国影响,欧洲、亚洲各国也分别开始设立自己的创业板市场。

然而,欧洲的创业板市场并没有导致IPO退出的大量增加。EVCA(2001)报告指出,过去5年,欧洲私有权益资本通过IPO退出的只有18%,其余都是通过出售、清算和其他方式退出的。2002年,德国没有股票通过IPO方式退出。许多创业板市场甚至相继遇到挫折,纳斯达克日本分部在2002年关闭,德国的创业板市场在2003年被迫关闭,其原因主要是由于市场集中度低而导致的流动性问题。也有一些国家另辟蹊径,充分利用境外发达资本市场进行退出,来达到提高公司股权流动性、改善公司治理结构的目的。在利用境外市场资源方面,以色列的风险投资业提供了一个很好的范例。

风险投资机构的组织形式与风险企业的结构性治理机制则同样是很重要的方面。一方面,广泛采用的有限合伙制仍然被认为是较好的制度安排。与公司制相比,有限合伙能够为风险投资家提供更为宽松的决策空间和自由度,可以充分发挥风险投资家独有的异质性人力资本。另一方面,风险投资家参与管理的动机和参与程度的差异会导致创业企业

的绩效差异。在这方面,美国、欧洲与亚洲的现状就是一个明证。

最后,制度、文化也在风险投资的发展中体现出其重要的影响力,有效的法规制度与创业文化激励了创业及投资活动的出现,并且提供了对于技术创新的保护。因此,它们可以作为解释风险投资跨国差异的因素之一。从现实来看,各国风险投资发展的差异,很大程度上来自于制度变迁的路径差异和文化差异。

## (二) 对中国发展风险投资的启示

我国正处于传统金融体系向市场主导型金融体系转型的过程中。从风险投资发展来看,曾在2000年掀起一个高潮,但2001年和2002年,无论是风险投资机构还是风险资本的增长速度均明显减缓。到2003年以后,机构和资本规模开始负增长;2004年继续呈现负增长态势(中国风险投资研究院,2005b)。尽管如此,目前,我国也已经具备了一定的有利因素:宏观经济增长稳定,提供了有利的外部环境;《创业投资企业管理暂行办法》的出台,提供了有效的法律依据;一些创业项目也在成功退出,同时大量的境外风险投资机构纷纷投资于我国的创业企业。然而在制度的供给上,政府等权力机构仍然大有可为。

首先,从退出途径上看。2004年5月开始运作的深圳中小企业板,不仅在运作机制上与NASDAQ小盘股市场相差甚远,而且也缺乏相应的多层次市场基础。美国的NASDAQ最初是由民间的粉红单市场逐步发展而来。为便于交易和加强场外市场的透明度,1990年又创设了场外公告板市场(OTCBB)作为NASDAQ小盘股市场与粉红单市场之间的中介市

场。由此,美国的NASDAQ已经发展为一个多层次的风险资本市场体系,不同层次的中小创业企业都可以在NASDAQ体系中找到自己的位置。从我国证券市场的规模、效率、流动性与投资者保护程度来看,目前情况下在境外市场(例如,NASDAQ、香港创业板)进行风险投资的IPO退出显然是更好的选择。但从长期来看,如何积极培育和发展多层次的民间风险资本市场体系就显得极为重要了。

其次,从法律制度上看。2007年3月生效的《创业投资企业管理暂行办法》已经明确了风险投资公司的有限存续期、优先股以及可转换优先股等准股权方式投资,以及事先约定管理运营费用或管理顾问费用的计提方式等有利于改善代理关系的运作形式,并放松了设立上的限制,为创业投资企业提供了特别保护。当然,为了保证风险投资机构的独立性并提供有效的激励机制,仍需要改变目前存在的一些制约要素,例如,许多规定与风险投资要求的合约灵活性产生了冲突;双重税负要求大大降低了风险投资公司的投资收益;有限合伙制仍然没有自己的合法地位,等等。另外,目前风险投资基金在融资渠道上仍然较窄,在适当的时候,应当允许养老基金和保险基金进入。而在政府参与的问题上,应当加强政府的引导作用,而不应进行过多的行政干预。

最后,在创业文化方面。我国传统上存在不愿承担风险、不能容忍失败的传统文化和思想。在对待就业的态度上厌恶风险,满足于获取稳定收入。在创业文化的培育上,全球范围内的信息交流可以加快这一进程,但是积极的舆论和政策导向、灵活宽松的创业环境才是根本之所在。

## [ 参 考 文 献 ]

- [1] Belke Ansgar, Rainer Fehn, Neil Foster Does, Venture Capital Investment Spur Employment Growth? 2003, 3.
- [2] 孔凡保. 资本市场与风险投资——以美国为例[M]. 北京: 中国经济出版社, 2005.
- [3] Bernard S. Black, Ronald J. Gilson, Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock market[J]. Journal of financial economics(S0304-405X), 1998, 47: 243-277.
- [4] Paul A. Gompers, Josh Lerner, Margaret M. Blair, et al, What Drives Venture Capital Fundraising? [J]. Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics(S1057-8641), Vol. 1998: 149-204.
- [5] Paul A. Gompers, Josh Lerner. 风险投资周期[M]. 北京: 经济科学出版社, 2002.
- [6] Martin Haemmig. 风险投资国际化[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2005.
- [7] Colin Mayer, Koen Schoors, Yishay Yafeh, Sources of funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom[J]. Journal of Corporate Finance(S 0929-1199), 2005, 11: 586-608.

[责任编辑:郭小兵]