

第04讲 创业投资、股权投资的组织化演进路径分析

1. 非组织化创业投资和股权投资组织化的演进逻辑
及其带来的新问题
2. 非组织化创业投资的半组织化
3. 组织化创业投资、股权投资的进一步组织化

1. 非组织化创业投资和股权投资组织化的演进逻辑及其带来的新问题

1.1 非组织化、组织化创业投资、股权投资的分野

1.2 组织化创业投资股权投资即投资基金的制度优势

1.3 组织化创业投资、股权投资带来的新问题

1.1 非组织化和组织化创业投资、股权投资的分野

在创业投资尚未分化出股权投资之前，创业投资即按组织化程度不同，分化出“非组织化创业投资”(informal venture capital)和“组织化创业投资”(formal venture capital)。

“非组织化创业投资”系指单个非专业机构或个人，分别以自有资金，直接从事创业投资。

“组织化创业投资”系指至少两个以上非专业机构或个人，将资金集合在一起形成新的财产主体，再以新的财产主体名义进行创业投资。其本质即国际通称的“集合投资计划”、我国俗称的“投资基金”。

1.2 组织化创业投资股权投资即投资基金的制度优势

- 1) 通过“集合出资”，形成规模经济；
- 2) 更利于“组合投资”，分散风险；
- 3) 借助“专家管理”，提高运作效率。

1.3 组织化创业投资、股权投资带来的新问题

- 1) 基金参与经济社会活动的法律地位;
- 2) “委托—代理”带来的道德风险;
- 3) 确保运作效率提高需解决的集体决策下可能出现的低效率问题, 以及分工合作关系下的权利义务相对性问题;
- 4) 债务连带责任的承担问题;
- 5) 基金组织的稳定性;
- 6) 制度成本(包括管理费、税负)问题。

2. 非组织化创业投资的半组织化

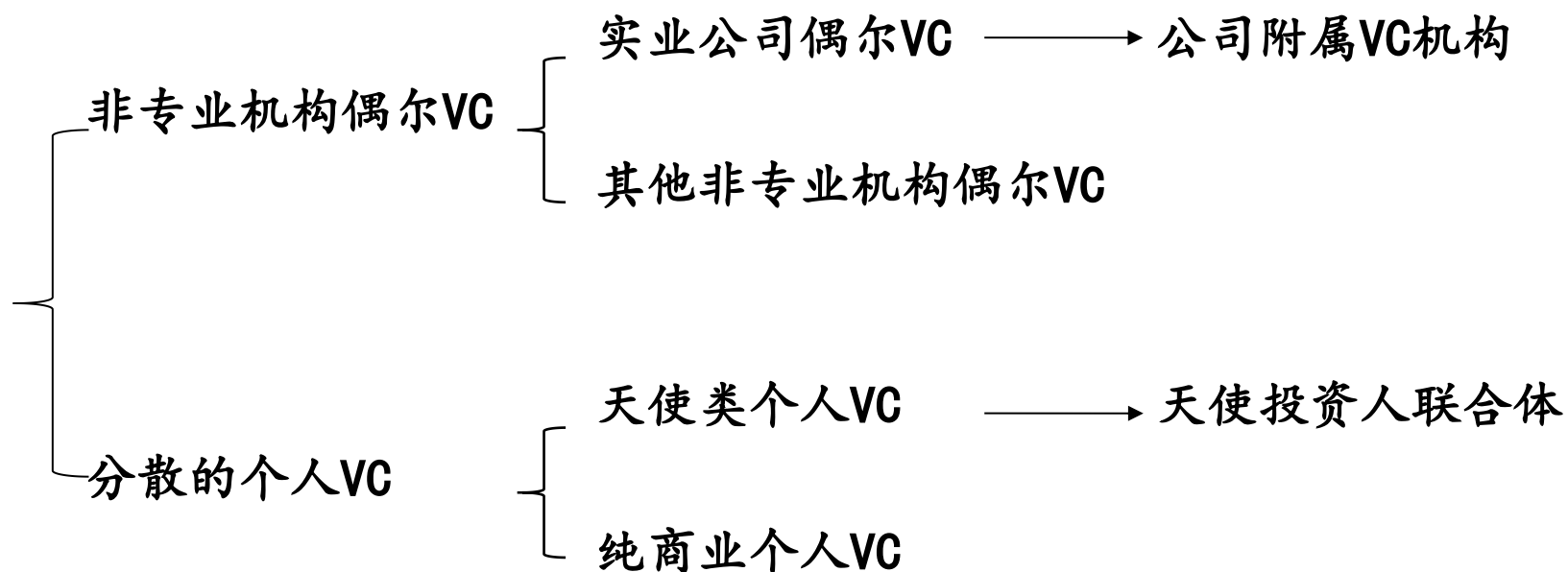
2.1 非组织化创投的典型类别

2.2 公司附属创投的半组织化：公司附属创投机构

2.3 天使投资的半组织化：天使投资人联合体

2.1 非组织化创投的典型类别

非组织化VC:



半组织化VC:

2.2 公司附属创投的半组织化：公司附属创投机构

- 1) 公司附属创投半组织化的演进逻辑
- 2) 公司附属创投机构与组织化创投的界线

1) 公司附属创投半组织化的演进逻辑

非专业机构以闲置资金偶尔从事创投有两局限性：（1）偶尔性，而非持续性；（2）机会性，而非职业性。

由于这种非组织化创业投资无法实现专业化运作，不利于提高运作效率，更难以形成品牌，所以，后来越来越多地通过设立专门的分支机构来从事创业投资。

特别是一些实业公司，如上周所讲的，为了培育新业务增长点，在上世纪80年代前后即通过设立专门的公司附属创业部门，来推进“公司附属创业”（corporate venturing）。

公司附属创业管理部门所培育的创业项目，有些能与公司形成战略协同效应，有些虽不能形成战略协同效应却带来了资本增值收益。于是，“公司附属创业”活动便无心插柳地派生出财务性创业投资功能，以至于“支持公司创业、开展创投业务”两相宜！

“开展创投业务”和“支持公司创业”在功能取向和运作方式上有较大差别，故后来又分化出专门的公司附属创投部门，并最终发展成以分公司、子公司形式存在的公司附属创投机构。

2) 公司附属创投机构与组织化创投的界线

“公司附属创投机构”的组织化程度，与非专业机构偶尔从事创投的非组织化相比，应该是显著提高了。

但是，与通过设立独立专业管理机构将多数投资者的资金组建成“投资基金”相比，差距仍然是很明显的：（1）投资运作的独立性不同；（2）激励和约束的有效性不同；（3）资金来源不同；（4）资金组织化程度不同。所以，将“公司附属创投”理解为半组织化创投，可能比较恰当。

当然，有些实业公司为了更好打造创投品牌，在构建公司附属创投机构时，出于培育和留住优秀创投家团队考虑，也建立了符合基金运作特点的激励机制，甚至实行员工持股计划。有些公司附属创投机构还着意引进外部品牌管理机构入股，进而成为“公司半附属创投机构”。

在公司附属和半附属创投机构建立起有效激励机制并形成一定品牌后，他们便越来越多地通过向社会募集多数投资者资金，来实现创投资金的组织化。不过，这本质上就属于组织化创投即创投基金范畴。

2.3 天使投资的半组织化：天使投资人联合体

- 1) 天使投资：作为非组织化个人创投之子概念
的本原及学术、法律界定
- 2) 天使投资与组织化创投之区别
- 3) 天使投资工作室、天使投资人联合体：
天使投资的两种不同演进路径
- 4) 天使投资人联合体与组织化创投的界线

1) 天使投资：作为非组织化个人创投之子概念的本原及学术、法律界定

- A. 天使投资作为非组织化个人创投之子概念的本原
- B. 天使投资的学术界定
- C. 天使投资的法律界定

A. 天使投资作为非组织化个人创投之子概念的本原

“天使投资”称谓最早起源于20世纪初期纽约百老汇。

当其运用到 VC 领域后，虽不排除商业回报考虑，但其所以堪称“天使投资”，就在于或多或少是为“体验天使情怀”。

由于投资者个人只有自主运作(至少自主决策)，才能体验到天使情怀，故天使投资只能是个人 VC 的一部分。

B. 天使投资的学术界定

从学术概念的严谨性看，须将被投资企业职员及其亲属的投资剔除在外。因为，前者是基于共同创业的目的，后者可能基于亲情，与为了体验天使情怀的个人创业投资具有完全不同的动机。

所以，美国天使投资协会创始人及荣誉主席John May坚持认为：天使投资是**个人**对**陌生人企业**的投资行为。

C. 天使投资的法律界定

从政策立法角度，“天使投资”概念还需有可操作性。否则，就可能导致政策被滥用。因为，天使投资人所投资企业通常已享受作为小微企业的财税优惠，如果企业职员对自己企业的投资还可享受天使投资优惠，就构成了双重优惠。即便是允许亲属所做的投资可作为“天使投资”享受财税优惠，也可能导致职员以亲属名义享受双重政策。

正是基于上述考虑，美国小企业管理局特别强调：“在对天使投资进行界定时，应将被投资企业职员及其亲属等个人投资剔除在外”。**为保证概念不被滥用，法律规定：**职员还包括关联企业的职员；亲属通常被限制在上下三代以内。

借鉴国际惯例，2016年《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》将“天使投资”界定为：“除被投资企业职员及其家庭成员和直系亲属以外的个人以其自有资金直接开展的创业投资活动”。这不仅在学术上为天使投资概念作了正本清源，而且有利于鼓励真正意义上的天使投资，避免政策被滥用。

2) 天使投资与组织化创投之区别

组织化创投：“委托他人运作、追求财务回报”

只要资金被组织化，投资者就无法再控制自己的资金，而必然要委托他人运作。在这种情况下，由于投资者个人无法再体验天使情怀，其唯一收获只是财务回报，故从防范道德风险、获取比自主运作更高的财务回报考虑，就必须要求受托管理团队具备应有的职业操守、专业水平和风险防控能力。

因受托人是职业创投人，故可称为“创投家”(Venture Capitalist)。

其之所以能对早期企业投资，靠的是专业的眼光和风险控制能力。

非组织化天使类个人创投：“个人自主决策、体验天使情怀”

由于是拿自己的钱做天使类个人创投，因而自然可以自主决策，兼顾财务回报和体验天使情怀，故投资运作自可保持“随性而为”的风格。

因天使投资人不必如职业创投家那样严谨理性，加之其往往有自己的主业，是偶尔做点天使投资，故国外只有“天使投资人”(Angel investor)称谓，却没有“天使投资家”(Angel capitalist)称谓。

其之所以能对早期企业投资，靠的就是“随性而为”的风格。

3) 天使投资工作室、天使投资人联合体： 天使类个人创投的两种不同演进路径

A. 从超级天使，到天使投资工作室

超级天使：有企业家背景，既给钱还提供经营管理服务。

天使投资工作室：超级天使往往非常繁忙，故设立专门工作室，将辅助性工作交给工作室雇员，以提高运作效率。但是决策权仍在天使投资人，故仍能保持“随性而为”风格。

由于投资运作未曾受到任何外力的组织化影响，所以，与本原意义上的天使投资相比较，并无本质不同。

B. 从独行侠，到天使投资人松散联合体

独行侠：来无影，去无踪。做无名英雄，在支持他人创业中，偷着乐。

松散联合体：兴趣相投的天使投资人通过天使投资人联盟等松散联合体汇聚一起开展天使投资：（1）共享情怀，通过“众乐乐”胜过“独乐乐”；（2）交流信息与经验，提高运作效率；（3）开展联合投资等合作。

虽然每一笔投资通常仍由各个天使投资人自主决策，并以自己的名义入股和行使股东权益，但是，投资运作毕竟受到了松散联合体所给与的组织化影响。所以，或许可以将之理解为另一种半组织化的创业投资。

4) 天使投资人联合体与组织化创投的界线

可通过“天使投资人联盟”等联合体，促进天使投资人之间的投资合作，并提供必要的服务。但是，为了各天使投资人都还能保持“个人自主运作、体验天使情怀”的“随性而为”风格，不宜将资金集合在一起，形成“集合投资计划”。

因为，后者已经成为完全组织化的创业投资，即创业投资基金。而一旦完全组织化，就难以完全控制自己的投资运作，而必然一定程度发生事实上的委托代理关系，投资风格也就变成了“委托他人运作、追求财务回报”。这样，就不再是天使投资！

附：理解天使投资需澄清的八个问题

1) 天使投资的本质特点是“投资早期”吗？

国外天使投资人投资早期的资金占比仅40%左右，

创业投资基金投资早期的资金占比也有30%左右

案例：美国著名的“金门大桥”在建设过程中曾因缺乏后续资金而迟迟无法竣工，直到上世纪90年代某天使投资人投资900万美元才最终得以落成。

美国学者Scott A. Shane教授在《美国天使投资真相》一书中尖锐指出：一些媒体为使自己编撰的故事吸引眼球，总是挑选处于早期因而最具传奇性的天使投资案例来精心描绘。然而，一张张关于天使投资的画面，虽然能够成为很卖座的好莱坞剧本，却无法反映天使投资真相！

2) 天使投资的投资额（总额或早期投资）高于创业投资基金？

Scott A. Shane教授根据统计数据，惊人地发现：扣除创业者亲属等主要基于亲情所做的投资，典型天使投资无论是全部投资额，还是早期投资额，均不高于创业投资基金！

3) 天使投资适合组织化运作？

从制度经济学原理看：天使投资是一种“**个人自主决策、体验天使情怀**”的“随性而为”式个人投资方式，因此，资金的性质是随运作方式的变化而变化。

以天使投资方式运作时，为天使投资资金；

以组织化方式运作时，即变为组织化创投，即创投基金！

可见，“天使投资机构化、基金化”其实是个伪命题！

（**注：**本人将所谓“天使投资基金”理解为创业投资基金，并不是为了便于将之纳入监管。事实上，创业投资基金如果只是少数几个亲朋好友联合设立，未必需要纳入监管；相反，即使称为“天使投资基金”，只要投资者人数较多，就需纳入监管）

4) 为何将天使投资人的资金基金化运作, 反而不利增加早期资本?

因为, 虽可给创投管理机构带来增量资金, 却必然导致投资行为异化, 进而相应减少天使类个人创投的数量。其结果: 不仅不会增加创投总规模, 却可能导致早期投资规模减少。

事实上, 大量案例表明: 刚从天使投资人转型过来的新创投家在运作基金时, 无论与当年作为天使投资人时相比, 还是与资深创投家相比, 都要谨慎得多。

与他过去作为天使投资人管理自有资金相比, 如今他管理别人的钱, 因而没法再如过去那样, 可以按照“体验天使情怀, 个人自主决策”的目的和方式, 随性而为地投资决策了。

于是, 与资深创投家相比:

资深创投家已积累风险防控经验, 可沉着从容地应对风险; 刚从天使投资人转型过来的新创投家尚未有足够风险防控经验, 无法像资深创投家那样沉着从容。

资深创投家已积累多年投资业绩, 故能募集到从事长期投资的资金; 刚从天使投资人转型过来的新创投家虽断断续续做过投资且有可能取得过成功, 但毕竟未积累起持续的投资业绩, 故很难从一开始就募集到从事长期投资的资金, 为急于积累投资业绩, 主观上也更倾向于投资短平快的项目。

5) 为何天使投资人联合体也不宜将天使投资人的资金基金化？

因为，天使投资人松散联合体（亦称“天使投资平台组织”）的作用是为天使投资人提供信息、合作与情怀体验等服务。如果超出这种职能定位，将天使投资人的资金组织为集合性投资基金，反而不利于发挥天使投资人“随性而为”投资风格的优势。

《全球创业投资研究》的学者们就一致强调：“‘天使投资’平台组织只宜保持非正式组织即松散联合体的构架，即天使投资人的集合，而非资金的集合。……‘天使投资’平台组织要牢记，应当保持天使投资人的个性化运作，即由天使投资个人进行投资决策。**否则**，一旦形成资金集合，不再由投资人自主决策，就演变成了创业投资基金，这反而会妨碍‘天使投资’个人持续平稳地为处于种子阶段的企业提供资金。”

6) 实业公司、孵化器的附属创投机构、独立运作种子基金、公益创投机构等都是早期创投主体，但其运作方式是天使投资？

1) 实业公司、孵化器的附属VC机构：战略投资or财务投资？

2) 独立运作种子基金：体验情怀or盈利导向？

3) 公益创投机构：为了既实现其特定的社会目标，又有效防范委托代理下的道德风险，往往需要在运作机制上同时兼顾两个方面：一方面，需要事先将投资目标设定得足够清晰，如支持女性创业、残疾人创业、贫困地区创业等；另一方面，由于公益性创投不以盈利为目的，没法如商业性创投机构那样建立业绩激励机制，所以为避免代理人打着“公益创投”名义，从事谋取个人私利的利益输送式投资，往往需要建立起比商业性创投机构更加严格的项目审核机制。在此情况下，受托人能随性而为吗？

7) “天使基金”、“天使轮”等概念 只是导致概念体系混乱？

更严重的是对理论、实践和政策法规带来了困扰：

本来天使类创投和机构化创投在支持早期企业上各有其优势，只有共同发展，才能相得益彰地支持早期企业。但是，国内由于热衷于通过机构化、基金化方式发展所谓“天使投资”，结果带来了一系列负面影响：

一是并未能培育出真正意义上的天使投资。

二是大干快上发展所谓“天使投资基金”并未实现增加早期投资的目标。

三是以“投资早期企业”这种非本质特点来界定所谓“天使投资”，导致创投市场被割裂为“天使投资”和创业投资。

四是由于导致概念体系混乱，干扰了国家政策法律体系建设的顺利推进。

8) 发展天使投资应当求其实，还是炒作“天使投资基金”概念？

首先，准确区分天使类创投、组织化创投，有针对性地培育包括天使投资人在内的多元创业投资主体。

第二，适应天使投资特点，培育和壮大天使投资人群体。“创投国十条”提出：“鼓励成立公益性天使投资人联盟等各类平台组织，培育和壮大天使投资人群体，促进天使投资人……的信息交流和合作，营造天使投资氛围。”实践中，与其花数十亿财政资金支持少数几家所谓“天使投资机构或基金”，还不如多支持几个天使投资人联盟等平台组织。

第三，在信息经济和互联网金融发展的新形势下，为个人通过互联网金融平台从事天使投资创造条件。

第四，在进一步完善创业投资企业（含基金）投资抵扣税收政策同时，研究开展天使投资人个人所得税政策试点工作。

3. 组织化创业投资、股权投资的进一步组织化

3.1 母基金的进一步组织化优势及其有限边界

3.2 二手基金的的市场需求分析与运作条件

3.1 母基金的进一步组织化优势及其有限边界

- 1) 母基金的进一步组织化优势
- 2) 母基金的客观不足
- 3) 如何准确定位母基金市场职能
- 4) 如何稳健运作母基金

1) 母基金的进一步组织化优势

A、更强规模经济优势：通过母基金对子基金的间接投资，1) 利于降低交易成本；2) 便于对基金进行集中行权，更好克服权利义务不对称性；

B、更强分散风险优势：通过母基金对子基金的组合投资，1) 利于吸引更多投资者参与投资；2) 最大范围地实现跨行业、跨领域资产配置；

C、更强专家管理优势：通过母基金对子基金的专业甄别，1) 减轻投资者直接选择基金时的信息不对称性；2) 进一步强化市场对基金管理人的声誉约束作用。

2) 母基金的客观不足

由于增加一道委托代理环节，故必然增加委托代理成本和道德风险。

所以：

A、从投资者看，对资金规模足够大，因而无须再形成更好规模效应，而且往往已经建立有专门管理团队的机构投资者，无需借助母基金投资；

B、从管理者看，对已经形成“桃李不言，下自成蹊”品牌的基金管理机构，无需通过母基金募资。

3) 如何准确定位母基金市场定位

A、从投资者看，主要服务于有一定风险识别和承担能力，但资金实力尚不足以建立专门管理团队的非专业机构和高净值个人

B、从管理者看，主要为潜在的黑马类基金管理机构牵线搭桥，这就要求母基金能够很好地发挥好伯乐职能

4) 如何稳健运作母基金

A、坚守法律法规和行业自律底线，不将母基金作为规避监管和行业自律的道具；

B、切忌过度使用财务杠杆、过度借助结构化设计，赋予母基金特异功能。

3.2 二手基金的市场需求分析与运作条件

- 1) 与母基金的区别
- 2) 二手基金的市场需求分析
- 3) 二手基金的买入动因
- 4) 二手基金的运作条件

1) 与母基金的区别

二手基金并不必然是母基金，二者的运作逻辑具有根本性差异。

母基金：为解决投资者、子基金之间的不对称性

二手基金：为解决各类机构已有股权投资的流动性，发挥“接盘侠”功能。最早主要是承接别的机构所投项目的股权，后来才主要是承接已有子基金的份额。

2) 二手基金交易对手方卖出资产的动因

公共养老金：平衡自身资产组合、减少非核心战略资产的配置、改变投资策略、管理自身现金流、增加资产流动性

大型金融机构：重新配置或平衡资产组合、减少非核心战略资产配置、处理非核心战略GP的关系、在兼并与重组的帮助下使投资组合合理化

捐赠基金、大学及其基金会、家庭基金：重新配置或平衡资产组合、对资产组合进行战略性管理、在资源和人员有限的情况下减少与部分GP的合作关系、为资产组合寻求一定的流动性

企业投资人：减少非核心战略资产配置、平衡企业资产负债表、运用结构化退出管理资产组合、出于盈利目的

3) 二手基金买入资产的动因

- A、资产被低估并有较好折扣，投资能获得较好回报
- B、实现投资组合多样化：行业、投资战略和基金层面
- C、对项目或基金份额有更好洞察力和运营能力

4) 二手基金运作的市场条件

A、成熟的市场参与者：买卖方与中介方

B、经济波动带来的市场机遇：下行通道时，买方可从急于解决流动性问题的卖方购得暂时降价但质量较高的资产；上行通道时，存在最大价值创造的投资组合。

C、对交易机会的把握能力：市场参与方的市场信息储备量大、能充分识别投资机会，并设计出双赢的投资结构