

CHUANGYE YINDAO

JIJIN YUNZUOZHONG DE JILI JIZHI YANJIU

创业引导基金运作中的 激励机制研究

熊维勤 著



经济科学出版社
Economic Science Press

教育部人文社会科学研究项目 (09YJC790279)

创业引导基金运作中的 激励机制研究

熊维勤 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

创业引导基金运作中的激励机制研究/熊维勤著.
—北京:经济科学出版社,2013.4
ISBN 978-7-5141-3200-7

I. ①创… II. ①熊… III. ①投资-基金-研究-
中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 066396 号

责任编辑:周国强

责任校对:郑淑艳

责任印制:邱天

创业引导基金运作中的激励机制研究

熊维勤 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址:北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编:100142
编辑部电话:88191350 发行部电话:88191537
网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 18.75 印张 320000 字

2013 年 5 月第 1 版 2013 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-3200-7 定价:59.00 元

(图书出现印装问题,本社负责调换。电话:88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

创业投资是促进一国技术创新、扶持企业发展进而促进经济长期增长的重要推动力量。但由于创新活动的外部性及创新过程中严重的信息不对称问题，导致创新资源的配置存在“市场失灵”现象，因此，但凡致力于推动创业投资发展的国家无不采用政府干预手段。自 1958 年美国 SBIC 计划开始实施以来，50 多年的经验表明，政府代替市场从事创业投资的直接干预手段通常是低效率的；因为它尽管可以缓解创新资源投入不足的问题，但却因为政府缺乏创业投资专业技能，无法解决因创业（创新）过程中的信息不对称所引起的激励效率缺失问题，所以对创业投资市场进行间接干预，即通过扶持创业投资机构，在扩大创业（创新）资源供给的同时，利用创业投资机构的专业投资技能缓解信息不对称问题成为政府干预的主流方式，因此创业引导基金制度应运而生。

以色列 YOZMA 计划的成功实施刺激了创业引导基金制度的进一步兴盛，如澳大利亚、新西兰、加拿大、英国、新加坡和中国台湾地区等先后实施多个引导基金计划，其中既有成功的经验，也有失败的教训。因此引导基金制度目前仍然处于不断的发展和探索阶段。2002 年，“中关村创业投资引导资金”的成立标志着中国创业引导基金制度探索的开始，2007 年《关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》和《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》等政策法规相继颁布，则标志着中国对创业投资市场的干预从直接干预全面转向了间接干预，国内创业引导基金开始进入高速发展阶段。截至 2011 年，中国已设立各类创业引导基金约 60 支，基金规模已超过 670 亿元。

创业引导基金主要是由政府财政资本发起成立,采取市场化运作方式,不以营利为目的的政策性基金。设立创业引导基金的目的一是充分发挥财政资本的杠杆放大作用,以吸引更多社会资金进入创业投资领域,从而促进创业投资产业发展,进而缓解创新资源投入不足问题;二是引导创新资源更多投向处于早期阶段的创新项目和政府希望扶持和发展的产业领域,以弥补商业性创业投资基金对早期阶段创新项目的投资缺口和促进区域产业结构的调整;三是利用财政资本扶持创业投资机构发展,培养创业投资人才。概括而言,就是要在扩大创业投资规模的同时提高创业投资效率。因此,如何提高创业引导基金的运作效率,实现政府干预创业投资市场的基本目标就是本书所要研究的主要问题。

在引导基金制度下,政府的介入一方面可以扩大创业资本来源,另一方面也可能使创业投资过程中的信息不对称问题更加严重。商业化创业投资基金中的参与人主要包括私人投资者、创业投资机构、创业企业,他们之间将形成“私人投资者→创业投资机构→创业企业”这一双重委托代理关系,解决彼此之间因信息不对称所产生的激励问题是提高创业投资效率的关键;而在创业引导基金制度下,由于政府的介入,参与人之间的委托代理关系将变得更加复杂,除了原有的委托代理关系外,政府与私人投资者之间、政府与创业引导基金的管理者之间,引导基金管理者与创业投资机构之间均存在信息不对称问题。同时在创业引导基金中,除了资本投入外,政府还可以通过财政和税收等政策工具影响其他参与人的行为,从而影响引导基金的运作效率。因此本书的主要内容就是根据创业引导基金复杂的信息不对称问题,研究如何设计适当的激励机制以引导创业投资过程中不同参与主体的行为,最终达到扩大创业投资规模和提高创业投资效率这一双重目标。具体而言,本书的核心研究内容主要包括以下六部分:

一、文献研究

通过对已有研究文献的归纳总结和对国内外典型创业引导基金的发展历程、现状、运作模式进行比较研究,从中总结各国引导基金运作中的成功经验和所存在的问题,在为中国引导基金运作提供经验借鉴的同时,从理论和实践中引申出本书所要研究的主要问题。

二、公共资本在创业投资中的作用和定位

创业投资领域的资本来源渠道主要包括创业企业的自有资金、以投资于

早期阶段创新项目为特征的天使投资资本、主要投资于后期阶段创新项目的商业性创业投资资本和政府财政资本。本部分拟回答的主要问题是：不同资本在创业投资中的作用是什么，彼此之间的分界是什么？本部分的主要发现是：

1. 创业企业的自有资本投入具有“信号发送”和“担保”的双重功能。在商业性创业资本进入之前，它能够向创业投资家发送创业企业家能力和创新项目前景的信号。只有创新项目前景越好并且创业企业家能力越强的项目，创业企业才愿意投入足够的自有资本；当创业资本介入后，自有资本投入可以担保创业企业家投入足够努力以保证创新项目取得成功，从而缓解因信息不对称所引起的道德风险问题。因为自有资本投入在创新项目成功前是一种沉没成本，只有在项目成功后才能回收。因此只有当创业企业的自有资本投入超过某一个临界值时才可能吸引商业性创业资本的进入。由此可以解释创业投资市场的两个现象：一是创业投资家在项目选择上的阶段偏好问题：不愿投资处于早期阶段的项目是因为创业企业家的前期投入尚未达到投资发生的临界值；二是创业投资市场严重的融资配给问题：因为自有资本投入不足而导致众多创新项目得不到商业性创业资本的支持。

2. 正是因为早期阶段创新项目难以得到商业性创业资本的支持，因此公共资本的作用就在于为这些处于早期阶段的创新项目进行投资，通过弥补自有资本投入的不足来达到吸引商业性创业资本进入的目的。而公共资本对早期阶段创新项目的最优资助方式应该是无偿资助或只索取固定收益。由此可以回答两个问题：一是由引导基金发起成立的创业投资基金部分具有公共资本属性，因此各国政府通常都要求其必须投资于早期阶段创新项目的做法是合理的；二是尽管可以通过引导基金下的创业投资基金和天使投资基金对早期阶段创新项目进行资助，但由于这些资本将按照收益分成方式索取报酬，反过来将阻碍后续商业性创业资本的进入，因此在早期阶段创新项目的资助中，公共资本的无偿资助（或仅索取固定收益）是不可或缺的。由此可以解释为什么在设立引导基金后，政府还需要对一些创新项目进行直接财政资助。

三、引导基金模式下对私人资本的激励机制研究

在由引导基金发起成立的创业投资基金中，公共资本和私人资本的目标存在冲突，公共资本追求政府目标的实现，如希望引导创业资本投向符合本地产业规划发展的领域、投向尚处于种子期、起步期等早期阶段的创业企业；而私人资本追求收益最大化，更愿意投资处于成长和成熟期的风险相对较小

的创业企业和更有盈利前景的行业。为协调两者之间的目标冲突，吸引更多的私人资本进入，公共资本通常要对私人资本进行补偿。本部分所回答的主要问题是，在众多补偿方式中，何种方式对政府而言是最优的？本部分的研究表明：

1. 当补偿对象仅限于私人投资者时，创业投资基金的成立从本质上讲是创造出了一种风险资产，因此出于分散风险的目的，只要投资基金的预期收益率大于无风险利率，风险规避的私人投资者总会对其进行投资，因此公共资本对私人资本的补偿并不是必然的，只有当私人投资不足时，这种补偿才是必要的。在常用的四种补偿方式中（即亏损保底、亏损补偿、收益补偿和风险/收益独享），亏损保底和亏损补偿机制在提高投资者预期收益的同时还降低了预期风险，因此有助于吸引更多的私人资本投入，但这两种补偿机制之间并无明确的排序关系。在预期激励成本相同的情况下，若投资基金的预期风险较高（低），则亏损补偿机制的激励强度要高（低）于亏损保底；收益补偿方式尽管提高了私人资本的预期收益率，但也增大了收益率的波动风险，当无风险利率较低时，收益补偿方式反而会抑制私人资本的投入；让私人资本独享投资基金的收益和风险这一补偿方式同样也会减少私人资本的投入。

2. 当同时对私人投资者和创业投资家进行补偿时，则亏损补偿方式既不利于提高创业投资效率，也不利于吸引私人资本的进入；而收益补偿和政府固定收益补偿既能提高创业投资效率，还能增强对私人资本的吸引力，从而扩大创业投资规模。但在激励成本相同的情况下，收益补偿方式对私人投资者的吸引力更强。同时，由于政府收益固定补偿可能破坏创业投资家和私人投资者的有限责任保护，所以其可实施性得不到保证。由此表明，以色列 YOZMA 计划所采用的事后回购政府股权的退出方式在事前并不是有效的。

四、政府公共政策对创业引导基金运作效率的影响

引导基金模式下的政府角色具有特殊地位，他除了通过出资设立引导基金对创业投资进行扶持外，政府还可以通过公共政策影响创业引导基金的运作效率，进而影响一国创新活动的规模和效率。本部分的主要研究内容包括：①针对创业企业的税收优惠和投资补贴政策的激励效应；②针对创业投资基金所得税抵扣政策的激励效应；③同时针对创业企业、创业投资企业所得税亏损抵补和投资补贴政策的激励效应。所得到的一个基本结论是：从激励效率的角度看，基于结果的事后补贴（降低税率、产出补贴）比事前补贴（投资成本补贴）具有更高的效率。一方面，它可以有效规避骗取和低效率使用

政府财政补贴现象；另一方面也规避了信息不对称的情况下政府如何选择事前补贴对象的难题。

五、引导基金模式下对创业投资家的激励机制研究

在由引导基金发起成立的创业投资基金中，为实现公共资本的政策目标，政府通常强制规定创业投资家必须将一定比例的资金投资于政府指定项目。由于引导基金模式下的创业投资基金部分具有公共资本属性，这一规定是合理的。在此情境下，同一创业投资基金实际上同时从事着政府指定项目和自选项目的投资，因此对创业投资家的激励本质上等同于一个多任务环境下的委托代理问题。本部分研究的主要发现是：

1. 在引入任务间的相对重要性之后，霍姆斯特姆和米尔格罗姆（Holmstrom and Milgrom, 1991）关于多任务之间的激励必须互补的经典结论不再成立（即为避免任务间套利，委托人应对高风险项目进行弱激励；而对低风险项目进行强激励，且在降低高风险项目激励强度的同时应增强对低风险项目的激励强度）。相反，随着某一任务重要性的增加，最优的激励机制要求在增加该任务激励强度的同时要降低其他任务的激励强度，即任务之间的激励应该是对抗性的。

2. 霍姆斯特姆和米尔格罗姆（1991）互补性激励的结论依赖于不同任务之间产出分布的独立性。如果产出分布正相关，那么即使不引入任务间的相对重要性，且努力投入在技术上可替代，则当代理人易于同时兼顾多项任务时，委托人应在提高一项任务激励强度的同时降低其他任务的激励强度，即应对代理人实施对抗性激励；反之，则应对代理人实施互补性激励；但若激励强度的改变是由共同冲击因素的变化所引起的，则对抗性激励不再适用。

3. 在由引导基金发起成立的创业投资基金中，若采用同一基金同时从事政府指定项目和自选项目的混合经营模式，则对不同类型项目采用相同激励强度的做法不是最优的。进一步，若让不同的创业投资基金分别从事政府指定项目和自选项目的投资，则委托人能够从这种专业化分工模式中获得更高的净剩余；特别是在专业化运作模式中，对代理人实行相对业绩比较将使委托人受益。

六、基于双向委托代理理论的创业投资家与创业企业家激励机制研究

在创业投资中，创业投资家提供资本和增值服务，创业企业家提供创新技术投入，创业投资的成败取决于的双方共同努力。两者在创业投资过程中

并不是一种单向委托代理关系，而是一种共享创新项目剩余的平等合作关系，双方在签约后均存在着努力投入不足的道德风险问题，彼此之间存在相互激励的必要。而在激励合约的设计中，没有一方具有绝对支配地位，合约的确定只是由双方讨价还价的结果。因此本部分首先从团队生产的角度发展出了多向委托代理这一新的分析框架，再以此为基础研究了创业投资中创业投资家与创业企业家之间的双向激励问题。本部分研究得到的主要发现是：

在创业投资中，创业资本市场和创新项目市场的竞争程度决定着创业投资家和创业企业家的预期收益。当创业资本供给相对于创新项目供给更加稀缺时，则创业投资家在讨价还价中所能获得的收益分成比例将上升，从而使其在创业投资中所获得的预期收益增加，而创业企业家的收益分成比例和预期收益则相应减少。创业资本供给和创新项目供给之间存在一个最优的配比关系，若创新项目的供给一定，则过度充裕和过度稀缺的创业资本供给均将降低全社会总福利。因此在创业引导基金的运作中，绝不能把政府对创业投资活动的干预片面理解为增加创业资本供给，而是要在创业资本供给和创新项目培育之间取得平衡。同时，降低创业资本和创新项目之间的搜寻匹配成本可以降低对创业资本的需求，因此营造一个良好的创业投资环境对于促进创业投资效率是有益的。

本书是教育部人文社会科学研究项目《创业引导基金运作中的激励机制研究》(09YJC790279)的研究成果；同时也是“重庆工商大学经济学国家级特色专业建设项目(2009)”、“重庆工商大学高等学校‘专业综合改革试点’项目”和重庆市研究生“产业组织理论”优质课程建设项目(2011)的成果之一。笔者在此特别感谢项目合作研究人员孟卫东教授(博导)、王利明博士、代建生博士、黄波博士等对本书的形成所作的贡献，书中的部分成果是由我们合作研究完成的。本书的成果属于我们的研究团队，而书中的错误和不足由著者一人负责。

由于本人水平有限，书中尚存在诸多不足和不尽如人意之处，恳请读者批评指正。

熊维勤

2013年2月于重庆工商大学
长江上游经济研究中心产业经济研究院

目 录

第1章 绪 论 / 1

- 1.1 研究背景和意义 / 1
- 1.2 主要研究内容 / 4
- 1.3 主要创新点 / 7

第2章 国内外相关研究综述 / 10

- 2.1 国外相关研究综述 / 10
- 2.2 国内相关研究综述 / 20
- 2.3 相关研究评述 / 31

第3章 境外典型创业引导基金运作模式研究 / 33

- 3.1 美国 SBIC 计划 / 33
- 3.2 加拿大 LSVCC 计划 / 50
- 3.3 澳大利亚 IIF 和 PSF 计划 / 67
- 3.4 以色列 YOZMA 计划 / 78
- 3.5 新西兰 NZVIF 计划 / 88
- 3.6 其他典型引导基金的运作模式 / 100
- 3.7 境外创业引导基金的经验总结 / 109

第4章 中国创业引导基金发展现状 / 111

- 4.1 中国创业投资发展历程及现状 / 111
- 4.2 国内创业引导基金的发展 / 123
- 4.3 国内创业引导基金存在的问题 / 143
- 4.4 引导基金管理机构考核及激励机制初探 / 146

第5章 公共资本在创业投资中的定位 / 153

- 5.1 引言 / 153

5.2 问题背景和模型假设 / 157

5.3 基本模型分析 / 158

5.4 政府资助政策分析 / 161

5.5 本章小结 / 168

第6章 引导基金模式下的补偿机制研究 / 170

6.1 引言 / 170

6.2 针对私人投资者的补偿机制研究 / 171

6.3 同时针对私人投资者和创业投资家的补偿机制研究 / 179

6.4 本章小结 / 189

第7章 税收和补贴政策对企业创新规模和效率的影响 / 192

7.1 引言 / 192

7.2 理论模型的建立及分析 / 195

7.3 实证检验 / 201

7.4 本章小结 / 208

第8章 创业投资基金所得税抵扣政策的激励效应 / 209

8.1 引言 / 209

8.2 模型背景及假设 / 211

8.3 模型求解及分析 / 212

8.4 本章小结 / 216

第9章 所得税亏损抵补和投资补贴对创业投资规模和质量的影响 / 218

9.1 引言 / 218

9.2 模型假设及求解 / 220

9.3 税收和投资补贴对创业投资质量的影响 / 222

9.4 税收和投资补贴对创业投资规模的影响 / 224

9.5 本章小结 / 228

第10章 引导基金模式下的创业投资家激励机制研究 / 230

10.1 引言 / 230

目 录

10.2	模型的基本假设 / 233
10.3	不同组织方式下的激励机制设计 / 234
10.4	不同组织模式的比较 / 242
10.5	算例分析 / 243
10.6	本章小结 / 245
第 11 章	创业投资家与创业企业家激励合约研究 / 246
11.1	引言 / 246
11.2	基于团队生产的互激励模型 / 247
11.3	创业投资家与创业企业家激励合约研究 / 262
11.4	本章小结 / 270
第 12 章	主要结论及研究展望 / 271
12.1	主要结论及其政策含义 / 271
12.2	未来进一步的研究方向 / 275
	参考文献 / 277

第 1 章

绪 论

1.1 研究背景和意义

20 世纪 50 年代以来的经济增长理论表明，技术创新是决定经济长期增长的重要因素。但由于技术创新所固有的正外部性以及创新过程中严重的信息不对称，市场对创新资源的供给存在失灵现象。由于缺乏抵押，正规金融机构不愿意为创新（业）企业提供债权融资，而起源于“二战”之后的商业性创业资本也不愿意为尚处于种子期和初创期的创业企业提供融资支持，因此多数国家政府都开始介入创业投资市场，并以多种方式扶持本国创业投资的发展。

中国从 1985 年即开始探索运用财政资金扶持本国创业投资产业的发展。过去 20 多年的主要做法是通过财政出资设立国有创业投资公司直接从事创业投资。但由于政府缺乏创业投资的专门技能，并且作为国有资本，在创业投资的实际运作难以建立相应的收益激励和风险约束机制，因此这种直接进行创业投资的扶持方式不可避免地存在着扶持力度不足和收益过低等问题。故从 2002 年开始，随着“中关村创业投资引导资金”的成立，中国开始了以成立政府引导基金这一间接模式扶持创业投资的探索。

创业投资引导基金是由政府出资设立，不以营利为目的，并按市场化模

式运作的政策性基金。引导基金本身并不直接进行创业投资，而是通过参股和提供融资担保等方式扶持创业投资企业，引导社会资金进入创业投资领域，从而增加创业资本供给，并引导创业投资企业向创业企业进行投资，特别是向处于早期阶段的创业企业进行投资，以缓解创业企业的融资困境。

2005 年 11 月，国家发改委、科技部等十部委联合发布了《创业投资企业管理暂行办法》，允许地方政府设立创业引导基金，通过参股和融资担保等方式与社会资本和专业创业投资公司合作成立创业投资基金，并引导创业资本投向具有高风险、高成长性的创业早期企业，尤其是政府重点扶持和鼓励的产业领域内的创业企业。自此，创业引导基金模式在中国全面展开，同时标志着政府对创业投资的扶持从直接扶持转向了间接扶持。

2007 年 7 月，财政部、科技部进一步发布了《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》，对创业引导基金的设立进行了规范。该办法规定引导基金的引导方式包括阶段参股、跟进投资、风险补助和投资保障四大类。其中，阶段参股即以股权投资方式参股创业投资机构，或与社会资本共同出资设立新的创业投资基金，引导基金出资比例不得超过 25%，且不能成为第一大股东；跟进投资即由创业投资机构选定被投资企业，引导基金按创业投资机构实际投资额的一定比例提供配套资金对被投资企业进行股权投资；风险补助即对投资于初创期科技型中小企业的创业投资机构进行补助，用于弥补其创业投资损失；投资保障是指创业投资机构将正在进行高新技术研发、有投资潜力的初创期科技型中小企业确定为“辅导企业”后，引导基金对“辅导企业”给予资助。

基于创业引导基金对区域产业发展的重要意义，全国各地纷纷发起成立创业引导基金，并积极与创业投资公司合作设立相应的创业投资基金进行实际运作。截至 2011 年年底，全国共设立了约 60 只引导基金，基金总规模已超过 670 亿元。引导基金的出资人主要分为两类：一是由政府财政出资（占绝大多数），主要资金来源有企业专项扶持资金、政府财政年度预算安排、引导基金的收益等；二是由地方国有投资公司利用自有资金和银行等机构共同出资成立，如苏州工业园区引导基金就是由中新苏州工业园区创业投资有限公司与国家开发银行共同出资组建的。

通过利用创业投资基金进行创业投资，引导基金的设立避免了政府对创业投资市场的直接干预，并充分利用了创业投资企业的专门技能，还可以发

挥财政资本的杠杆撬动作用，以吸引更多的社会资本进入创业投资领域；同时引导更多的创业资本投向处于种子期及初创期的科技创新企业，缓解了单纯通过市场配置创新资源所产生的市场失灵问题。因此引导基金的设立对中国创业投资产业的发展具有重要的意义。

然而在实际运作中，引导基金这一新生事物也暴露出一些问题，如对社会资本的吸引力不够，与商业性创业投资资本的界限不明确，对早期阶段创新项目的投资比例偏低等。上述问题的产生是由创业引导基金自身的特点所决定的。与商业性创业投资基金相比，引导基金具有三个显著的特点和差异：一是政府的介入使创业投资过程具有更长的委托代理链，信息不对称和由此所带来的激励问题更为严重；二是引导基金需要充分发挥财政资金的杠杆作用，以吸引足够的社会资本参与创业投资；三是由引导基金发起成立的创业投资基金本质上是由公共资本和私人资本共同形成的一种混合基金，公共资本和私人资本存在目标冲突。因此引导基金的这些独特特征决定其运作也将与商业性创业投资存在着不同的特点。

本研究将围绕我国创业引导基金的独特特征，以引导基金的主要参与人，即政府、私人投资者、创业投资企业、创业投资家作为研究对象，针对目前我国创业引导基金运作中存在的一些典型问题，探讨参与各方在创业投资过程中的利益博弈并设计出相应的激励机制，以期在扩大创业投资规模的同时提高创业投资效率，从而提高我国创业引导基金的运作效率提供理论支持和政策建议。

本研究的理论价值在于：第一，在激励机制设计的统一分析框架下分析公共资本、商业性创业投资资本和天使资本的不同激励效应，从理论上回答三者创业投资中的不同定位，弥补已有研究的不足；第二，结合中国具体的政策、法律环境和经济背景，抽取出政府引导基金与商业性创投基金的本质特征，有针对性地对其运作机制进行研究，从而拓展创业投资理论研究体系；第三，根据创业投资家和创业企业家之间是一种平等合作关系，双方都需要激励对方付出努力的特点，在理论上尝试从现有的单向委托代理框架发展出双向委托代理框架，并在此框架下研究双方的互激励问题，从而实现理论上的创新。

本研究的实际应用价值在于：结合我国创业投资市场的客观条件和政策背景，深入研究引导基金的运作机理和设计复杂委托代理关系链中的激励机

制，为相关环节的契约设计提供理论支持，以保证引导基金的良好运作和政府目标的顺利实现。

1.2 主要研究内容

在创业投资研究领域，如何克服因信息不对称和外部性所引起的市场失灵是国内外学者所关注的重点问题。外部性决定了政府对创业投资市场进行干预的合理性，而信息不对称并不是政府进行直接干预理由，因为政府的直接干预并不能弱化信息不对称问题，但通过间接干预，如大力培育创业投资机构则可以有效缓解信息不对称问题，而创业引导基金制度就是一种间接干预的典型机制。

创业投资过程中信息不对称所引起的主要问题就是激励效率的缺失，因此激励机制的设计是创业投资研究领域的重点。本研究也将主要围绕引导基金模式下的激励机制设计展开。已有研究主要集中在商业性创业投资基金的激励机制设计上，其参与主体主要包括私人投资者、创业投资家和创业企业家，他们之间形成了“私人投资者—创业企业家”和“创业投资家—创业企业家”这种双重委托代理关系。而在引导基金制度下，随着政府这一参与人的加入，引导基金将呈现出更加复杂的特征。其一，在创业投资过程中将形成更加复杂的委托代理链条，创业投资过程中的信息不对称和由此引起的激励问题将更加严重；其二，政府这一参与人在创业投资过程中具有独特的地位和作用，他除了可以对创业投资进行资金支持外，还可以利用政策工具影响创业投资中其他参与人的行为，进而影响创业投资的规模和效率。在众多的政策工具中，财政补贴和税收是最为直接和最为常用的两种工具。因此本研究将基于引导基金的这些特征，对其运作过程中的激励机制进行研究，以期兼顾扩大创业投资规模和提高创业投资效率这一双重目标，具体而言，本书的主要研究内容包括：

(1) 国内外典型引导基金的运作模式研究。

自美国于1958年开始实施“小企业投资计划（SBIC）”以来，许多国家相继实施了多种形式的创业投资扶持计划，既有利用政府出资设立引导基金的直接资助模式，也有通过融资担保和税收补贴等方式进行扶持的间接资助模式。其中不乏成功的经验，也有失败的教训。因此本部分拟通过对国内外

典型引导基金的运作模式进行研究,以期为中国引导基金的运作提供借鉴;同时通过对国内创业投资和创业引导基金的运作进行回顾,从中发现我国引导基金运作中存在的不足,抽取后续需要进行研究的重点问题。

(2) 公共资本在创业投资中的定位。

一国创业投资资本的构成通常有两类,即以追求利润最大化为目标的私人资本和追求社会目标的财政资本。其中前者主要又可分为以投资于后期阶段创新项目为特征的商业性创业投资基金和以投资于早期阶段创新项目为特征的天使资本。在创业投资的实践中,有两个典型事实人所共知,但却一直没有得到圆满回答:一是天使资本、商业性创业资本和财政资本共存于创业投资市场,但三种资本的分界是什么?二是为什么商业性创业资本更愿意投资处于后期阶段的创新项目?为什么多数国家要求创业引导基金必须投资于早期阶段创新项目以弥补商业性创业资本所留下的空缺?三是为什么很多国家在通过设立引导基金对创业投资进行扶持后还要对一些处于早期阶段的创新项目进行直接资助?本部分将试图对上述问题给出一个一致的答案。

(3) 引导基金模式下的补偿机制研究。

在由引导基金发起成立的创业投资基金中,公共资本和私人资本存在目标冲突,公共资本主要追求主要社会效益和政府目标,如希望引导创业资本投向符合本地产业规划发展的领域、投向处于种子期、初创期等早期阶段的创新项目或创业企业;而私人资本追求利润最大化,更愿意投资处于成长和成熟期的风险相对较小的创业企业和更有盈利前景的行业。为协调两者之间的目标冲突,吸引更多的私人资本进入,各国引导基金在实际运作中都会对私人资本进行补偿,补偿方式大致可分为两类:一类是控制私人资本的投资风险,即在投资基金出现亏损时,政府规定私人资本承担的最高亏损比例,或承担的亏损比例低于其出资份额。另一类是通过收益让渡方式提高私人资本的预期收益率。与此同时,一些引导基金还让创业投资机构共享这些补偿。本部分所研究的主要问题,针对不同补偿对象(私人投资者或私人投资者与创业投资机构),何种补偿方式对政府而言是最优的?

(4) 公共政策对创业投资和企业创新的影响。

创业投资中的政府角色具有特殊地位,除了通过出资设立引导基金对创业投资进行扶持外,政府还可以通过公共政策设计影响创业引导基金,进而影响一国创新活动的规模和效率。本部分将主要分析税收和补贴政策对引导