

浙江创业风险投资 吸纳民间资本的机制研究

尹国俊 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

浙江创业风险投资吸纳 民间资本的机制研究

尹国俊 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

浙江创业风险投资吸纳民间资本的机制研究 / 尹国俊著. — 杭州 : 浙江大学出版社, 2011.10
ISBN 978-7-308-09178-7

I. ①浙… II. ①尹… III. ①私营经济—风险投资—研究—浙江省 IV. ①F127.55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 209433 号

浙江创业风险投资吸纳民间资本的机制研究

尹国俊 著

责任编辑 王元新
封面设计 十木米
出版发行 浙江大学出版社
(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)
(网址: <http://www.zjupress.com>)
排 版 杭州中大图文设计有限公司
印 刷 杭州日报报业集团盛元印务有限公司
开 本 880mm×1230mm 1/32
印 张 5.875
字 数 125 千
版 次 2011 年 10 月第 1 版 2011 年 10 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-308-09178-7
定 价 25.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571)88925591

内 容 提 要

本书从产权制度这一特殊的角度,通过提出并论证产权缺损理论,分析了影响民间资本进入创业风险投资领域的因素,在梳理和总结国内外学者重要研究成果的基础上,构建了创业风险投资吸纳民间资本的机制和研究体系。创业风险投资吸纳机制实际是创业风险投资主体在内部机制与外部机制的共同作用下,根据自身的投资偏好和战略需要,对处于相应发展阶段创业企业所进行针对性介入的一套相互影响与相互作用的保障与运行体系。这个机制是民间资本投资主体、创业企业、内部机制、外部机制以及政府诱导机制共同作用的结果,其核心功能就是维持民间创业风险资本产权的完整性。据此作者考察了浙江创业风险投资吸纳机制各组成要素的状态及其运行情况,分析了浙江创业风险投资吸纳机制的不足,并基于完善民间资本产权的角度,提出了改进浙江创业风险投资吸纳机制的对策建议。

本书可作为高等院校和科研机构专业研究人员的参考资料,也可供政府部门作为决策参考,同时还可作为研究生学习的辅助教材。

序

浙江省提出了“创业富民、创新强省”的“两创战略”。为此,省政府实施了培育创新主体、弘扬创新文化、健全创新机制、优化创新环境等诸多重要举措。这非常符合我省的实际,也是对“新浙江经济模式”的探索。但是技术创新与创业活动存在一个重要难题,就是资金的限制。传统的融资主体如银行不愿意为此提供贷款,原因是技术创新与创业活动中的高风险和严重的信息非对称。其风险主要来自技术本身的不完善和市场的 uncertainty,而信息非对称主要来自经营管理信息的私人化。而创业风险投资有助于解决这一难题。创业风险投资经营的不是资本本身,而是高新技术企业所蕴涵的高风险,以此获取高回报,这一特征恰恰与采用新技术的民营企业和有自主知识产权企业的发展要求相吻合。技术的产生与扩散过程离不开创业风险投资的催生,原因在于创业风险投资所带来的高利润,一方面直接使新技术的商业化运用加速实现,另一方面又间接刺激新技术以更快的速度产生。美国前总统科技顾问基沃斯说,美国“至少 50% 的高科技中小企业在其发展过程中得到过创业风险投资的帮助”。许多高科技明星企业如 Intel、Microsoft、Yahoo 等,在创业初期都曾得

到过创业风险投资的支持。创业风险投资造就了美国硅谷数万高新技术企业欣欣向荣的局面,使得知识经济得以蓬勃发展。可以说,创业风险投资推动了美国高新技术产业尤其是信息、通信和生物制药等产业的形成和发展,使美国经济在这个倡导知识和技术的时代再次独领风骚,也促成了美国 21 世纪 90 年代与本世纪初较长时期的低失业、低通胀、高增长的经济繁荣局面。所以,创业风险投资是能够促使产业最新技术商业化的孵化与转化装置。

在国外创业风险投资的实践中,民间资本已经成为创业风险资本的主要来源,比如美国的养老基金近年来一直是创业风险资本的最大组成部分。而随着民间天使投资人队伍的不断出现和壮大,天使投资在国外已得到蓬勃发展,形成了一定规模。这不仅丰富了创业风险投资的民间来源,促进了创业风险投资的发展,而且也为私人资本提供了良好的投资渠道。浙江省私人资本已经达到了很大的规模,而且保持增长的势头,主要以个体私营企业和储蓄形式存在。因此,如能引导部分私人资本进入创业风险投资领域,将在一定程度上缓解当前高储蓄的实际问题,而且能为尚处于起步阶段的浙江创业风险投资事业注入一股新的力量。同时在这过程中能逐渐培养一批专业的创业风险投资家,对浙江的创业风险投资事业是不无裨益的。本书正是从这点出发,寻求如何引导民间资本进入创业风险投资领域。

浙江省发展创业风险投资具有得天独厚的优越条件,包括活跃的创业活动和浓厚的创业意识、发达的民营经济、高水平的个人收入、健全的市场机制、丰富的专业人才等。可为什么创业风险投资的

发展没有体现其应有的效率呢？我们认为，创业风险投资发展的关键环节有两个，即资本的筹集和资本的退出，也就是“入口”与“出口”的问题。而就一个省市而言，“入口”问题最为重要。创业风险投资资本的来源结构、规模直接影响甚至决定着创业风险投资的组织形式、管理模式、投资方式和退出路径。浙江的问题就在于没有建立和完善创业风险投资吸纳民间资本的机制，创业风险投资行业的高度信息不对称使民间资本的进入困难重重，顾虑太多。因而我省民间资本充裕这一巨大优势并没有充分发挥出来，而是走了兄弟省市的政府牵引模式，而这种模式不是我省的优势所在。随着我国近几年经济的高速增长，许多个人和民间企业及时把握住了商机，手中积聚了大量的财富，但是由于目前我国的投资渠道狭窄，投资品种单一，方向集中，资金利用率不高，使很大一部分民间资本处于闲置状态，带来了巨大的资源浪费。大量闲置的民间资本急需找到新的投资渠道，提高资本利用率。而我省创业风险资本市场现在面临的主要问题是投资主体单一、创业风险资本规模不大，这就为民间资本的进入和发展提供了很大的空间。因此，随着创业风险投资又一轮高潮的掀起，民间资本自然要抓住这个新市场的投资商机。所以，我省应该积极探索符合自身特色的创业风险投资发展模式，疏通民间资本进入创业风险投资企业的渠道，构建和培养创业风险投资吸纳民间资本的机制，并以此来带动和影响创业风险投资各个环节的健康发展。在这方面，浙江省应该走在全国的前面，为其他省市积累可行的经验。

本书的研究目的就是从事产权制度这个特殊的角度，通过提出并

❖

序

3

论证产权缺损理论,分析影响民间资本进入创业风险投资企业的因素,找到并论证创业风险投资吸纳民间资本的渠道和机制,结合浙江省在创业风险投资吸纳民间资本中存在的问题和障碍,提出可行的对策。我们认为,创业风险投资吸纳机制实际是创业风险投资主体在内部机制与外部机制的共同作用下,根据自身的投资偏好和战略需要,对处于相应发展阶段创业企业所进行针对性介入的一套相互影响与相互作用的保障与运行体系。其中,创业风险投资主体包括个人、个体工商户、私营企业、金融组织和外资;内部机制体现为资金的聚合方式,分为天使投资、私人公司、政府参与公司、信托基金和有限合伙制;法律法规、退出机制、信用、产业环境、专业人才以及中介机构等共同构成外部机制;创业企业的表现也影响着民间资本的进入,民间资本就是在内外机制相互作用和相互影响下,对于处在种子期、创立期、成长期、扩张期、成熟期的创业企业提供资金,它们各自处在创业风险投资运作链条的两个极端。在这个融资链条发挥功能的过程中,政府诱导机制起到了非常关键的作用。这个创业风险投资吸纳机制的核心功能就是维持民间创业风险资本产权的完整性。当前,浙江创业风险资本吸纳民间资本的机制存在诸多问题,包括:创业风险投资组织制度的局限、资金来源渠道不畅、创业风险投资退出的瓶颈问题有待解决、缺乏创业风险投资专业人才培养机制、信用机制不健全、政策法规和制度不完善、鼓励创业与创新的孵化器没有充分发挥作用等。这些问题正是造成浙江民间创业风险资本产权缺损的原因所在。根据产权缺失的理论和创业风险投资吸纳民间资本机制的要求,针对浙江创业风险投资吸纳民间资本中存在的问题,我

们提出:要积极构建激励与约束相容的创业风险投资组织,努力吸引境外优质创业风险投资,为保险资金和银行资金小比例进入创业风险投资领域提供条件,鼓励私营企业特别是民营上市公司参与创业风险投资,疏通创业风险投资的退出渠道,充分发挥政府的诱导作用(包括建立政府创业风险投资引导基金、提供融资支持和建立风险补偿机制)等。

本书的主体结构由五个部分组成。一是梳理国内外相关研究文献。采用归纳法,通过文献梳理,找到业界比较认同的,影响创业风险投资吸纳民间资本的主要因素。这是构建创业风险投资吸纳民间资本机制的基础。二是分析浙江创业风险投资的融资特征。这是我们研究的出发点。三是基于产权视角,采用规范分析方法,根据民间创业风险投资主体对于产权的特殊要求,提出了创业风险投资的特殊产权配置。据此构建创业风险投资的吸纳机制和研究体系。四是根据创业风险投资吸纳机制理论,分析浙江风险投资吸纳民间资本的障碍和问题,这些问题的存在,严重侵蚀了民间创业风险投资者的产权,由此导致了吸纳机制运行的低效率。五是从完善民间创业风险投资产权出发,探索构建浙江创业风险投资吸纳民间资本的可行性对策。

目 录

1	背景和意义	3
2	国内外研究综述	7
2.1	国外关于创业风险投资吸纳机制的研究	7
2.2	国内关于创业风险投资吸纳机制的研究	10
2.3	结 论	13
3	浙江创业风险资本融资的特征	15
3.1	创业风险投资的筹资渠道狭窄	16
3.2	基金规模偏小	16
3.3	国有资本比重仍然偏高	18
3.4	机构投资者的出资比例偏低	19
3.5	国外资本投资比例极低	21
4	创业风险投资的吸纳机制分析——基于产权的视角	23
4.1	创业资本特殊的产权配置	23

4.2 基于产权视角的创业风险投资机制	38
5 产权缺损与浙江创业风险投资吸纳民间资本机制的障碍	85
5.1 创业风险资本产权缺损及其影响	85
5.2 浙江创业风险投资吸纳民间资本机制的障碍	91
6 浙江创业风险投资吸纳民间资本机制的构建	121
6.1 积极构建激励与约束相容的创业风险投资组织	122
6.2 努力吸引境外优质创业风险投资	131
6.3 引导保险资金和银行资金进入创业风险投资领域 ...	132
6.4 鼓励私营企业参与创业风险投资	137
6.5 疏通创业风险投资的退出渠道	141
6.6 充分发挥政府的诱导作用	150
附 录	156
参考文献.....	164
后 记	174

在国外创业风险投资的实践中,民间资本已经成为创业风险资本的主要来源,比如美国的养老基金近年来一直是创业风险资本的最大组成部分。而随着民间天使投资人队伍的不断出现和壮大,天使投资在国外已经蓬勃发展,形成了一定规模。这不仅丰富了创业风险投资的民间来源,促进了创业风险投资的发展,而且也为私人资本提供了良好的投资渠道。浙江省私人资本已经达到了很大的规模,而且保持增长的势头,主要以个体私营企业和储蓄形式存在。因此,如能引导部分私人资本进入创业风险投资领域,将在一定程度上缓解当前高储蓄的实际问题,而且能为尚处于起步发展阶段的浙江创业风险投资事业注入一股清新的力量。同时在这过程中能逐渐培养一批专业的创业风险投资家,对浙江的创业风险投资事业是无裨益的。本报告正是从这点出发,寻求如何引导民间资本进入创业风险投资领域。

创业风险投资的吸纳机制是指创业风险资本市场吸引传统资本市场中的资本,实现传统资本向创业风险资本转换的有效途径。创业风险资本吸纳效率越高,这种转换的成本越低,范围越大,因而进入创业风险资本市场的资本规模越大,而创业企业获得创业风险资本的可能性也将随之提高。创业风险投资吸纳机制实际是创业风险投资主体在内部机制与外部机制的共同作用下,根据自身的投资偏好和战略需要,对处于相应发展阶段创业企业所进行针对性介入的一套相互影响与相互作用的保障与运行体系。我们就是要围绕创业风险投资吸纳机制来研究浙江民间资本进入创业风险投资领域所要解决的各种问题,包括民间资本进入创业风险投资领域的可行性



问题、面临的困难、进入的模式选择以及政府应该发挥的作用等。试图通过对这些问题的解决,来构建民间资本进入创业风险投资的运作机制和体系。

1 背景和意义

浙江省提出了“创业富民、创新强省”的“两创战略”，主张全民创业，全面创新。为此，省政府实施了培育创新主体、弘扬创新文化、健全创新机制、优化创新环境等诸多重要举措。非常符合我省的实际，也是对“新浙江经济模式”的探索。但是技术创新与创业活动存在一个重要难题，就是资金的限制。传统的融资主体如银行不愿意为此提供贷款，原因是技术创新与创业活动中的高风险和严重的信息非对称。其风险主要来自技术本身的不完善和市场的不确定性，而信息非对称主要来自经营管理信息的私人化。而创业风险投资有助于解决这一难题。创业风险投资经营的不是资本本身，而是高新技术企业所蕴涵的高风险，以此获取高回报，这一特征恰恰与采用新技术的民营企业和有自主知识产权企业的发展要求相吻合。技术的产生与扩散过程离不开创业风险投资的催生，原因在于创业风险投资所带来的高利润，一方面直接使新技术的商业化运用加速实现，另一方面又间接刺激新技术以更快的速度产生。美国前总统科技顾问基沃斯说，美国“至少50%的高科技中小企业在其发展过程中得到过创业风险投资的帮助”。许多高科技明星企业如 Intel、Microsoft、Yahoo



等,在创业初期都曾得到过创业风险投资。创业风险投资造就了美国硅谷数万高新技术企业欣欣向荣的局面,使得知识经济得以蓬勃发展。可以说,创业风险投资推动了美国高新技术产业尤其是信息、通信和生物制药等产业的形成和发展,使美国经济在这个倡导知识和技术的时代再次独领风骚,也促成了美国 21 世纪 90 年代与本世纪初较长时期的低失业、低通胀、高增长的经济繁荣局面。所以,创业风险投资是能够促使产业最新技术商业化的孵化与转化装置。

目前,我省已经出现了如杭州市高科技投资有限公司、杭州高新创业风险投资有限公司、杭州天松创业风险投资有限公司、养生堂创业风险投资有限公司、浙江大学创业风险投资有限公司和浙江天堂硅谷阳光创业风险投资有限公司等创业风险投资机构 99 家(2009 年),投资较为活跃,也不乏成功的案例。但发展速度并不快,效果也不十分理想。根据 2010 年科学技术部、商务部、国家开发银行联合调查后发表的《中国创业风险投资发展报告》,浙江创业风险投资的资本总规模为 234 亿元,少于江苏(453.7 亿元)、广东(395 亿元),在全国省区市排第 3 位,但 2009 年浙江省创业风险投资机构募集资本额为 10.4 亿元,占全国总额的 1.49%,排第 8 位;规模在 1 亿元以上的创业风险投资机构占本地区创业风险投资机构总量的比例,浙江为 53.1%,仅仅高于贵州、宁夏、吉林、四川、新疆、甘肃、福建等省,少于广东(66%)、北京(78.6%)、安徽(53.5%)、江苏(66.1%)等绝大多数省市,排第 16 位;2008 年,我省创业风险投资的资本有 4.96% 来自于政府投资,7.59% 来自于国有独资投资机构,2.69% 来自于事业单位,仅有 67.69% 来源于民间资本,低于广东、北京、湖北。值得

一提的是,原有境外创业风险投资已经全部撤离本省。2009年我省创业风险投资的投资强度(对项目的平均投资金额)为1678万元,列全国第13位,与同类发达省市差距较大;持股比例多于50%的投资项目占总投资项目数的比例,我省为4.9%,列全国第16位,也大大低于同类发达省市;投资于种子期项目的比例为20%,排第13位;我省创业风险投资的投资行业也主要集中在软件产业和传统制造业。以上数字说明,我省创业风险投资发展非常活跃,但效果并不十分理想,与发达地区其他省市比较还有相当大的差距,也与自身经济发展规模与水平不相称。从中我们可以得出以下结论:第一,浙江创业风险投资的发展没有充分反映浙江本身民间资金充裕的优势;第二,不能反映浙江众多中小民营企业和活跃的创业活动对资金的现实需求;第三,浙江善于机制创新的惯性没有体现在创业风险投资活动中;第四,浙江创业风险投资的作用没有很好地发挥出来。这一问题阻碍了浙江具有自主知识产权高新技术企业的大规模发展。浙江创业风险投资的制度创新尤为迫切。

浙江省发展创业风险投资具有得天独厚的优越条件,包括活跃的创业活动和浓厚的创业意识、发达的民营经济、高水平的个人收入、健全的市场机制、丰富的专业人才等。可为什么创业风险投资的发展没有体现其应有的效率呢?我们认为,创业风险投资发展的关键环节有两个,即资本的筹集和资本的退出,也就是“入口”与“出口”的问题。而就一个省市而言,“入口”问题最为重要。创业风险投资资本的来源结构、规模直接影响甚至决定着创业风险投资的组织形式、管理模式、投资方式和退出路径。浙江的问题就在于没有建立和



完善创业风险投资吸纳民间资本的机制,创业风险投资行业的高度信息不对称使民间资本的进入困难重重,顾虑太多。因而我省民间资本充裕这一巨大优势并没有充分发挥出来,而是走了兄弟省市的政府牵引模式,而这种模式不是我省的优势所在。随着我国近几年经济的高速增长,许多个人和民间企业及时把握住了商机,手中积聚了大量的财富,但是由于目前我国的投资渠道狭窄,投资品种单一,方向集中,资金利用率也不高,使很大一部分民间资本处于闲置状态,带来了巨大的资源浪费。大量闲置的民间资本急需找到新的投资渠道,提高资本利用率。而我省创业风险资本市场现在面临的主要问题是投资主体单一、创业风险资本规模不大,这就为民间资本的进入和发展提供了很大的空间。因此,随着创业风险投资新一轮高潮的掀起,民间资本自然要抓住这个新市场的投资商机。所以,我省应该积极探索符合自身特色的创业风险投资发展模式,疏通民间资本进入创业风险投资企业的渠道,构建和培养创业风险投资吸纳民间资本的机制,并以此来带动和影响创业风险投资各个环节的健康发展。在这方面,浙江省应该走在全国的前面,为其他省市积累可行的经验。