

暨南经济学文库

Series of Jinan Economics

中国风险投资中的人力资本 定价与收益分配问题研究

On the Human Capital Pricing & Benefit
Allocation in Chinese Venture Capital Investments

● 程 静 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

暨南经济学文库

国家社会科学基金青年项目（批准号：02CJY014）研究成果

中国风险投资中的人力资本 定价与收益分配问题研究

On the Human Capital Pricing & Benefit
Allocation in Chinese Venture
Capital Investments

程 静 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国风险投资中的人力资本定价与收益分配问题
研究 / 程静著. —北京: 经济科学出版社, 2009. 3
(暨南经济学文库)
ISBN 978 - 7 - 5058 - 7948 - 5

I. 中… II. 程… III. ①风险投资 - 研究 - 中国
②人力资本 - 价值 - 研究 - 中国③收入分配 - 研究 -
中国 IV. F832. 48 F249. 21 F124. 7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 019565 号

责任编辑: 张和群 夏 红

责任校对: 王苗苗

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亭

中国风险投资中的人力资本定价与收益分配问题研究

程 静/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

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

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

汉德鼎印刷厂印刷

华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 6. 25 印张 180000 字

2009 年 3 月第 1 版 2009 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7948 - 5 定价: 16. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

暨南经济学文库

总 序

经济学是一门古老的艺术，新颖的科学。自亚当·斯密开创大学教授研究与讲授经济学的时代以来，经济学作为社会科学皇冠上明珠的地位便日益凸显。更有学者宣称，经济学是所有社会科学必须效法的模范，经济学研究方法是富有成效的人类行为研究方法。

且不论诺贝尔经济学奖得主加里·S·贝克尔所称的“经济学帝国主义”态势是否呈现，经济学作为一门致用科学，考察经济系统的运行，已经成为上至国家领袖下至平民百姓的必修课程。无论是鲜衣华盖之辈，还是引车贩浆之流，都要面对经济学真理的作用。

中国在迈向市场经济的进程中，面临着经济体制的转轨，面临着发展模式的转型。这既需要认识并顺应经济系统的演进理性，又需要决策者调控与规制的建构理性。全方位、多层次的问题摆在我们面前，其广度，其深度，其复杂性，远比发达经济体成长过程中所经历的要深刻。

这对经济学产生了巨大的需求，需要经济学者提供科学的经济学产品。改革开放以来，国内外经济学

者在这个充满竞争的市场上，不断地形成有效供给，为中国经济问题的求解提供了巨大的智力支持。

暨南大学的经济学者，一直在为这种经济学产品的有效供给做出着突出的贡献。这种贡献既有经济学理论的阐释与创新，又有经济现实问题的深刻洞察与政策求解。这一切源自暨南园所拥有的悠久而积累深厚的经济学底蕴。

成立于1906年的暨南大学是中国最高华侨学府。始有暨大，便有商科。1918年，应南洋华侨的需要，开设商科。马寅初、王亚南等经济学家曾先后执教于此。1958年暨大在广州重建，汇集蔡馥生、赵元浩、黄德鸿等一批在经济学界颇有名望的专家学者。1980年成立经济学院，是改革开放后全国最早成立的经济学院之一。伴随着中国的改革开放，依托地缘优势和侨校优势，暨南大学的经济学科不断成长，不断壮大。目前，拥有应用经济学一级学科博士学位授予权、应用经济学博士后流动站和理论经济学二级学科政治经济学博士点，硕士点覆盖了所有的理论经济与应用经济学科；拥有两个国家级重点学科：产业经济学和金融学。在2004年教育部学科评估中，暨大位列应用经济学第12位。按照2006年中国大学研究生院应用经济学二级学科排名，暨大国民经济学排名第3位，产业经济学排名第4位，金融学排名第12位，劳动经济学排名第12位，统计学排名第12位，区域经济学排名第13位，数量经济学排名第15位，国际贸易排名第17位。

面对经济的市场化、工业化、全球化、区域化，暨南经济学家做出了精彩的回答，产生了广泛的影响。

暨南人致力于珠江三角洲工业化模式的理论提升和发展探索，为政府决策提供了科学依据。广东省政府重大委托课题《广东工业产业竞争力研究总报告》得到省委省政府的高度评价，在港澳地区引起强烈反响，成为广东省制定“十一五”规划的重要依据。该报告荣获第四届中国高校人文社会科学研究优秀成果二等奖、广东省哲学社会科学优秀成果一等奖。

暨南人致力于宏观金融与微观金融研究，提出了广东金融改革的系统方案，为广东金融改革与风险化解做出了显著贡献，为中国资本市场的发展做出了理论支持。《我国证券市场交易成本制度研究——关于中国证券市场的SCP分析框架》获全国百篇优秀博士论文称号；《中国证券市场佣金制度研究》获第四届中国高校人文社会科学研究优秀成果二等奖。

暨南人致力于港澳台地区经济及其对内地经济发展的借鉴与影响研究，承担了广东省政府委托项目“建立粤港澳更紧密经贸关系与广东对策研究”等一系列重要课题。《香港华资财团（1841～1997）》获第三届中国高校人文社会科学研究优秀成果三等奖。《澳门概论》获澳门首届人文社会科学优秀成果一等奖。

暨南人致力于中小企业和民营经济研究，承担了国家自然科学基金重点项目“我国中小企业发展与支持系统研究”、广东省重大决策咨询研究招标项目“推动广东民营经济发展上水平研究”与广东省社科规划重大委托招标项目“广东民营经济发展研究”。《结构转型期的中小企业金融研究》获安子介国际贸易研究成果三等奖。

暨南人致力于东亚工业化发展模式和区际产业分工研究，国家自然科学基金项目成果《奇迹与危机——东亚工业化的结构转型与制度变迁》被国家社科规划办整理为《成果要报》呈报国家领导人参阅。

暨南人致力于加工贸易转型升级与结构优化研究，承担的国家自然科学基金项目研究成果为我国发达地区和欠发达地区的经济开放与结构转型提供了借鉴。

暨南人致力于转型期政府行为与政府规制研究，承担了国家自然科学基金项目“政府行为外部性的经济学分析”，《体制转轨时期的政府微观规制行为研究》获福建省优秀博士论文二等奖、广东省哲学社会科学优秀成果三等奖。

暨南经济学人全方位、多层次的研究与探索，难以一一列举。

为了记录暨南人把握时代机遇、迎接现实挑战的努力与汗水，为了反映暨南园经济学科的建设水平，为了记录暨南人面对改革与发展所展现的经济学智慧、创新意识与开拓精神，为了反映暨南园对我国经济发展、粤港澳经济繁荣所做的贡献，我们特此设立了《暨南经济学文库》。希望本文库专著的出版，不断形成经济学产品的有效供给。

是为序。

暨南大学校长
国家级重点学科产业经济学带头人

胡军

摘 要

中国风险投资业是一个新兴的智力密集型产业，人才缺乏极大地制约着中国风险投资业的发展，如何突破人才瓶颈是中国风险投资实践中亟待解决的问题。作为一个新兴的智力密集型产业，中国风险投资业必须通过有效的人力资本激励和约束制度安排，才能突破制约其发展的人才瓶颈，取得长足的发展；而有关中国风险投资中人力资本问题的理论与实证研究尚有待系统和深入的开展。本书正是基于上述背景，在借鉴国内外相关研究的基础上，对中国风险投资中的人力资本定价与收益分配问题进行深入系统的理论与实证研究。本书分3编共7章内容。

第一编，人力资本定价与收益分配：基于市场交易的理论分析框架，由第1章和第2章组成。

第1章对国内外有关人力资本概念的研究进行归纳和分析，给出一个基于复杂系统理论的人力资本概念理论模型，直观地描述人力资本复杂系统的构成以及“努力水平”和“行为能力”的关系；分析人力资本的特殊性，强调人力资本具有生命周期、人力资本存量难以测度、人力资本价值测度的复杂性、人力资本收益的双重性等特性；采用三种分类标准对人力资本进行分类，给出完全显性人力资本与完全隐性人力资本连续光谱模型，为按人力资本使用特征对人力资本进行分类提供了一个参照背景；对人力资本产权的内涵进行界定，并对人力资本产权的特殊性展开分析。

第2章分析比较康芒斯、科斯的交易概念，对市场交易的内涵进行界定；将传统的一维保留价格（一个点）拓展到广义的二维保

留价格（一条二维曲线），提出人力资本所有者对人力资本名义使用权的保留价格曲线和非人力资本所有者对人力资本名义使用权的保留价格曲线的概念，分析人力资本市场交易及其特征，对人力资本市场交易利益区域进行直观的描述，从博弈论的角度详细描述人力资本市场交易过程，运用局部均衡的分析方法得出人力资本市场交易的帕累托集；对基于市场交易的人力资本定价与收益分配的内涵进行严格、规范的界定，分析基于市场交易的人力资本定价原则与方式，指出基于市场交易的人力资本收益分配风险的种类与根源。

第二编，风险投资中的人力资本定价与收益分配理论分析，由第3章和第4章组成。

第3章考察风险投资的行为主体与风险投资周期，对风险投资管理人人力资本内涵进行界定，给出风险投资管理人人力资本测评标准，详细描述风险投资管理人人力资本市场交易过程，分析风险投资管理人人力资本市场交易契约的构成要素；对风险企业家人力资本内涵进行界定，给出风险企业家人力资本测评方法，详细描述风险企业家人力资本市场交易过程，分析风险企业家人力资本市场交易契约的构成要素；对风险投资中的人力资本市场交易与风险投资周期的对应关系展开分析，指出风险投资中的人力资本市场交易的联系，运用人力资本理论对风险投资微观运行机制进行理论阐释，详细、直观地描述人力资本视角下的风险投资微观运行过程和风险投资的收益与风险。

第4章对有限合伙制风险投资基金的风险投资管理人人力资本定价、风险企业家人力资本定价的内涵进行界定，分析有限合伙制风险投资基金的风险投资管理人人力资本定价、风险企业家人力资本定价的原则与方式；对有限合伙制风险投资基金的风险投资管理人人力资本收益分配、风险企业家人力资本收益分配的内涵进行界定，对有限合伙制风险投资基金的风险投资管理人人力资本收益分配风险、风险企业家人力资本收益分配风险的种类与来源展开具体

分析。

第三编，实证与案例研究，由第5章、第6章和第7章组成。

第5章系统地回顾和分析中国第一家风险投资机构和中国风险投资机构的发展历程，指出：作为中国第一家风险投资机构，中国新技术创业投资公司的出生和死亡都带有强烈的时代特征，中国新技术创业投资公司在中国风险投资发展史上有着标志性的地位；中国风险投资机构的发展历程大致可分为五个时期：（1）先期探索时期（1985~1990年），（2）全面兴起时期（1991~1997年），（3）快速发展时期（1998~2000年），（4）调整时期（2001~2004年），（5）新发展时期（2005年至今）。从人数规模、年龄结构、学历背景、知识背景、风险投资从业年限、过往从业经历等多个维度，对中国风险投资机构人力资本、中国风险投资机构风险投资管理人人力资本、中国风险投资机构风险投资家人力资本进行分析，对中国风险投资机构的人力资本状况进行多层次与多维度的客观描述。

第6章对 GTVC 管理有限公司的基本情况、投资技术领域、投资理念、运作模式、管理年限与逾期收益、管理团队等进行概述，以 GYF 创业投资有限公司委托 GTVC 管理有限公司为其管理 5 000 万元人民币风险资本而签订的《委托管理合同》作为案例素材，运用基于市场交易的人力资本定价与收益分配理论分析框架，对 GTVC 管理有限公司风险投资管理人人力资本定价进行案例分析，得出以下的案例研究结论：GTVC 管理有限公司风险投资管理人人力资本定价是以市场交易的方式，通过 GYF 创业投资有限公司与 GTVC 管理有限公司的讨价还价博弈来实现的；GTVC 管理有限公司的风险投资管理人人力资本名义使用权的货币性价格由管理费、投资收益分红两部分构成，GTVC 管理有限公司的风险投资管理人人力资本名义使用权的非货币性价格由声誉权、获取“干中学”人力资本的权力组成，不包括项目投资决策权；GYF 创业投资有限公司与 GTVC 管理有限公司签订的《委托管理合同》就是《GTVC 管理有限公司风险投资管理人人力资本市场交易契约》。

第7章对GHT股份有限公司的基本情况、发展历程和发展目标进行概述,给出案例素材——《GHT股份有限公司200X年度经营班子经营责任指标及考核与奖励方案》和《关于200W年度经营班子经营责任指标完成情况及其考核结果的报告》,运用基于市场交易的人力资本定价与收益分配理论分析框架,对GHT股份有限公司风险企业家人力资本定价与收益分配进行案例分析,得出以下的案例研究结论:GHT股份有限公司的风险企业家作为人力资本所有者代表,GHT股份有限公司的董事会作为非人力资本所有者的代表,双方通过讨价还价博弈,确定每一个年度风险企业家人力资本名义使用权的货币性价格;GHT股份有限公司风险企业家人力资本定价采用了基于市场交易的混合定价方法,风险企业家人力资本名义使用权的货币性价格由年薪与奖金组成;GHT股份有限公司风险企业家获取固定水平年薪有前提条件,年薪标准与当时该行业的薪酬水平相符,采用分两次支付的方式;GHT股份有限公司风险企业家要获取奖金有约束条件,奖金获取方式首选为认购GHT股份有限公司股份,也可用现金分3年平均支付,这两种奖金获取方式将导致十分显著的奖金价值量差异;GHT股份有限公司风险企业家人力资本的货币性收益由年薪与奖金构成,作为人力资本所有者的GHT股份有限公司风险企业家面临着人力资本收益分配货币性风险的普通风险、违约风险和宏观制度风险;风险企业家人力资本定价与收益分配是通过风险企业家人力资本市场交易实现的,风险企业家人力资本市场交易是重复的,通过这些重复的风险企业家人力资本市场交易,较为客观地体现人力资本与非人力资本在相互结合创造价值过程中的贡献,人力资本与非人力资本创造的价值趋于最大化。

关键词: 人力资本定价、收益分配、风险投资、人力资本

目 录

Contents

第一编 人力资本定价与收益分配：基于 市场交易的理论分析框架

第1章

人力资本的相关概念分析	3
1.1 人力资本的概念、特性与分类	3
1.2 人力资本产权及其特殊性分析	17
本章小结	21

第2章

基于市场交易的人力资本定价与 收益分配理论分析框架	23
2.1 人力资本的市场交易	23
2.2 基于市场交易的人力资本定价与收益分配内涵界定	36
2.3 基于市场交易的人力资本定价原则与方式	40

2.4 基于市场交易的人力资本收益分配风险	42
本章小结	44

第二编 风险投资中的人力资本定价与 收益分配理论分析

第3章

基于现代人力资本理论的风险投资微观运行

机制分析	47
3.1 对风险投资行为主体与风险投资周期的考察	47
3.2 风险投资管理人人力资本市场交易	49
3.3 风险企业家人力资本市场交易	58
3.4 风险投资微观运行机制新论：人力资本视角	69
本章小结	74

第4章

有限合伙制风险投资基金的人力资本定价与

收益分配理论分析	76
4.1 有限合伙制风险投资基金的风险投资 管理人人力资本定价	76
4.2 有限合伙制风险投资基金的风险企业家 人力资本定价	80
4.3 有限合伙制风险投资基金的风险企业家 人力资本收益分配	85
4.4 有限合伙制风险投资基金的风险投资管理 人人力资本收益分配	87
本章小结	89

第三编 实证与案例分析

第 5 章

中国风险投资机构的人力资本状况实证研究	93
5.1 中国风险投资机构沿革	93
5.2 中国风险投资机构人力资本的状况分析	107
5.3 中国风险投资机构风险投资管理人人力 资本的状况分析	110
5.4 中国风险投资机构风险投资家人力资本的 状况分析	115
本章小结	117

第 6 章

风险投资管理人人力资本定价案例研究 ——以 GTVC 管理有限公司为例	119
6.1 GTVC 管理有限公司概况	119
6.2 GTVC 管理有限公司风险投资管理人人力 资本定价案例	123
6.3 GTVC 管理有限公司风险投资管理人人力资本 定价案例分析	131
6.4 案例研究的主要结论	137
本章小结	141

第 7 章

风险企业家人力资本定价与收益分配案例研究 ——以 GHT 股份有限公司为例	142
7.1 GHT 股份有限公司概况	142

7.2	GHT 股份有限公司风险企业家人力资本定价 案例及其分析	146
7.3	GHT 股份有限公司风险企业家人力资本收益 分配案例及其分析	154
7.4	案例研究的主要结论	159
	本章小结	162
	附录 1	163
	附录 2	164
	参考文献	167
	后记	182

人力资本定价与 收益分配：基于市场 交易的理论分析框架

人力资本配置是人力资本理论研究的核心。广义的人力资本配置有两层含义：第一，如何配置现有资产，以形成人力资本；第二，如何配置已形成的人力资本，以增进社会财富。狭义的人力资本配置则仅指后一层含义，并主要通过市场和企业两种方式来实施人力资本配置。风险投资是一种市场行为，风险投资中的人力资本主要通过市场交易的方式实施配置。本编试图通过建立一个基于市场交易的人力资本定价与收益分配理论分析框架，为其后的研究提供理论分析基础。