




# 联合投资、控制权治理 与创业企业成长绩效

基于不完全契约视角的分析

王雷◎著



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



# 联合投资、控制权治理 与创业企业成长绩效

---

基于不完全契约视角的分析

---

王雷◎著

 中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

·北京·

## 图书在版编目 (CIP) 数据

联合投资、控制权治理与创业企业成长绩效：基于不完全契约视角的分析 / 王雷著.

北京：中国经济出版社，2014.6

ISBN 978 - 7 - 5136 - 3317 - 8

I. 联… II. ①王… III. ①企业管理—研究— IV. ①F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 135545 号

责任编辑 刘大朋  
责任审读 霍宏涛  
责任印制 巢新强  
封面设计 任燕飞设计工作室

出版发行 中国经济出版社  
印刷者 三河市佳星印装有限公司  
经销者 各地新华书店  
开 本 710mm × 1000mm 1/16  
印 张 11.75  
字 数 175 千字  
版 次 2014 年 6 月第 1 版  
印 次 2014 年 6 月第 1 次  
书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 3317 - 8  
定 价 49.80 元  
广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 [www.economyph.com](http://www.economyph.com) 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题,请与本社发行中心联系调换(联系电话:010-68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010-68355416 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010-88386794

联合创业投资是推动战略性新兴产业发展的重要资本支撑，创业企业是战略性新兴产业的重要载体。联合投资模式下，创业企业控制权是对企业关键资源的支配权。多个创业投资机构联合投资于创业企业后，由于创业事件的不确定性、高风险性以及合作中的信息不对称性，控制权的分配成为各参与方关注的焦点。同时，创业企业的控制权治理是创业企业治理的核心问题，对创业企业绩效具有重要影响。优化创业企业控制权治理机制是提高创业企业绩效，进而促进就业和技术创新的重要途径。我国对创业投资治理机制的研究落后于现实对创业投资的需要。本书就是在我国创业投资蓬勃发展的背景下，对联合创业投资中的核心内容之一——“创业企业控制权治理机制”的影响因素与形成机理进行深入研究，并结合我国创业投资与高新技术创业企业发展的实际情况，探索提高创业企业创业绩效的创业投资最优控制权治理机制。

本书以联合投资模式下的创业企业为研究对象，分析了联合投资的动因、形成、演化与治理，从理论模型、实证检验、激励约束效应等方面对创业企业控制权治理研究现状进行梳理，剖析了不完全契约理论的不足，通过引入关系契约与心理契约，有效弥补了不完全契约的缺陷，为不完全契约理论的研究提供了新的分析视角。构建了基于信号传递过程中学习效应的联合创业投资决策模型，得出了创业投资中联合投资的条件与区间，扩展了联合投资的约束条件，分析了主导型创业投资机构选择跟随型投资机构的影响因素，并运用粗糙集理论进行了伙伴选择决策，为联合投资决策实践与提高创业投资的成功率提供了重要的参考价值。运用探索性因素分析，提取出了中国经济背景下高（新）技术创业企业控制权治理的关键影响因素，建立了控制权治理结构选择模型，

比较分析了相机控制与联合控制两类控制权治理结构的适用范围与条件。基于分段融资的信息发现过程，建立了两阶段创业企业控制权配置模型，分析了初始阶段与中期信号显示阶段创业企业家自有财富，运营企业的非货币收益，人力资本专有性与专用性以及创业投资家的投资专用性，风险规避度与战略性收益等因素对高新技术企业控制权配置的影响，揭示了联合投资模式下，创业企业控制权治理的关键影响因素及其作用机理。构建了基于不完全契约的联合创业投资治理范式，探讨通过构建投资契约机制、管理创新机制和有效组织心理契约机制来完善对联合投资联盟的治理，解决投资合约中未规定的不完全事宜。通过可靠性检验、探索性因子分析以及典型相关分析研究了联合创业投资中伙伴选择、伙伴关系与创业企业成长绩效之间的关系，以BP神经网络模型为基础，检验了控制权治理与创业企业成长绩效之间的关系，实证分析了联合投资、控制权治理对创业企业创新与成长绩效的作用机制，为优化创业企业控制权治理，进而为提高企业创新绩效提供了实践指导，为新型企业治理理论的研究提供了参考。

本书是国家自然科学基金青年基金项目“基于社会资本的联合创业投资控制权治理及其创新绩效作用机理(71102093)”，与教育部人文社科研究青年基金项目“不同治理方式下创业企业控制权配置机理及其激励约束效应实验研究(10YJC630241)”的阶段性成果。本书同时受到中央高校基本科研业务费专项资金资助计划(JUSRP1330B)与江苏高校人文社会科学校外研究基地：中国物联网发展战略研究基地的资助。

1	绪论		1
1.1	研究背景与意义	/	1
1.1.1	研究的实践背景与意义	.....	2
1.1.2	研究的理论背景与意义	.....	8
1.2	问题提出与相关概念界定	/	15
1.2.1	问题提出	.....	15
1.2.2	相关概念界定	.....	18
1.3	研究思路	/	20
1.3.1	研究内容	.....	20
1.3.2	研究方法与技术路线	.....	23
2	理论基础与研究综述		25
2.1	联合创业投资的动因与演化	/	25
2.1.1	联合创业投资动因与管理相关研究	.....	25
2.1.2	联合创业投资网络形成相关研究	.....	26
2.1.3	联合创业投资网络演化相关研究	.....	27
2.2	联合创业投资治理	/	27
2.2.1	基于声誉与信任的联合创业投资治理相关研究	.....	28
2.2.2	联合创业投资控制权治理相关研究	.....	28
2.3	不完全契约下创业企业控制权治理研究	/	31
2.3.1	基于离散变量的控制权静态治理模型研究	.....	31
2.3.2	基于连续变量的控制权动态治理模型研究	.....	32
2.3.3	基于动态转移的控制权治理模型研究	.....	33

2.3.4	基于动态博弈的控制权治理模型研究 .....	34
2.3.5	基于不完全契约的控制权治理影响因素研究 .....	35
2.4	创业企业控制权治理研究中关系契约理论的引入 /	36
2.4.1	关系契约对不完全契约的补充研究 .....	36
2.4.2	国外学者关于合作关系对控制权配置影响的研究 .....	37
2.4.3	国内学者关于合作关系对控制权配置影响的研究 .....	38
2.5	创业企业控制权治理实证研究 /	40
2.6	创业企业控制权激励约束效应研究 /	42
2.6.1	控制权治理产生的激励约束效应 .....	42
2.6.2	控制权治理激励约束作用过程 .....	43
2.7	联合创业投资治理与企业创新绩效关系研究 /	45
3	联合创业投资决策	48
3.1	基本假设 /	49
3.2	基本模型 /	50
3.3	基于第三方信号传递的联合投资决策研究 /	53
3.3.1	初始信号为好时的联合投资决策过程分析 .....	53
3.3.2	初始条件为差时的联合投资决策过程分析 .....	55
3.4	实施联合投资的区间 /	57
3.5	联合创业投资跟随型投资机构选择 /	59
3.5.1	联合创业投资跟随型投资机构选择的影响因素 .....	59
3.5.2	联合创业投资跟随型投资机构选择过程 .....	61
4	联合投资模式下创业企业控制权治理影响因素	65
4.1	创业企业的契约性质与特征 /	65
4.1.1	创业企业是一系列不完全契约的集合 .....	66
4.1.2	创业企业是一个系列关系契约的集合 .....	66
4.1.3	创业企业治理特征 .....	67
4.2	创业企业控制权治理特征与内容 /	68
4.2.1	基于创业投资的高新技术创业企业控制权治理特征 .....	68
4.2.2	创业企业控制权治理的内容 .....	70

4.3	创业企业控制权治理关键影响因素的理论分析 / 72	
4.3.1	企业家能力、努力水平、创业团队声誉与创业企业 控制权治理 .....	72
4.3.2	信息质量、信息不对称、逆向选择与创业企业控制 权治理 .....	73
4.3.3	企业绩效、现金流权分配与创业企业控制权治理 .....	73
4.3.4	合作关系、投资工具与创业企业控制权治理 .....	74
4.3.5	双方讨价还价能力与创业企业控制权治理 .....	75
4.3.6	创业投资家增值服务、投资战略与创业企业控制权 治理 .....	75
4.4	创业企业控制权治理关键影响因素的实地调研 / 77	
4.4.1	访谈对象确定 .....	78
4.4.2	访谈前期准备 .....	78
4.4.3	访谈过程 .....	79
4.4.4	访谈结果分析 .....	79
4.4.5	问卷调查 .....	80
4.5	主因素提取与命名 / 82	
4.5.1	主因素提取 .....	82
4.5.2	主因素命名 .....	84
5	创业企业控制权治理结构及其选择   87	
5.1	联合投资模式下创业企业控制权治理结构类型 / 87	
5.2	模型扩展的基本思路与假设构建 / 89	
5.2.1	建模参照点 .....	89
5.2.2	扩展思路 .....	89
5.2.3	基本模型的构建 .....	90
5.3	相机控制权治理结构选择机理 / 96	
5.3.1	创业企业家拥有初始控制权 .....	96
5.3.2	创业投资家拥有初始控制权 .....	99
5.3.3	相机控制的讨论 .....	101
5.4	联合控制权治理结构选择机理 / 102	



5.5	联合控制与相机控制的比较分析与讨论 / 105
6	联合创业投资控制权配置机制   109
6.1	投资家与企业家间控制权配置基本模型构建 / 109
6.2	首轮融资控制权配置机理 / 110
6.2.1	首轮融资的信息结构与理论模型 ..... 110
6.2.2	理论模型的分析与讨论 ..... 111
6.3	第二阶段控制权配置机理 / 112
6.3.1	次轮融资的信息结构与理论模型 ..... 112
6.3.2	理论模型的分析与讨论 ..... 114
6.4	联合创业投资机构间控制权配置 / 115
7	基于不完全契约的联合创业投资治理机制   119
7.1	不完全契约下的联合创业投资治理机制基本框架 / 119
7.2	联合创业投资的投资契约机制 / 120
7.2.1	股权协议 ..... 121
7.2.2	投资协议 ..... 121
7.2.3	收益分配合约设计 ..... 123
7.3	联合创业投资的管理创新机制 / 124
7.3.1	管理分工机制 ..... 124
7.3.2	组织创新机制 ..... 125
7.3.3	项目抵押机制 ..... 126
7.3.4	定期信息交流机制 ..... 127
7.4	联合创业投资的组织心理契约机制 / 127
7.4.1	事前控制机制 ..... 128
7.4.2	动态监督机制 ..... 129
7.4.3	基于团体惩罚的事后控制机制 ..... 130
8	联合投资模式下创业企业控制权治理绩效   131
8.1	联合投资与创业企业成长绩效关系分析框架与研究假设 / 131
8.1.1	联合创业投资合作伙伴选择 ..... 131
8.1.2	联合创业投资伙伴关系 ..... 132

8.1.3	创业企业成长绩效 .....	133
8.1.4	概念模型与假设 .....	134
8.2	控制权治理与创业企业成长绩效关系分析框架与研究假设 /	135
8.2.1	公司治理、控制权配置与企业绩效 .....	135
8.2.2	研究假设 .....	136
8.3	变量构建 /	140
8.4	联合投资与创业企业成长绩效关系实证检验 /	144
8.4.1	研究方案设计 .....	144
8.4.2	统计分析与检验 .....	145
8.4.3	典型相关分析与假设检验 .....	149
8.4.4	研究结论 .....	153
8.5	控制权治理与创业企业成长绩效关系实证分析 /	154
8.5.1	研究样本 .....	154
8.5.2	研究方法 .....	155
8.5.3	基于BP神经网络模型的实证检验 .....	156
8.5.4	研究结论与分析 .....	160
9	结论	162
9.1	研究结论 /	162
9.2	创新点 /	164
9.3	未来研究展望 /	165
	参考文献	167

# 1 绪论 ●●●●

## 1.1 研究背景与意义

联合投资 (Syndicate Investment), 也称辛迪加投资, 它是指由两个或多个创业投资家共同分享投资周期, 或者指不同的投资家于不同的时间投资于既定的创业企业 (风险项目) (Brander et al, 2002)。与企业借贷市场中的银行联合贷款相类似, 在创业投资 (也称风险投资) 行业, 创业投资机构之间也倾向于进行联合投资, 联合投资已成为创业投资行业重要的投资策略。研究者发现, 大约 2/3 的融资回合中存在着多家创业投资机构联合投资于一家创业企业的事实, 因而创业投资机构经常会受限于其当前及过去在与其他创投机构联合投资过程中所形成的关系网络 (Hochberg et al, 2007)。在美国、加拿大以及欧洲国家, 联合投资在创业投资的各个阶段都是比较普遍的现象。据美国创业投资协会 (NVCA) 的统计, 2008 年, 美国创业投资中有 60% 是通过联合投资完成的。近年来联合投资策略在我国也得到广泛应用, 《中国创业投资年鉴 2007》的数据显示, 在 2006 年接受调查的 97 个有效样本中, 采用联合投资方式的项目比例高达 44.6% (成思危, 2007)。调查显示, 2012 年有约 83.33% 的机构在不同程度上采取了联合其他机构的方式进行投资, 较 2011 年有较大幅度提升<sup>①</sup>。

现有研究中, 联合投资是作为风险分散、投资信息发现和资源分享的一种重要投资策略而出现的。而最近的研究注意到, 创业投资机构之所以

---

<sup>①</sup> 中国风险投资研究院. 2013 中国风险投资年鉴 [M]. 北京: 民主与建设出版社, 2013.

采取联合投资行动，是因为它们本身就处于一个关系网络中，并且这种联合投资行动本身也在扩大和加强网络的规模和密度（Hochberg et al, 2007）。这种创业投资机构由于联合投资而形成的网络关系就被称为创业投资网络（Venture Capital Networks）。同时，创业企业在创立、发展以及融资过程中逐渐形成了其自身的社会网络。如何将创业投资网络与创业企业网络有效的融合，进而对联合投资网络进行高效治理，对创业企业家与创业投资家双方进行有效激励，是提高联合投资效率、推动创业企业技术创新能力提升的关键。

创业企业的控制权配置是创业企业治理的核心问题，对创业企业创新绩效有重要影响，优化创业企业控制权治理机制是提高创业企业绩效进而促进技术创新的重要途径。目前国内外虽已有一些研究关注创业企业的控制权问题，但大都忽略了联合创业投资及其形成的投资网络这一重要因素对创业企业控制权治理的影响，也没有考虑随着网络内部各成员间社会资本与网络位置的变化导致创业企业控制权治理的动态变化过程，且较少关注不同的控制权治理机制下企业家社会资本与投资家社会资本综合作用于创业企业创新的过程与机理。

理论与实践表明，控制权对创业企业创新绩效具有重要影响，有必要对联合创业投资中创业企业的控制权治理机制，尤其是社会网络分析视角下社会资本对创业企业控制权配置动态变化与创新产出的影响展开深入研究，构建融合关系治理与契约治理的新型创业投资治理框架与治理策略，以指导我国创业投资实践，提高创业企业的创新绩效。

全球经济发展实践表明，创业型中小企业是经济发展的重要推动力量。相对于大企业而言，创业型中小企业创造了更多的就业机会，更具有创新性，是技术创新的重要推动力量。但创业型中小企业尤其是高新技术型中小企业的创立和发展离不开创业投资的支持，创业投资是技术创新的主要孵化器。清科创业研究中心的调查数据显示，2008年我国创业投资的70%以上都投向了高新技术企业，有效地推动了我国高新技术产业的发展。

### 1.1.1 研究的实践背景与意义

#### 1. 创业投资发展阶段逐渐由外部政策环境向内部微观治理演进

美国的高新技术产业在90年代的迅猛发展，尤其是网络经济的兴起，

最重要的依仗是美国坚持不断的自主创新。而美国的创新活动之所以常胜不衰的一个非常重要动力就源于新型的投资机制——创业投资。该机制为技术创新的连续性提供了保障。这一新型投资机制出现的直接结果就是大量资本纷纷投入到高新技术创新活动中，有力地推动了美国高新技术产业的发展。根据美国风险资本协会（NVCA）的一次调查显示，创业投资对科技行业的投资从1990年的67%上升到2000年的92%，在所调查的创业企业中，80%以上是创新技术企业，这些企业3/4的股权资本是由风险资本提供的<sup>①</sup>。2006年，我国风险资本总额达到583.85亿元，当年的创业投资额达到17.78亿美元，双双创下了历史新高<sup>②</sup>；与此同时，2006年，国内专利授权数达26.8万件、高新技术产品出口额达2814.5亿美元、高新技术产业工业总产值达42089亿元，我国企业技术创新能力与高新技术产业的发展速度也得到了较快的提升<sup>③</sup>。清科创业研究中心的调查数据显示，我国风险资本的70%以上都投向了高新技术企业与高新技术产业（王雷、党兴华，2008）。

作为知识经济社会特有的概念，创业投资的高风险与高收益并存本身蕴含着对资本、管理和高科技的有机融合。与通常概念的股权投资相比，创业投资已不再仅仅是关注新商品的推出、销售方式的变革和工艺流程的改进等传统的企业运作，而更多的是对企业本身的更替、擅变和创生的研究；创业投资者总是选择那些高风险、高增长、高收益和高市场潜力的科技项目或企业进行投资；在对高科技企业投入资金的同时，还提供先进的管理资源、丰富的行业经验、广泛的业务网络以及其他的社会资源以帮助该项目在市场上获得成功（杨文进、何志刚，2004）。欧美等国的投资实践表明，由风险资本支持而发展起来的高科技创业企业在成长速度、取得重大技术突破、开发新产品以及创造就业机会上明显高于普通公司，而且这些公司对推动产业结构升级、经济持续增长和提高经济国际竞争力方面发挥了不可替代的作用。

目前科技界、企业界和金融界已形成共识：高新技术产业是知识经济的支柱，其发展依赖于高科技开发能力和技术创新体系以及支持高新技术

① 部书明，齐国友，等．解读风险投资[J]．商业研究，2001（12）：80-82．

② 清科创业研究中心．2006年中国创业投资市场年度研究报告[R]．2006．

③ 科技部．2007中国科技统计年鉴[M]．北京：中国统计出版社，2007．

企业发展的创业投资业，依赖于技术与金融的有机结合。创业投资通过对资源的优化配置，扶持了高新技术的应用和高新技术企业的发展，围绕着创业投资建立的创业投资股票市场在创业企业监管、加强对创业企业控制方面发挥了重要作用，创业投资股票市场的发展壮大还带动了投资者对技术型创业企业的投资热潮，促进了创业企业的良性发展。

尽管我国政府已采取种种措施促进创业投资的发展，但我国创业投资毕竟还只有二十年的发展历史，而美国创业投资已有近百年历史，其创业投资发展所需的法律环境、政策支持等都已较为完善，且在目前美国创业投资的调整期，其自然会选择对创业投资的精细化发展，更加完善创业投资的微观治理环境，一旦新型支柱产业被挖掘出来，美国完善的创业投资体系势必会推动美国经济进入更高速的增长渠道。而我国创业投资虽然发展速度很快，但一路走来，难免跌跌撞撞，许多细节之处发展得还很不到位。所以，在这段时间，我们必须要加强创业投资的微观治理，如加强创业投资的法律建设，以及创业投资公司和创业企业的企业治理研究等等。

创业企业控制权分配的研究是创业投资微观治理研究的核心，当前对创业企业控制权分配的研究大都将创业企业双方置于委托代理理论的框架之下，但是从创业企业的实际运作过程来看，企业中创业投资家和创业企业家双方的关系并不完全是委托代理理论中委托人与代理人的关系，而应该是既有合作又有竞争的合作博弈关系，所以仅使用委托代理理论来研究创业投资家与创业企业家的相互关系的研究方式要进行改进，才能使之更符合客观实际。

2. 创业投资对我国高新技术产业发展与技术创新作用效果不显著的主要原因之一是长期忽视了投资后的内部治理机制

国外学者的研究表明创业投资对企业创新活动与高新技术产业的发展都具有显著的推动作用。Kortum 和 Lerner (2000) 发展了一个用于衡量创业投资、R&D 费用和创新程度之间的相关程度的专利生产函数，通过对 1965—1992 年间美国 20 个制造行业年度数据进行分析发现，风险资本对技术创新的贡献大约相当于其他资本的三倍，一个行业内创业投资活动的增加将会伴随着专利发明率明显升高的现象。德国学者 Tykova (2000) 使用了相同的公式对德国的创业投资行业进行研究发现，创业投资对德国

的专利发明活动有显著的正面影响，是一个比传统公司的 R&D 投资行为更为适用的技术创新活动资金来源。Dirk Engel (2002) 通过实证研究发现，接受风险资本支持的企业的增长速度要明显高于未接受风险资本支持的企业，同时技术创新的效率也较高。Michael Peneder (2007) 以及 Robert Plant (2007) 分别运用奥地利与美国的数据对风险资本融资与高新技术企业绩效关系进行的实证研究表明，接受了风险资本融资的企业更具有创新性，企业发展与技术创新的速度更快。

国内学者吕炜 (2002) 认为创业投资企业的新的合约方式从外部组合资源，其组织结构在突破技术创新障碍方面是非常有效的，创业投资机制的运作特点有利于创业企业的技术创新。王亮 (2003) 认为通过创业投资的发展，在既有企业组织外部产生一个符合创业企业成长要求的资源支持系统，推动了原有技术创新系统由“慢速溢出”到“快速溢出”的变革，从而使得国家整体技术创新能力得到大幅度的提升。丁文莉 (2004) 应用动态规划模型与时间序列分析法研究得出，创业投资与技术创新之间存在长期的正相关关系。胡海峰 (2004) 认为创业投资通过对资源的优化配置，扶持了高新技术的发展和应用，创业投资股票市场的发展壮大还带动了投资者对技术型创业企业的投资热潮，股票市场也创造了巨大的财富效应。万坤扬 (2006) 对美国与中国的创业投资数据和替代技术创新的专利数据，进行了单位根检验和协整性检验，检验结果显示创业投资与技术创新之间存在协整关系。

王雷、党兴华 (2008) 应用典型相关分析对我国 1994—2006 年间的数据进行实证研究，分别比较分析我国 R&D 经费支出与创业投资对技术创新与高新技术产业的支撑作用，研究发现，我国创业投资与技术创新以及高新技术产业的发展均具有一定的正相关性。但在分析中还发现了三个问题：①专利授权数在典型相关方程中的典型荷载不显著；②R&D 经费支出对技术创新与高新技术产业发展的影响要强于创业投资；③典型结构分析中专利授权数的典型相关系数最小。研究结果表明，相对于发达国家而言，我国风险资本对技术创新与高新技术产业的贡献并不十分显著。

造成这种局面的原因是多方面的，但关键的一点是创业投资治理机制的缺乏或不完善，长期忽视了投资后的内部治理机制问题。

治理机制的缺乏或不完善必然降低投资的预期收益，增加投资风险，

造成创业投资基金的供求脱节。许多有项目的创业者找不到资金，而握有风险资本的人又找不到好项目，再加上其他一些客观原因，大量风险资本投向房地产甚至股市。

创业投资治理机制是创业投资机制的一个重要组成部分，是创业投资成功的保证，直接决定一国创业投资能否健康发展。有效的治理机制是人力资本甄别和激励约束的基础。没有有效的甄别机制，就不能挑选出高能力的人力资本所有者和高质量的项目。激励机制的僵化，风险资本家和创业者将丧失努力工作的积极性和创造性，创业投资的效率必然低下；缺乏有效的约束机制，投资行为就会发生扭曲，机会主义行为频发，导致投资失败。各种治理机制相互联系、相互配合，构成完整的人力资本所有者的甄别、激励和约束体系。这是创业投资发展和壮大的前提。

伴随着我国创业投资业的蓬勃发展，我国学术界也形成了创业投资研究高潮，很多学者从各个层面上对创业投资进行了研究。由于不清楚创业投资微观运行机理的理论基础，对创业投资各种治理机制的关系缺乏总体把握，提出的对策要么缺乏相关治理机制的支持而无法实行；要么照搬国外的做法，忽视了中国国情，对策的有效性值得怀疑。

### 3. 金融危机为我国创业投资业的发展提出了新要求且带来了新机遇

据国外媒体报道，硅谷创业投资者 2008 年 10 月宣称，金融危机已经蔓延至科技领域。2008 年 10 月，旧金山大学企业家计划创立人马克·坎尼斯（Mark Cannice）公布研究报告称，创业投资者信心已经下降至自该大学 2004 年开始调查以来的最低水平。报告显示，2008 年第三季度旧金山湾区创业投资者信心指数从上一季度的 3.07 点下跌至 2.89 点（最高值为 5 点）。通常情况下，创业投资者乐于投资年轻的非上市公司，寄望于在这些公司上市被收购时从中获利。坎尼斯称，当前创业投资者信心下跌的原因有两个，一是整体经济形势恶化，二是 IPO（首次公开募股）及并购活动稀少。他指出，整体经济的恶化已令创业投资者乐于投资的创业公司商业活动减少，IPO 和并购活动的稀少则令其无法套现对这些公司的投资。

随着资本市场的调整，全球金融危机对创业投资行业的几个关键环节——募集资金、投资理念、项目选择、融资退出和增值服务等方面的影响也逐渐显现，同时也将促使国际和国内的创业投资机构为应对投资与管



理的现状与未来作出策略调整。为了规避风险需要加强创业投资与创业企业的微观治理机制，治理的核心是有效分配企业控制权，以形成有效实施监督控制风险的控制权结构。

同时，金融危机也给创业投资业发展带来了新机遇与新要求。金融危机孕育国内创业投资机遇——“受美国金融风暴影响，今年互联网领域的创业投资项目下降非常明显”。上海科技投资有限公司总经理陈伟丰并没有因此感到悲观，反而认为这是一个机遇，认为挤掉泡沫后，国内较弱小的创业投资也能介入更好的项目，可能得到更好的回报。新加坡中星资本总经理丁学文甚至认为，在西方世界面临产业升级的瓶颈时，中国可能为世界经济的复苏提供契机。

要迎接这样一个发展机遇，国内的创业投资还有很多课要补，先要加强投资的微观治理机制这个核心，以便将来在经济恢复后重获生机，迎来更有前景的下一轮发展。在这个阶段，具有核心竞争力的创业企业将更显宝贵。

在金融危机下，企业信用对于融资作用更大，强化中小企业治理结构，使其信息管理制度化、规范化，有利于信息披露，增强信用评级可操作性；同时，要加强中小企业内部信用制度建设，营造信用环境，使中小企业成为各类商业机构积极服务的对象，以提高中小企业对金融机构的吸引力（袁境，2009）。

#### 4. 创业板的推出必将引起创业投资新一轮的发展

创业板于2009年推出，这对于苦苦等待了十数年之久的中国创业投资行业而言，是最大的政策性利好。创业板推出，将为我国创业投资业带来一次历史性发展机遇。创业投资和创业板是一对“孪生兄弟”，多层次资本市场的建立将为创业投资资本提供灵活而直接的退出通道，将促进创业投资事业的发展。创业投资事业的发展，又将不断孵化科技成果和前景良好的成长型创新企业，为创业板和资本市场培育优秀的上市资源，从而促进多层次资本市场扩大容量、优化结构、提高质量。这是一种相得益彰的关系。这种关系一旦确立，将产生很多积极的效果。其一，加快科技成果的转化，促进高科技企业的发展。我国每年新专利技术就有7万多项，但专利技术的实施率只有10%左右，科技成果转化率为商品并取得规模效益的比例为10%~15%，而发达国家这一比例一般可达到60%~80%，创业板