



中国创业资本制度演化论

● 胡振兴 马德水 著



中国科学技术出版社
CHINA SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

中国创业资本制度演化论

胡振兴 马德水 著

中国科学技术出版社

·北 京·

图书在版编目 (CIP) 数据

中国创业资本制度演化论 / 胡振兴, 马德水著. —北京:
中国科学技术出版社, 2016.11
ISBN 978-7-5046-7292-6

I. ①中… II. ①胡… ②马… III. ①企业管理—资
本经营—研究 IV. ① F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 269443 号

策划编辑	杨虚杰
责任编辑	胡 怡
装帧设计	中文天地
责任校对	杨京华
责任印制	马宇晨

出 版	中国科学技术出版社
发 行	中国科学出版社发行部
地 址	北京市海淀区中关村南大街16号
邮 编	100081
发行电话	010-62173865
传 真	010-62179148
网 址	http://www.cspbooks.com.cn

开 本	720mm × 1000mm 1/16
字 数	330千字
印 张	22.75
版 次	2016年11月第1版
印 次	2016年11月第1次印刷
印 刷	北京京华虎彩印刷有限公司
书 号	ISBN 978-7-5046-7292-6 / F·825
定 价	51.00元

(凡购买本社图书, 如有缺页、倒页、脱页者, 本社发行部负责调换)

■ 前言 >>

经济新常态下，大众创业、万众创新的热潮，席卷华夏大地。支持创业与创新的创业资本，敢问路在何方？契合制度创新、科技创新、金融创新、管理创新的创业资本，以其与生俱来的社会资本放大机制、科技成果转化机制、金融风险防控机制和新生企业孵化机制，成为高新技术产业发展的“催化剂”和“助产士”。目前，科技（知识、信息）、金融（资本）、管理（劳动）作为社会生产力中重要、活跃的因子，以亘古未有的速度在对接，在互动，其有效耦合，离不开创业企业的快速发展，也离不开创业资本的强力支撑。然而，对比中国与美国和德国的创业资本运营模式及其效率，存在较大差异，究其根源是创业资本制度差异，其中最主要的是创业资本制度演化差异。

创业资本制度演化是对构成创业资本制度框架（规定、准则及其实施组合）的边际调整过程，是新的创业资本制度产生并改变、扬弃、否定、替代旧的创业资本制度的动态转换轨迹，源起于创业资本制度演化主体的理性计算，贯穿于创业资本制度需求与创业资本制度供给之间的均衡运动始终，其中以追求潜在收益为导向的创业资本制度需求是创业资本制度演化的主导，以降低现行成本为目的的创业资本制度供给是创业资本制度演化的基础。

目前，世界上存在两种泾渭分明的创业资本制度演化模式。供给主导的强制性创业资本制度演化符合萨伊主张的供给决定需求原理，以政府作为初级行动集团，政府驱动，自上而下，是激进式的存量革命。需求主导的诱致

性创业资本制度演化，符合凯恩斯提倡的需求引致供给定律，以政府作为次级行动集团，市场驱动，自下而上，是渐进式的增量改革。不难看出，两种模式各有优势。前者趋向于骤风暴雨，刮骨疗毒，具有立竿见影、规模效应、成本节约等优势，作用过程快。后者成本分摊向后推移，制度演化顺序是先易后难，先急后缓，先试点后推广，先外围后内核，先经济后政治，循序渐进，作用过程较慢。前者是后者存在与发展的前提，后者是前者建立与完善的保障。

目前，我国创业资本制度演化的现实发展情况是，制度过剩与制度短缺的双重“制度性壁垒”同时并存，极大影响科技成果与新兴产业、科技人员与创新项目、科技进步与经济发展的对接。究其原因：我国是一个处在转型时期的发展中国家，创业资本市场仍处于初级阶段。

目前，我国创业资本制度演化的理论研究情况是，研究思路侧重于创业资本募集制度、创业资本投营制度和创业资本蜕出制度以及创业资本制度演化的影响因子，研究方法偏向于规范分析，缺乏对创业资本制度演化程度的实证检验。究其原因：一是创业资本制度演化是一项复杂的系统性工程，涉及多层面、多角度、多阶段；二是创业资本制度演化的有关实践统计数据不全，甚至有点匮乏，对其进行系统、全面、深入研究，难度大、成本大、风险大。

现实发展和理论研究情况告诉我们，及早推动创业资本制度演化步入良性轨道，是一个亟待解决的重大课题，其重要性、紧迫性和艰巨性不言而喻。有鉴于此，本书重点研究了创业资本制度体系（契约、市场）、创业资本制度演化机理（要素、动力）和中外创业资本制度演化模式（美德、中国），试图探索创业资本制度演化的基本路径，试图寻求创业资本制度演化的突破口，试图构建具有中国特色的创业资本制度演化的理想模型。这一研究，对推动创业资本主动面对、及早适应经济新常态，促进资本市场多层次建设，完善创业金融、科技金融和区域金融，具有较大的理论价值和现实意义。

全书共分九章：

一、绪论。通过梳理相关国内外研究文献发现，不同国家创业资本制度模式及其效率之所以有较大差异，是因为创业资本制度有差异，尤其是创业资本制度演化有差异。

二、研究的理论基础。从新制度经济学的基本假设出发，追溯了制度变迁理论、代理理论和产权理论，并对博弈论（含信息经济学）、企业金融成长周期理论、区域经济理论和技术创新理论的精粹进行了系统归纳。为便于撰写，对创业资本、创业资本市场、制度、体制、机制和制度演化，做了相应界定。

三、创业资本制度框架。分为创业资本运营的财务契约和创业资本市场的金融体制。前者是从创业资本运营者的内部经济活动来观察的。一个完整的创业资本运营过程分为创业资本募集、创业资本投营和创业资本蜕出三个阶段，分别采取货币资本、股权资本和产业资本三种形态，分别履行价值发现、价值创造和价值实现三种职能。后者是从创业资本运营者的外部交易环境来观察的。从创业资本运营过程来看，涉及创业资本募集与养老基金的互动、创业资本投营与技术创新的耦合、创业资本蜕出与股权交易的对接。

四、创业资本制度演化机理。创业资本制度演化本质是外部性内部化过程。直接创新主体是创业投资者、创业金融家和创业企业家，间接创新主体是政府。创业资本制度演化动因是制度供求不均衡。但是，创业资本制度演化存在惯性与时滞。创业资本制度演化动力有内生原动力和外生驱动力之分。驱动力分为诱致性驱动力和强制性驱动力。前者起基础、主导性作用；后者起辅助、加速性作用。

五、中外创业资本制度演化模式。在上述基础上，引证了美国和德国典型的创业资本制度演化模式，并进行了比较。我国创业资本制度演化的理想模型是两级行动团体和双层制度安排，中国特色的创业资本制度演化的突破口是突破制度过剩与制度短缺并存、双向的“制度性壁垒”。

六、中国创业资本制度演化评价。通过对我国区域创业资本制度演化程

度进行检验，发现我国各地区创业资本制度演化程度参差不齐。总体来说，创业资本运营较活跃的地区，创业资本制度演化程度较高，呈现“东高西低”的分布格局。

七、国家高新区创业资本制度演化。通过对六个国家自主创新示范区创业资本制度演化程度的检验，发现我国国家高新区创业资本制度演化程度悬殊，这与各国家高新区的成立时间、地区分布、产业集群等差异有关，排除这些因素的影响，政府应积极调整政策引导方向，使各国家高新区创业资本供给与需求相匹配，实现均衡、协调、可持续发展。

八、国家大学科技园创业资本制度演化。通过对国家大学科技园创业资本制度演化程度的检验，发现我国国家大学科技园创业资本产出能力、支持能力比较均衡，创业资本投入能力、创业资本营运能力发展很不平衡，这表明我国国家大学科技园发展依然存在资金不足和人才匮乏现象，国家大学科技园必须讲究均衡发展，避免出现短板。

九、余论。先基于实证结论提出加大创业资本供给推进力、需求拉动力和供求黏合力的有关政策，后对本研究的基本观点、主要创新、研究不足与未来研究方向进行了梳理。

■ 目录 >>

第一章 绪论	1
第一节 研究动因	2
一 选题背景	3
二 研究目的	11
三 研究意义	11
第二节 研究综述	14
一 对创业资本市场因子的研究	15
二 对创业资本运营模式的研究	16
三 综合述评	30
第三节 研究框架	31
一 总体内容	32
二 研究思路	34
三 研究方法	35
 第二章 研究的理论基础	 37
第一节 相关基本理论	37
一 制度变迁理论	37
二 代理理论	48
三 产权理论	55

四 博弈理论	60
五 企业金融成长周期理论	62
六 区域经济理论	65
七 技术创新理论	68
第二节 有关概念界定	71
一 创业资本	71
二 创业资本市场	92
三 制度、体制与机制	98
四 制度演化	102
 第三章 创业资本制度框架	 105
第一节 创业资本运营与财务契约	105
一 创业资本募集契约	105
二 创业资本投营契约	123
三 创业资本蜕出契约	140
第二节 创业资本市场与金融体制	146
一 创业资本供给体制：创业资本募集与养老基金的互动	147
二 创业资本需求体制：创业资本投营与技术创新的耦合	157
三 创业资本出清体制：创业资本蜕出与股权交易的对接	165
 第四章 创业资本制度演化机理	 172
第一节 创业资本制度演化要素	173
一 创业资本制度演化主体	173
二 创业资本制度演化动因	174
三 创业资本制度演化形式	177
四 创业资本制度演化惯性	180
五 创业资本制度演化时滞	182

第二节 创业资本制度演化动力	184
一 创业资本制度演化的内生原动力	184
二 创业资本制度演化的外生驱动力	185
 第五章 中外创业资本制度演化模式	195
第一节 美德创业资本制度演化模式	195
一 美德创业资本制度演化模式的比较	195
二 两种创业资本制度演化模式的差异根源	203
第二节 中国创业资本制度演化模式	204
一 中国创业资本制度演化现状	205
二 中国创业资本制度演化的障碍及成因	214
三 中国创业资本制度演化模式的现实选择	216
 第六章 中国创业资本制度演化评价	217
第一节 评价模型	217
一 基本假设	217
二 样本选取	221
三 变量说明	221
第二节 实证分析与结果	223
一 因子分析	223
二 多元回归分析	229
三 实证结果及分析	232
 第七章 国家高新区创业资本制度演化	234
第一节 我国国家高新区创业资本市场发展现状	234
一 国家高新区发展现状	234
二 国家高新区创业资本市场的发展机遇	239

第二节 国家高新区创业资本与产业升级的契合机理	246
一 创业资本支持技术创新	246
二 技术创新促进产业升级	250
三 技术创新媒介从创业资本到产业升级的传导过程	253
第三节 国家高新区创业资本制度演化评价	254
一 评价指标与评价方法	255
二 评价结论与政策建议	265
 第八章 大学科技园创业资本制度演化	 271
第一节 大学科技园创业资本市场发展现状	271
一 大学科技园发展现状	271
二 大学科技园创业金融的蓬勃发展	275
第二节 创业投资主导国家大学科技园创业金融	284
一 国家大学科技园创业金融体系的目标模式	284
二 创业投资主导国家大学科技园创业金融的主要原因	288
三 创业投资主导国家大学科技园科技金融的基本机制	289
第三节 国家大学科技园创业资本制度演化评价	293
一 评价指标与数据来源	293
二 评价方法与评价模型	295
三 评价过程	296
四 评价结论	302
五 改进对策	306
 第九章 余论	 312
第一节 加快中国创业资本制度建设的有关政策	312
一 加大创业资本制度需求拉动力	313
二 加大创业资本制度供给推进力	315

三 加大创业资本制度供求黏合力	320
第二节 结论与展望	322
一 基本观点	322
二 主要创新点	326
三 不足与展望	327

第一章 绪 论



高新技术企业（new high-tech enterprise, NHTE）作为创新创业的领跑者，其高速发展离不开社会资本的强力支撑，离不开创新技术的持续推动，离不开社会资本与创新技术的高度耦合。契合了制度创新、科技创新、金融创新和管理创新的创业资本（venture capital, VC）横空出世，以其与生俱来的社会资本放大机制、科技成果转化机制、金融风险防控机制、新生企业孵化机制，已然成为高新技术产业发展名副其实的“催化剂”和“助产士”^[1]。显然，技术、知识、信息、资本、管理作为社会生产力中最重要最活跃的因子，其有效对接、互动与耦合，也离不开创业企业的健康稳定持续发展，离不开创业资本制度的强力支撑。当前，我国大众创业、万众创新的热潮席卷整个华夏大地，支持创新创业的创业资本，敢问其路在何方？对比中国与其他国家（美国和德国）的创业资本运营模式及效率，存在较大差异，究其根源是创业资本制度差异，最终取决于创业资本制度演化差异。更重要的是，目前我国创业资本制度（venture capital system, VCS）演化过程中，存在制度过剩与制度短缺的双重“制度性壁垒”。因此，促使创业资本制度演化及早步入良性轨道，打破双向“制度性壁垒”的藩篱，是一个亟待解决的重大课题，其重要性、紧迫性和艰巨性不言而喻。

第一节 研究动因

从研究的视角，创业资本作为资本市场中一种支持创新创业的新型资本形态，其素以高风险性和高收益性而著称，已成为成千上万学者关注的焦点。然而，国内外学者对创业资本的研究一直滞后于其实践的发展，对创业资本制度发育的研究更是凤毛麟角。目前，学术界对创业资本的研究虽已取得丰硕理论成果，但仍然处于初级阶段，对创业资本制度发育的系统性研究更是星星之火，远远未形成燎原之势，究其原因：一是创业资本制度发育涉及多层面、多角度、多阶段，是一项复杂的系统性工程，从而对其进行系统性研究困难重重；二是实践中创业资本运营的有关统计数据不健全，甚至极度匮乏，从而对其进行实证研究更是成本高、难度大。但是，由于创业资本在当代经济社会中担当着不可或缺重要角色，实践中正转向“官导民办”的轨道，对理论指导产生了迫切需求，有鉴于此，本书选择以创业资本制度演化作为研究对象，并以创业资本制度演化机理、演化模式、演化程度评价（总体评价、高新区评价、大学科技园评价）为研究主线，试图寻求创业资本制度演化的突破口，构建具有中国特色的创业资本制度演化的理想模型。这一研究，对加快实施创新驱动发展战略，发挥市场在资源配置中的决定性作用，破除一切制约创新的思想障碍和制度藩篱，激发全社会创新活力和创造潜能，提升劳动、信息、知识、技术、管理、资本的效率和效益，强化科技同经济对接、创新成果同产业对接、创新项目同现实生产力对接、研发人员创新劳动同其利益收入对接，增强科技进步对经济发展的贡献度，营造大众创业、万众创新的制度环境，进而打造培育经济增长的新引擎，构筑参与国际竞争的新优势，推动形成可持续发展的新格局，促进经济发展方式的真正转变，具有重大的理论价值与现实意义。

一 选题背景

1. 加快实施创新驱动发展战略日益重要

当前,“新常态”(new normal)已成为描述整个中国经济发展总体态势的一个使用频率非常高的概念,“中高速”、“结构优化升级”、“创新驱动”是“新常态”的三个关键词,也是对其内涵的最恰当诠释。中国经济在经历了30多年的高速增长之后,合乎规律地要阶段性有所变化,在经历了几年的增速下行之后,并没有完成探底过程,现在进入“新常态”是要继续完成这样一个探底。在完成探底的过程中,中央已明确地把当下局面表述为“三期叠加”:一是增长速度的换挡期,二是经济结构调整的阵痛期,三是前期刺激政策的消化期。其中,增长速度进入换挡期是由经济发展的客观规律决定的;结构调整面临阵痛期是加快经济发展方式转变的主动选择;前期刺激政策消化期是化解多年来积累的深层次矛盾的必经阶段。然而,目前我国正处于改革攻坚克难的推进期,又恰逢“三期叠加”,意在强调全民必须充分发挥主观能动性,形成全民创新、万众创业的热潮,培育经济增长的新引擎。

在全球化时代,国际竞争与合作的大背景下,“走创新型国家道路”已成为我国的一个基本国策。首先,管理要创新;其次,科技要创新。显然,管理创新和科技创新已有互动,较好的管理能够激励各个行业、各个企业中可能成为创新者的个人,更好地发挥其创新活力与潜力。但是只讲这两个层次的创新还远远不够,从宏观的角度看,制度创新也至关重要。因此,“新常态”之下,一方面必须紧抓制度创新,释放制度红利,通过制度安排、运行机制的创新,从而打开管理创新和技术创新的空间,进而充分调动全民创新创业的积极性;另一方面制度安排、机制建设所带来的创新驱动,应该合成制度创新、管理创新、科技创新互动的发展潮流,来支撑经济发展的“新常态”。最终基本形成适应创新驱动发展要求的制度环境,使创新驱动发展战略真正地落地:人才、资本、技术、知识自由流动,企业、

科研院所、高等学校协同创新，创新活力竞相迸发，创新成果得到充分保护，创新价值得到更大体现，创新资源配置效率大幅提高，创新人才合理分享创新收益。

2. 技术创新的环境与导向有待优化和转变

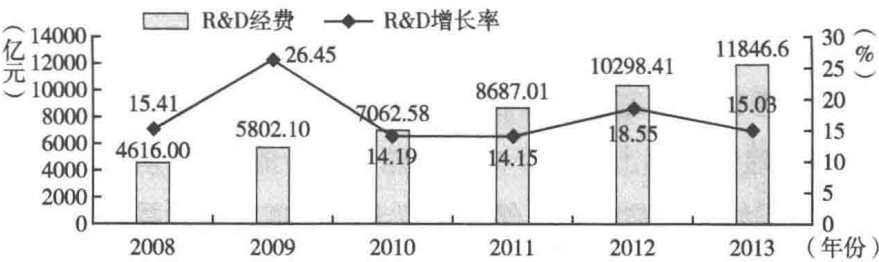
创新导向是指谁在技术研发方向、路线选择、要素价格、要素配置中发挥决定性作用，那么创新导向是政府还是市场？从研发机制来看，发达国家和新兴工业化国家 R&D 的来源结构模式虽有差异性，但就其共性而言，一般都经历了政府主导、政府与企业双向主导、企业主导等几个发展阶段，最终形成企业 R&D 投入占 2/3，政府 R&D 投入占 1/3 的来源结构。目前，我国研发投入的形成机制和实现机制基本上实现了由政府主导向企业主导的转变（见表 1.1），而且 R&D 经费保持高速增长（见图 1.1），R&D 经费投入强度进入全球前列（见图 1.2）。科技政策来看，我国偏重于提高科研能力，但在提高科技吸收能力、促进技术的转化与扩散等方面仍存在较大不足（见表 1.2）。此外，政府还过多主导研发投资，导致研发产品的交易受到限制。R&D 投入是一项复杂的经济活动，与一般的投资活动存在较大差别，R&D 投入多少、投资领域、R&D 投入强度等都存在客观规律。实践表明，只有市场机制才能有效地确定研发投入的方向、数量和结构。与政府主导相比，市场主导的研发导向机制优势主要体现在：一是既有利于发明，又有利于创新，其独特之处在于创新而非发明；二是研发投入更有效率；三是研发机制更有利于减少不确定性和分散风险。美国经济学家 William Jack Baumol 也曾在《资本主义的增长奇迹——自由市场创新机器》一书中阐述了经济增长的发动机最终依赖于制度规则，自由市场的资本主义或许不是最优的技术进步体制，但和其他的经济制度比却是最不坏的制度。因此，要建立技术创新的市场导向机制，营造激励创新的公平竞争环境需先行，发挥市场竞争激励创新的根本性作用，营造公平、开放、透明的市场环境，强化竞争政策和产业政策对创新的引导，形成优胜劣汰的筛选机制，最终使市场对技术研发方向、路线选择和要素配置中起

决定性作用，促成企业真正成为技术创新决策、研发投入、科研组组织和成果扩散与转化的主体。

表 1.1 全国 R&D 经费支出按来源和执行部门分（2005—2013，%）

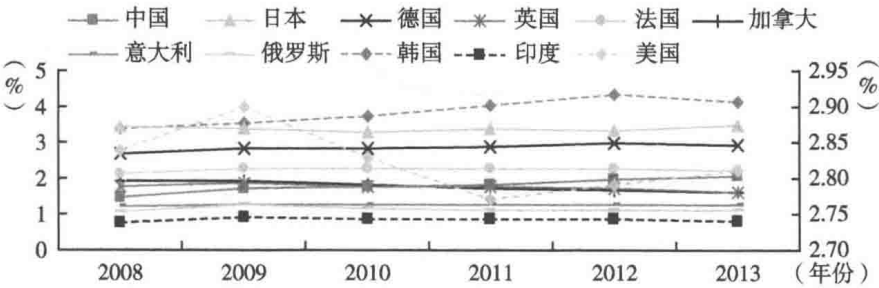
来源 年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
政府	26.34	24.70	24.60	23.60	23.40	24.02	21.68	21.57	21.10
企业	67.04	69.10	70.40	71.70	71.70	71.69	73.93	74.04	74.60
海外	0.93	1.60	1.40	1.20	1.30	1.30	1.34	0.97	0.90
其他	5.69	4. 60	3.70	3.40	3.50	2.99	3.08	3.41	3.40

数据来源：中国科技统计网站



数据来源：中国科技统计网站

图 1.1 全中国 R&D 经费投入总额（2008—2013）



数据来源：中国科技统计网站

图 1.2 部分国家 R&D 经费支出（2008—2013）