

国家自然科学基金重点项目(NO. 70830030)

吉林省杰出青年基金项目(NO. 995516)

蔡 莉 杨如冰 著

风险资本市场的 生成与演进研究

中国社会科学出版社

国家自然科学基金重点项目(NO.70830030)

吉林省杰出青年基金项目(NO.995516)

蔡 莉 杨如冰 著

风险资本市场的生成与演进研究

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

风险资本市场的生成与演进研究/蔡莉, 杨如冰著.
北京: 中国社会科学出版社, 2003.5
ISBN 7-5004-3905-9

I. 风… II. ①蔡…②杨… III. 资本市场-研究
- 中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 033279 号

责任编辑 任 明
责任校对 郭 娟
封面设计 王 华
版式设计 炳 图

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

电 话 010-84029453

传 真 010-64030272

网 址 <http://www.csspw.com.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京奥隆印刷厂

装 订 三河鑫鑫装订厂

版 次 2003 年 5 月第 1 版

印 次 2003 年 5 月第 1 次印刷

开 本 850 × 1168 毫米 1/32

印 张 10.875

插 页 2

字 数 269 千字

印 数 1-2000 册

定 价 25.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

作者简介

蔡莉 女，满族，1960年生，我国技术经济专业第一位博士。现任吉林大学管理学院院长、博士生导师、中国技术经济研究会常务理事、中国科学学与科技政策研究会常务理事。主要研究领域为高技术产业化、风险投资和创业企业管理，是我国较早从事高技术产业化研究的学者之一，2000年国家杰出青年基金获得者。曾在美国 Carnegie Mellon University 和 Babson College 作高级访问学者。主持多项国家、省部级课题，出版专著4本，发表学术论文近百篇。

杨如冰 女，1975年生。研究方向为高新技术产业化的金融支持，师从蔡莉教授参与多项国家和省部级课题的研究。2002年获技术经济及管理专业博士学位，中国注册会计师资格。先后在中央财经大学证券期货研究所、国家科技部科技型中小企业技术创新基金管理中心、北京赛迪创业投资公司从事研究和实务工作，发表学术论文10余篇。

前 言

近年来，风险投资以其投资行为的独特性及其与高技术产业发展的特殊关联性在实践中发展迅速，伴随着这种投资行为产生的是一个新兴的资本市场形态——风险资本市场，它是成长型中小企业进行股权融资的市场，它由传统资本市场变迁而来，同时又与传统资本市场有着显著的区别。随着风险投资活动被发源地美国以外的国家所效仿，风险资本市场也在世界许多国家出现并得到了程度不同的发展，呈现出不同的特点。本书所要探寻的是在风险资本市场异彩纷呈的表象下面存在的固有规律，并在掌握这种固有规律的基础上，寻找我国风险资本市场发展的合理路径。本书系国家自然科学基金重点项目和吉林省杰出青年基金项目研究成果，研究建立在丰富的文献和史实的基础之上，对风险资本市场的理论和实践具有重要意义。

风险资本市场是一个由非正式的风险资本市场、有组织的风险资本市场和面向成长型中小企业设立的创业板市场共同组成的多层次的新兴资本市场，它的本质属性是一种提供服务的制度，因而我们将其纳入了制度变迁的研究范畴。本书将制度变迁理论引入风险资本市场生成的系统研究，对风险资本市场生成的诱因给出了制度经济学的解释。采用分工理论和交易费用理论对风险资本市场的演进逻辑进行了研究，并分析了风险资本市场体系层次化演进所带来的结果。提出了风险资本市场内部循环机制和自我组织模型。对风险资本市场效率问题进行了系统的研究，提出了

风险资本市场的五大功能，提出了风险资本市场效率的定义，构建了风险资本市场效率模型。建立了风险资本市场效率直接和间接评价模型，并对美国和日本风险资本市场的效率进行了比较研究。利用本书的研究结果，对我国风险资本市场的发展进行了前瞻性的分析，提出了促进我国风险资本市场有效演进的策略。

应该说，风险投资的历史并不长，即使是在传统风险投资的发源地美国，其历史也不过短短 60 余年的时间，比起经济学很多研究领域，比如商业发展史、农业工业经济发展史、甚至传统资本市场的发展史，风险资本市场的生成和演进研究，在时间跨度上怎么说都是短暂的。当初在定下这个论题的时候，我们并没有感觉到它的沉重。然而，当我们信心十足地踏入这段短短的历史时，我们开始惊讶于它的纷繁，也苦恼于它的年轻，由于特殊的投资对象和投资方式以及由此产生的特殊结果，这个市场涵盖了社会、技术、经济、甚至政治的内在逻辑。

近两年的思考和写作，不断地让我们一次次地感到自己的浅薄和渺小，也一次次地让自己的视野扩大一些，再扩大一些。因为这个市场的年轻，积累的历史资料太少，我们只能如考古人员一样，试图在零零星星的材料中找出发展的蛛丝马迹。也正因为它的年轻，使我们在刻画其发展规律的时候不免有些心虚，毕竟市场的长期趋势线尚未明显地形成，我们现在所能看到的只是几十年来的轨迹，这对一个市场将要展开的上百年甚至上千年的演进（如果有的话），仅仅是短短一瞬或者只是一个序幕。

所以，在这本书即将出版的时候，我们并没有感到想像的轻松，因为，在时间面前，我们的这些文字将接受最铁面无私的考验，我们期待着得到证实的喜悦，也准备着面对我们力不能及的缺陷。不管怎样，都是值得欣慰的，因为在这个市场还是在青春期的时候，忠实记录它的发展历程并进行客观的分析，对它的成长直至成熟是具有基础性意义的。

感谢中央财经大学金融系贺强教授；感谢国家科技部火炬中心赵玉海主任、科技型中小企业创新基金管理中心邝青处长，在本书的写作期间，他们为作者的研究提供了许多无私的帮助和热情的鼓励。

非常感谢承担项目研究任务的吉林大学管理学院课题组的刘晓宏博士、左红英硕士、李雪灵博士和费宇鹏博士等全体成员，感谢吉林大学管理学院赵英才教授、郭立夫教授、葛宝山教授、张少杰教授、孙裕君教授和杨杰教授，本书的创作和完善凝结着他们的智慧和汗水。

特别感谢国家自然科学基金委和吉林省科技厅对课题研究的资助。

目 录

第一篇 风险资本市场概述

第一章 绪 论	(3)
1.1 问题的提出	(3)
1.2 研究的意义	(4)
1.3 研究方法论	(5)
1.4 主要研究内容及结构安排	(6)
第二章 风险资本市场相关研究成果综述	(9)
2.1 国外研究现状综述	(9)
2.1.1 微观层面的研究	(9)
2.1.2 宏观层面的研究	(17)
2.2 国内研究现状综述	(28)
2.2.1 风险投资的基础研究	(28)
2.2.2 针对风险资本市场的初步研究	(30)
2.3 国内外研究简要评述	(32)
第三章 风险资本市场的概述	(36)
3.1 风险资本市场的界定	(36)
3.2 风险资本市场的参与主体	(40)
3.2.1 风险资本供给主体	(41)
3.2.2 风险投资机构	(44)
3.2.3 风险资本需求主体	(45)
3.2.4 中介服务机构	(48)
3.3 风险资本市场的特征	(51)

3.4 风险资本市场的功能	(53)
3.4.1 资源配置功能	(53)
3.4.2 提供企业家才能的甄别机制	(55)
3.4.3 支持企业的社会试验	(57)
3.4.4 提供 Pre-IPO 制度	(58)
3.4.5 扩大资本市场的有效边界	(59)

第二篇 风险资本市场的生成、演进及效率研究

第四章 风险资本市场的生成研究	(65)
4.1 研究范畴的说明	(65)
4.2 制度变迁理论的引入	(65)
4.2.1 制度的阐释	(66)
4.2.2 制度变迁的需求/供给分析框架	(67)
4.2.3 制度变迁的原则和一般过程	(68)
4.2.4 制度变迁的方式	(70)
4.3 风险资本市场生成的诱因	(72)
4.3.1 一个理想的资本市场	(72)
4.3.2 传统资本市场对风险企业的“理性歧视”	(73)
4.3.3 传统资本市场制度非均衡产生的原因	(77)
4.3.4 传统资本市场制度非均衡带来的外部收益	(79)
4.4 风险资本市场生成的典型方式	(82)
4.4.1 关于制度变迁方式的理论	(82)
4.4.2 风险资本市场生成方式分类	(86)
4.5 风险资本市场生成方式选择模型的构建	(88)
4.5.1 诱致性生成与强制性生成的选择模型	(88)
4.5.2 不同行为主体的收益—成本分析	(90)
4.5.3 外部环境的说明	(91)
4.5.4 选择模型的解释	(95)

4.6 实证研究——中美风险资本市场生成方式比较	(98)
4.6.1 美国风险资本市场的生成历史	(99)
4.6.2 美国风险资本市场生成的模型解释	(103)
4.6.3 中国风险资本市场的初具雏形	(105)
4.6.4 中国风险资本市场初具雏形的模型解释	(108)
第五章 风险资本市场的演进研究	(115)
5.1 研究范畴的说明	(115)
5.2 专业投资中介的出现	(116)
5.2.1 非正式的风险资本市场的特征	(117)
5.2.2 非正式的风险资本市场无中介状态	(118)
5.2.3 专业投资中介出现的动因	(120)
5.2.4 有组织的风险资本市场的特征	(126)
5.3 创业板市场的形成	(129)
5.3.1 创业板市场的主要特征	(129)
5.3.2 创业板市场形成的动因	(131)
5.3.3 市场原有层次的影响	(137)
5.4 风险资本市场层次的形成及结果	(140)
5.4.1 风险资本市场层次的形成	(140)
5.4.2 内部循环机制的建立——风险资本市场层次化的结果	(144)
5.5 风险资本市场交易组织的演进	(149)
5.5.1 风险投资机构的演进	(149)
5.5.2 特殊中介 (gatekeeper) 的出现	(155)
5.5.3 业绩评价机构的出现	(156)
5.5.4 信息服务机构的产生	(157)
5.6 风险资本市场的自组织行为	(159)
5.6.1 自组织的相关概念	(160)

5.6.2 风险资本市场自组织行为的分析	(161)
5.7 风险资本市场演进的环境约束	(164)
第六章 风险资本市场的效率研究	(167)
6.1 资本市场效率研究概述	(167)
6.1.1 以信息效率为核心的资本市场效率研究	(167)
6.1.2 以资源配置效率为核心的资本市场效率研究	(169)
6.1.3 两类资本市场效率研究评述	(171)
6.2 风险资本市场效率的理论分析	(173)
6.2.1 风险资本市场效率的内涵	(173)
6.2.2 风险资本市场效率模型的建立	(174)
6.2.3 高效风险资本市场所具备的要素	(177)
6.3 风险资本市场效率的评价方法	(181)
6.3.1 风险资本市场效率的直接评价	(181)
6.3.2 风险资本市场效率的间接评价	(183)
6.4 美日风险资本市场效率的比较研究	(187)
6.4.1 美日风险资本市场概况比较	(187)
6.4.2 美日风险资本市场效率的非完全直接评价	(191)
6.4.3 美日风险资本市场效率的间接评价	(192)
6.4.4 美日风险资本市场效率差异的原因分析	(198)

第三篇 我国风险资本市场的实证研究

第七章 我国风险资本市场概述	(207)
7.1 我国风险资本市场现状	(207)
7.2 我国风险资本市场总体评述	(211)
7.2.1 风险资本市场层次单一	(211)
7.2.2 规模扩张与实际投资不对称	(212)
7.2.3 有组织的风险资本市场细分程度低	(214)
7.2.4 风险投资机构组织形式的局限	(214)

7.2.5 市场交易组织的低水平演进	(215)
7.3 我国风险资本市场效率评价	(217)
第八章 中国风险资本市场供给主体实证研究	(219)
8.1 风险资本供给主体分类	(219)
8.2 风险资本根源性供给主体研究	(221)
8.2.1 个人(家庭)	(221)
8.2.2 政府	(224)
8.2.3 企业	(227)
8.2.4 外资	(233)
8.3 风险资本中介性供给主体研究	(241)
8.3.1 养老基金	(242)
8.3.2 保险公司	(244)
8.3.3 银行	(248)
第九章 我国风险资本市场需求主体实证研究	(251)
9.1 高技术小企业的特征分析	(252)
9.1.1 高技术的特点	(252)
9.1.2 高技术小企业特征	(253)
9.2 风险企业家的特征分析	(254)
9.2.1 风险企业家的特征	(254)
9.2.2 风险企业家特征调查	(255)
9.2.3 调查结果的统计分析	(256)
9.3 高技术小企业资金需求现状研究	(260)
9.3.1 研究思路	(261)
9.3.2 理论分析	(261)
9.3.3 实证研究	(268)
第十章 我国风险投资机构实证研究	(281)
10.1 我国风险投资机构概况	(281)
10.2 调研对象简介	(284)

10.3 调研结果总结与分析	(285)
10.3.1 投资机会的发掘和选择	(286)
10.3.2 投资实施	(289)
10.3.3 投资管理	(292)
10.3.4 内部控制	(295)
第十一章 我国风险资本市场演进对策研究	(302)
11.1 我国风险资本市场演进的总体目标	(302)
11.2 我国风险资本市场演进的分阶段目标与梯进策略	(303)
11.2.1 第一阶段目标与策略	(304)
11.2.2 第二阶段目标与策略	(308)
11.2.3 第三阶段目标与策略	(311)
11.3 我国风险资本市场有效演进的基础条件	(314)
11.3.1 改善风险企业的生态位	(314)
11.3.2 从全局的角度出发完善法律环境	(315)
11.3.3 构建健康的信用关系	(317)
11.4 演进中需要协调的三个基础关系	(319)
11.4.1 政府与民间主体的协调关系	(319)
11.4.2 风险资本市场各子市场之间的协调发展	(319)
11.4.3 风险资本市场与传统资本市场的协调发展	(320)
参考文献	(322)

第 一 篇

风险资本市场概述

第一章 绪 论

1.1 问题的提出

近年来，风险投资（Venture Capital）以自身行为的独特性及其与高技术产业发展的特殊关联性不仅在实践中发展迅速，而且在理论研究方面也颇受青睐。由于风险投资具有相当强的实际操作性，大多数的研究秉承“研究致用”的原则，试图在操作层面给出及时的药方，这其中包括宏观的政策和微观的治理，实效性的研究对风险投资的实践产生了重要的作用，风险投资发源地——美国以外的各国，开始纷纷效仿，并对风险投资推动创新性产业的发展寄予厚望。但是，我们同时也看到，许多效仿的行为并没有收到如期的效果，尽管表面上，他们在风险投资移植方面作了几乎与发源国并无二致的安排，其中包括风险投资公司的创建、有限合伙制的引进、创业板市场的建立，等等，但是这些安排或者从一开始或者稍经时间的磨砺就显露出内在的差异，进而导致与预期的偏差。因此，我们不得不开始思考这样一些问题：风险投资是不是一种可以移植的制度？需要什么样的制度环境与之相配合？更深一层，我们可以从独立的风险投资行为拓展开去，从整体的、发展的角度进行重新的思考，既然风险投资是一种投资行为，即一种配置资金的行为，那么，就必然存在与此相应的资本市场，在这个市场中，有风险资本的需求方和供给方，以及连接供需的行为主体（如果更高级的话），实际上，这就是风险资本市场。概括地说，风险资本市场是成长型中小企业进行股权融资的市场，它相对于传统资本市场是一个新兴的市

场，它由传统资本市场变迁而来，同时又与传统资本市场有着显著区别。如果我们将独立的风险投资行为纳入风险资本市场，进而纳入资本市场的体系及其发展的历史，那么，我们或许可能在一个更高的视点，以更宽阔的视角来考察风险投资，从而做出更为全面客观的判断。

1.2 研究的意义

长期以来，对风险资本市场的研究处在一个有定性、无规范的分析环境中，就事论事的多，抽象分析的少，对风险资本市场的政策制定缺乏具有前瞻性的引导。这种状况迫切需要研究者通过理论到实践，再从实践到理论的反复，首先抽象出风险资本市场的生成和演进的逻辑，再规范地分析在这种逻辑下，中国风险资本市场的现实状况，在此基础上，提出我国风险资本市场的演进策略。

与大量的时效性研究相比，对风险资本市场追根溯源的研究少之又少，而且往往只停留在史实描述的阶段，缺乏理论上的诠释。然而，正如保尔·芒图所指出的那样，“它（历史）犹如一条并非经常以同样速度向前流着的河流，有时流得慢，有时流得快，在某些地方变得很窄，以后又大大地铺展开来，有时分成许多分离的支流，有时显得弯弯曲曲好像流回头似的。要描述这条河流，单单做出一张它所经过的各地的名称表是不够的，必须按照它的不规则的，迂回曲折却又连续不断的，好像有一道迫使它流向目的地的斜坡那样的进程绘制出来。”^[1]而且，正是历史性的研究才往往是揭开许多现实问题的关键，对于时效性的研究而言，不仅仅是补充，而且是基础性的。因此，我们希望在风险资本市场的历史性研究方面作初步的尝试。

“从开始发育到现在，风险资本市场经历了曲折的发展过程。