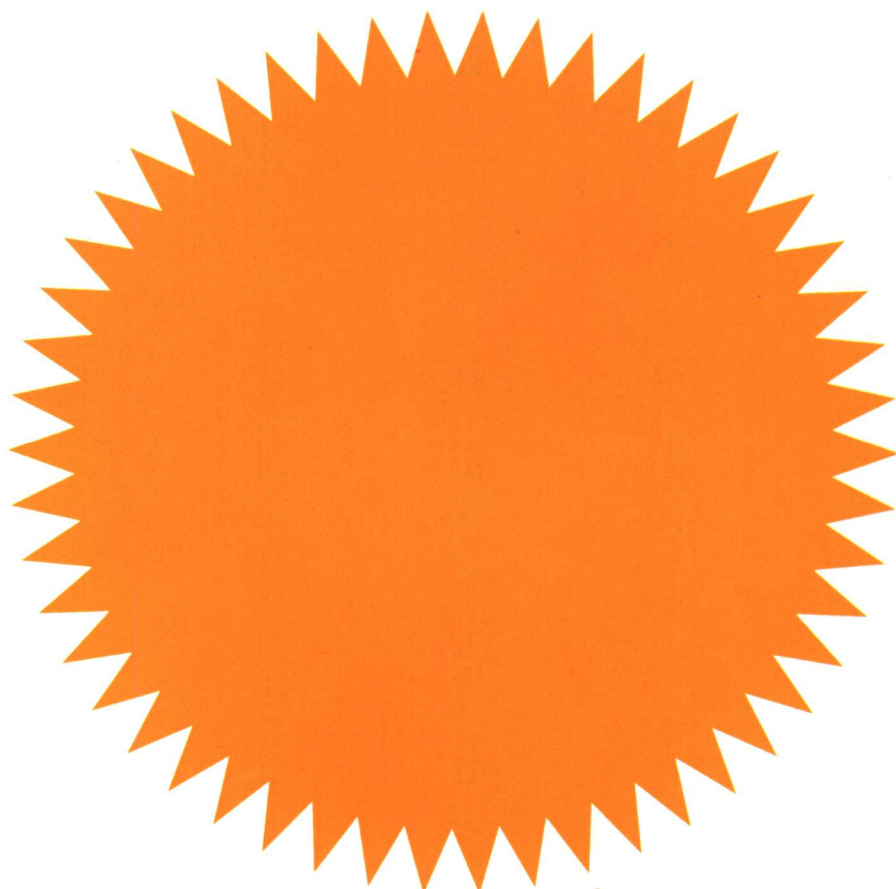


创业资本引导基金： 机理、制度与中国视野

The Leading Fund for the Venture Capital:
Mechanism, Institution and Chinese Views

李万寿 / 著



中国财政经济出版社

创业资本引导基金： 机理、制度与中国视野

**The Leading Fund for the Venture Capital:
Mechanism, Institution and Chinese Views**

李万寿 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

创业资本引导基金：机理、制度与中国视野/李万寿著. —北京：中国财政经济出版社，2006.6

ISBN 7-5005-9100-4

I. 创… II. 李… III. 风险投资—研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 052199 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京清华大学印刷厂印刷 各地新华书店经销

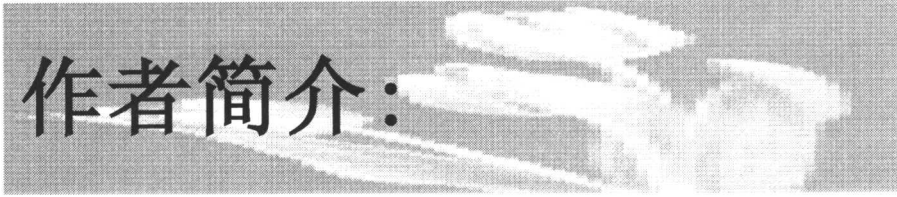
787×1092 毫米 16 开 26 印张 426 000 字

2006 年 6 月第 1 版 2006 年 6 月北京第 1 次印刷

印数：1—1 500 册 定价：52.00 元

ISBN 7-5005-9100-4/F·7917

(图书出现印装问题，本社负责调换)



作者简介:

李万寿，男，1963年9月2日出生，湖北省松滋市人，武汉大学哲学学士、中山大学社会学硕士、西安交通大学管理学博士、中国社会科学院研究生院经济学博士，南开大学兼职教授、湖北工业大学兼职教授、中国社会科学院公共政策研究中心特约研究员、复旦大学创业投资研究中心副主任，现为深圳市创新投资集团公司副总裁，作为我国第1代创业投资人，从事创业投资7年，此前曾在政府经济部门工作13年，被深圳市政府第一批选送到美国进修，在美国CUNY作过访问学者，有10多本经济类著作出版，发表文字超过100万字。

序 言

20 世纪 90 年代首先在美国出现的“新经济”（高增长、低通胀、低失业），使世界经济发生了高速的增长，“三足鼎立”的世界经济格局被打破，美国重新担当起世界经济发展火车头的角色。而以创新为灵魂的新经济的崛起，与 20 世纪初出现的创业资本（Venture Capital）的作用是分不开的。与此同时，我国在“改革开放”和“振兴中华”的大背景下，依次提出了科教兴国、产业升级、创新经济和发展中小企业等一系列发展战略。为了促进这些战略的实施，推进科技创新和科技成果产业化，在国家的推动下，创业资本在中国应运而生，但由于缺乏明晰的创业资本发展战略，创业投资在中国发展艰难。

我国创业投资从 1985 年开始起步，中共中央将发展创业投资写进关于体制改革的文件，1985 年国家批准成立了第一家创业资本运作机构——中国新技术创业资本基金。中国创业投资在发展过程中经过了三个阶段的探索。

探索阶段（20 世纪 80 年代）。由国家为主导把创业资本概念和创业投资运作引进了中国。在这一阶段，科技成果商业化刚刚起步，产业化程度较低，科技创业还处于政策鼓励阶段，一般创业活动对科技成果转化没有产生大量的需求，资本市场还没有建立，产权交易行为受到了大量限制，国家的法律制度处在小心谨慎的调整试点阶段，无法为创业资本运作提供保障和服务。创业资本的供给与运作基本上都是由中央直属的国有企业开创先河、全盘垄断，地方政府尽管有战略上的冲动，但步履维艰，因此在这一时期，中国创业投资总体上不太成功。

启动阶段（20 世纪 90 年代）。由于地方政府具有发展科技产业的内

在推动力，创业企业也有强烈的资本需求，地方政府和国有企业出资陆续建立了一批创业资本运作机构，创业投资得到了一定程度的发展。但基于当时证券市场刚刚起步，高新技术产业刚刚得到发展，政府有关产权交易、技术成果转让及创业资本运作优惠政策也刚刚启动和陆续出台，创业资本市场发育还很不健全，民间资本还不敢大量进入创业投资，因此这一轮创业资本运作仍是政府主导型的运作模式。

发力阶段（21 世纪初期）。创业投资机构经历了新经济调整，一方面，投机型的创业投资机构备受打击，国内刚刚对创业投资产生热情的民间资本遭受霜寒；另一方面，大量的国外创业投资机构经历了新经济泡沫的洗礼，大获丰收。从国家层面看，经济发展遭遇能源“瓶颈”和国际反倾销、能源危机和国际市场空间受压，使得国家快速调整经济增长方式和发展战略，大力发展自主知识产权创新的产业，建设创新型国家。政府意识到创业投资的重要作用，先后修改和出台了一系列的法律法规，包括《公司法》、国务院关于创业投资的暂行规定、国家外管局关于跨境换股的暂行规定、证监会关于股权分置改革等等，从制度建设上为创业投资发展提供条件，创业投资开始进入大发展阶段。

纵观这 20 多年发展历程，中国的创业投资还不够成熟：

一方面，政府作为创业资本的提供者和运作推动者，直接以国有企业和国有控股方式成立创业投资机构，无法有效引入市场化的创业资本机制和资本组织方式；政府替代市场主体直接参与创业投资运作，无法有效地培育出创业投资所需的要素与政府所需要的乘数效应，国有资本难以有效起到放大和杠杆作用；政府没有及时配套创业投资所需的 market 环境和制度条件，没有减免税政策，没有上市通道，导致创业资本形成艰难、退出梗阻，影响了创业资本效率；在缺乏有效配置要素的资本市场情况下，政府的行为、国有资本的努力处于低效率状态下运作，即使一些机构尝试商业化运作，也因缺乏市场评价体系而无法进行合理运作评价。

另一方面，这些创业投资机构由于资金不足、人力资本不足、机制不足，也缺乏制度上的准备，且由于与生俱来的为政府所控制，缺乏创新能力和创新动力，在创业投资运作上盲目进行了制度模仿，生硬照搬美国的“经典创业资本”模式；创业资本许多来源于短期行为倾向的投资者——创业资本家，不具备勇敢投资人的基本资格，投资公司经理管理人存有本位主义与内部人控制倾向，操纵创业投资机构进行非主业投机，偏离创业

投资主航道，挂创业投资之名，行投机之实；国有成分的创业投资机构难于摆脱外汇管制，境外投资受阻，难于利用国际资本市场实现投资退出，投资个案积累难于形成，对本土的创业企业失去投资能力，在创业资本市场中不断被边缘化，导致创业投资发展和自主创新进展缓慢。

针对我国创业投资出现的诸多问题，国家从制度建设上做了很多工作。为了规范创业投资企业的投资运作，促进创业投资尽快发展成为专门行业，1999年，国务院在《关于建立风险投资机制的若干意见》中，就提出要制定有利于风险投资发展的财税、金融扶持政策。2002年，又出台了《中小企业促进法》，规定“国家运用税收政策鼓励各类依法设立的风险投资机构增加对中小企业的投资”。这两个文件的目的都是通过建立创业投资政策扶持机制，来解决创业投资所支持的创业企业具有高风险性，单纯依靠市场配置创业投资资本必然出现市场失灵现象。中共十六大报告明确提出“发挥风险投资的作用，形成促进科技创新和创业的资本运作和人才汇集机制”，党的十六届三中全会又明确强调“推进风险投资和创业板市场建设。”^①并对风险投资、创业板、多层次资本市场三者之间的关系作了明确表述。2006年初全国科技大会明确提出建设创新型国家的任务，要大力支持创新型企业的成长。

为了完善创业投资法律保障体系，2004年《国务院关于投资体制改革的决定》提出，要建立和完善创业投资机制，使得创业投资企业在提高直接融资比重，拓宽中小企业融资渠道，促进自主创新、产业升级和经济结构调整，增加社会就业等方面发挥重要作用。2005年11月15日，国家发展改革委员会等10个部委，联合发布了《创业投资企业管理暂行办法》，其目的是为了建立创业投资扶持机制的法律基础。在《创业投资企业管理暂行办法》中，规定国家与地方政府可以设立创业资本引导基金，通过参股和提供融资担保等方式扶持创业投资企业——创业资本基金（Venture Capital Fund）的设立与发展。通过规范的、政策性的“创业资本引导基金”（The Leading Fund of Venture Capital）来扶持创业投资发展，则能较好地克服政府直接从事创业投资的诸多问题，有效发挥政策性创业资本引导基金的杠杆放大作用。因此，“创业资本引导基金”概念的提出，为本书提供了一个很好的思路和写作契机。

① 《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，2003年12月。

通过政府供给资本弥补创业资本不足是国际通行做法。美国是公认的现代创业资本的发源地，美国创业资本市场也是在政府的大力支持下，在政府背景的资本扶持下才发展起来的。的确，政府背景的创业资本有许多非市场的成分与因素，也会给创业资本市场发育带来许多问题，美国在发展历史上，特别是20世纪50年代由政府性质的资本引导所走过的路对所有国家都是很好的借鉴。

为了避免政府直接从事创业投资可能带来的诸多不足，并最大限度地发挥财政资金的杠杆作用，通常的方式是通过设立政策性的“创业资本引导基金”来间接参与，其基本模式是政府的国有资本以参股的方式投入市场化的创业资本基金中，优先承担风险，不分享或很少分享利润，并以参股民间创业投资企业或为之提供融资担保的方式，来间接吸引民间资金设立商业性的创业投资企业——创业资本基金。

我国各级政府目前对创业投资的支持，主要力量来自于地方政府。一些地方政府为了扶持本地创业企业，或者为了支持高新技术企业，通过财政出资设立了国有独资或国有控股性质的创业投资企业——创业资本基金。但是，这种模式存在着诸多问题。例如，这类企业资本规模有限，难于跳出地方限制，创业企业的要素配置受限于地域；创业投资管理人才组合听命于地方政府官员，难于形成创业投资机构所需要的机制；创业投资企业在运作中不可避免地遇到政府干预，背离了其成立之初的市场化意图，效率难于提高。因此，各国都在寻求政府有为与不为的度，我国也不例外。我国最近出台的《创业投资企业管理暂行办法》也在淡化政府的直接干预力量，明确提出政府直接的作用应让位于国有资本，国有资本对创业投资的参与应代之以“引导”的方式——建立“创业资本引导基金”。

这种“创业资本引导基金”，实际上就是国外讲的“引导基金”（The Mother Fund），这些引导基金对市场上的各种基金进行投资，支持产业性质的创业资本基金的运作。这些产业性创业资本基金，我们国内习惯上称之为“产业创业资本基金”，国内所批准设立的天津滨海新区的创业资本基金名义上是产业创业资本基金，实际上就是国外所熟见的创业资本基金。它是借鉴西方发达市场经济规范的“创业资本基金”运作形式，即通过基金经理（习惯上称其为“LP”）向多数投资者——创业资本家发行基金份额设立创业资本基金（Venture Capital Fund），由基金经理自任基金管理人（习惯上称其为“GP”，也称“创业投资家”）或另行委托基金

管理人管理基金资产，委托基金托管人托管基金资产，对创业企业和产业进行包括创业投资、企业重组投资和基础设施投资等实业投资的创业资本基金。天津的滨海新区科技产业创业资本基金也许是以国外基金方式开创了我国创业资本引导基金的先河。所以，借鉴吸收发达国家的先进经验，来规范我国创业资本引导基金的健康发展，也是一项刻不容缓的研究任务。

从理论和实践上看，国家和地方政府设立创业资本引导基金对中国经济持续增长、民营企业的生存与发展、科教兴国和建设创新型国家的宏观战略都有着极其重要的意义，因此，深入研究创业资本引导基金的必要性是毋庸置疑的。在对实践总结的基础上，在中国新一轮经济发展态势下，有关创业资本引导基金的几个问题就显得特别突出，且迫切需要进行深入研究并提出可行的解决方案，这些问题包括：

1. 创业投资是一种投资形式，还是一种制度安排，在中国现行体制下，创业资本市场体系特别是创业资本基金应由市场层面自发产生，还是由上层建筑发起和推动？

2. 信用资本、人力资本在创业资本中的分量与作用，国有资本在创业资本中的优势与劣势，国有资本如何扬长避短？

3. 国有资本在创业资本市场形成过程中如何发挥作用，如何建立创业资本引导基金，支持国家“自主创新、重点跨越、支撑发展、引领未来”的战略，创业资本引导基金的机制和作用是如何体现出来的？

4. 创业资本基金的内在机制是如何成为创业资本引导基金的制度基础的，它的资本循环与周转的内在功能和规律何在？

5. 在中国现行体制下，创业资本与国有资本在多大程度上可以激励相容；创业资本引导基金如何正确发挥引导性政策功能，同时又发挥其市场化运作的潜能，而不牺牲市场效率？

6. 政府在创业投资体制中的职能定位。为发挥创业资本基金的作用，如何对创业引导基金进行相应的制度安排和设计相应的扶持体系，建立中国特色的创业投资体系？

本书力图运用多学科委托代理理论对创业资本形成、运行和退出运动形态进行分析研究，总结其主要特征，并应用制度经济学的相关理论方法，揭示创业资本发展的一般规律性特征。在此基础上，重点研究国有资本在建设中国创业投资体系中的作用，分析我国创业资本良性发展必需的

制度需求和制度安排。在对创业资本机制进行系统研究的基础上，将创业资本一般性原理投射到我国创业资本形成、创业资本运作和创业资本退出上，探讨我国创业资本运动的特殊规律，提出建立国家创业资本引导基金方案，并对改善我国创业资本运行提出政策建议。

本书的主要观点是：

1. 创业资本基金是支持创新经济的制度创新，传统的创业资本基金引入我国偏离初衷，偏离经典创业资本运作模式是一个国际现象，偏移与创业资本家的期望和对创业投资家的选择有密切关系。我国缺乏完全意义上的创业投资家，创业资本的运作环境与制度条件严重缺失，因此偏离度更大。为了更好地发挥创业资本引导基金的作用，需要重新构建创业资本运动的内在环节、要素，并设计相应的市场规则和制度安排，形成具有中国特色的创业资本引导基金的形成、运作、退出机制，进一步深化优化中国创业资本运作模式。

2. 国有资本在创业资本形成中具有三方面的作用：一是引导作用。在带动社会资本积聚、集中、转化和形成创业资本上可以发挥示范作用。二是信用支持作用。创业资本形成中信用资本不足可以通过国有资本的公信力来弥补。三是放大作用。创业资本基金在积聚、集中、转化社会资本过程中不仅没有挤出民间资本，而且通过多轮放大，对民间资本向创业资本转化起到加速、放大的作用。国有资本在创业资本形成中所形成的这些作用，必须要站在新国家利益观和建设创新型国家的角度进行战略推动，通过创业资本引导基金集合国有资本与社会资本力量，发挥国有资本对信用的支持作用和货币资本的放大作用，以引导和杠杆方式支持创业基金的发起、建立，是中国创业资本市场形成和发育的必由之路。

3. 我国创业资本引导基金的制度基础是创业资本基金，中国现阶段创业资本基金要完善运行机制，就必须首先调整资本供给，要重视资本供给、投资运作本土化策略，支持立足本土的创业资本基金和管理团队形成，通过本土创业投资机构支持创新型国家战略实施，投资对象的选择以创新企业为标识，不限于高新技术企业；投资的股权结构以道德风险和市场风险的控制能力为尺度；投资的增值服务与对企业的控制权同等重要，是创业资本基金运作机构的核心竞争力；创业资本基金的运作特别需要重视创业企业家和创业投资家在运作中的治理与激励。

4. 创业资本引导基金要建立市场化的评价机制，实现国有资本或政

策性资本运作效率评价的彻底转轨，以资本市场效率作为评价依据，以市场工具作为评价尺度，这就对建立市场化的创业资本退出机制提出要求。创业资本引导基金的退出机制有赖于多层次资本市场的构建，同时也要解决我国资本市场的歧视性问题，尤其是要解决流动性歧视问题。多层次非歧视性资本市场的形成直接影响到创业资本引导基金的退出机制形成，进而影响到创业资本循环；全流通的创业板市场与全流通的主板市场一样具有期权功能和定价引导作用，是生产关系对生产力的反作用，会有效地激活创业资本引导基金。

本书的主要观点和主要贡献在于建立了创业资本结构模型，对货币资本、人力资本和信用资本如何结合形成创业资本进行了深入研究，从而建立了创业资本基金和创业资本引导基金的理论基础；论证了国有资本在资本形成中的作用，提出了创业资本引导基金和创业投资项目引导基金两种引导基金模式，为国有资本全面介入创业资本运作提供了理论基础与方法论；提出了全面调整创业资本制度，创业资本基金在微观上、投向上、投资方式上进行自我修正，同时进行创业资本国家制度建设，通过配套创业资本制度建设发挥创业投资家对中国创业企业家的特殊作用，通过建立多层次资本市场体系发挥其对于创业资本基金和创业资本引导基金在形成、退出和循环方面的评价作用。

本书参考了大量文献和研究成果，力图站在巨人的肩膀上，从更高的视野思考与研究创业资本引导基金。由于作者水平所限，在写作过程中难免有疏漏之处，但作者已最大限度地汲取了同时代或不同时代相关方面的成果和精华。作者深信，本书作为引玉之砖，在理论上和实践上都会为创业资本引导基金和创业资本基金建设作出应有的贡献，也期望得到广大读者的批评指正，并对其未完成的课题和未完善的部分进行深入的研究。

李万寿

2006年1月28日于深圳

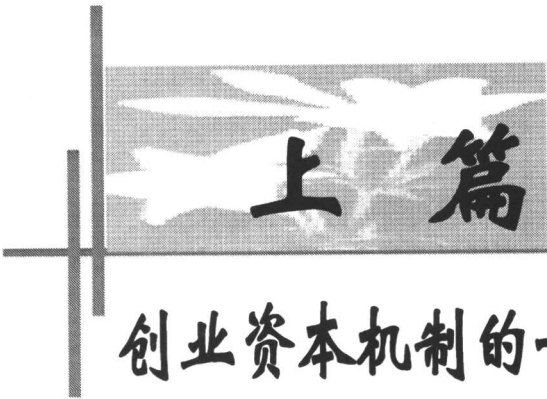
目 录

上篇 创业资本机制的一般分析

第一章 创业资本概念与研究综述	(3)
第一节 创业资本概念	(4)
第二节 相关理论研究	(9)
第二章 创业资本的形成	(33)
第一节 创业资本要素	(34)
第二节 创业资本主体	(51)
第三节 创业资本组织	(57)
第四节 创业资本契约	(72)
第三章 创业资本的运行机制	(79)
第一节 非对称信息机制下的创业资本运作机制	(80)
第二节 创业资本运作中的逆向选择	(83)
第三节 创业资本运作中的道德风险	(91)
第四章 创业资本的退出机制	(109)
第一节 创业资本退出机制的理论分析	(110)
第二节 创业资本的退出渠道与资本市场流动性	(118)
第三节 创业资本的价值实现与资本定价	(127)
第四节 创业资本退出的风险分析	(140)

第五节 创业资本的退出案例与思考·····	(144)
第五章 创业资本中政府作用的国际比较·····	(157)
第一节 创业资本中的制度经济学·····	(158)
第二节 美国政府在创业投资发展中的作用·····	(164)
第三节 以色列政府在创业投资发展中的作用·····	(173)
第四节 澳大利亚政府在创业投资发展中的作用·····	(179)
第五节 其他国家政府在创业投资发展中的作用·····	(182)
第六节 各国经验的总结·····	(195)
第七节 台湾当局在创业投资发展中的作用·····	(202)
 下篇 创业资本引导基金的中国分析	
第六章 中国国有创业资本的资本供给与机制·····	(211)
第一节 中国创业资本形成存在的问题·····	(212)
第二节 国有资本对创业资本形成中的支持功能与作用·····	(222)
第三节 关于国有资本的效率问题·····	(235)
第七章 创业资本引导基金的制度创新·····	(247)
第一节 创业资本引导基金的制度设计·····	(248)
第二节 创业资本引导基金的政策性功能·····	(264)
第三节 国有资本引导创业资本形成的个案比较分析·····	(269)
第八章 中国创业资本引导基金的治理结构·····	(281)
第一节 中国创业资本引导基金运行中的非经典模式偏移·····	(282)
第二节 创业资本引导基金的组织形式·····	(289)
第三节 解决创业资本引导基金中的代理问题·····	(296)
第四节 创业资本引导基金的评价·····	(313)
第九章 创业资本引导基金绩效的实现·····	(319)
第一节 建立创业资本引导基金退出机制的现实意义·····	(320)
第二节 中国资本市场的缺陷对创业资本引导基金退出的	

制约	(324)
第三节 创业资本引导基金退出方式的设计	(331)
第十章 结论与政策建议	(351)
第一节 主要结论和需要进一步研究的问题	(352)
第二节 关于发展我国创业资本引导基金的政策建议	(354)
附 录	
附件 1: 创业投资企业管理暂行办法	(363)
附件 2: 国家发改委就颁布实施创业投资企业管理暂行办法 问答	(368)
附件 3: “国家产业投资引导基金” 框架方案	(372)
参考文献	(385)
后 记	(395)



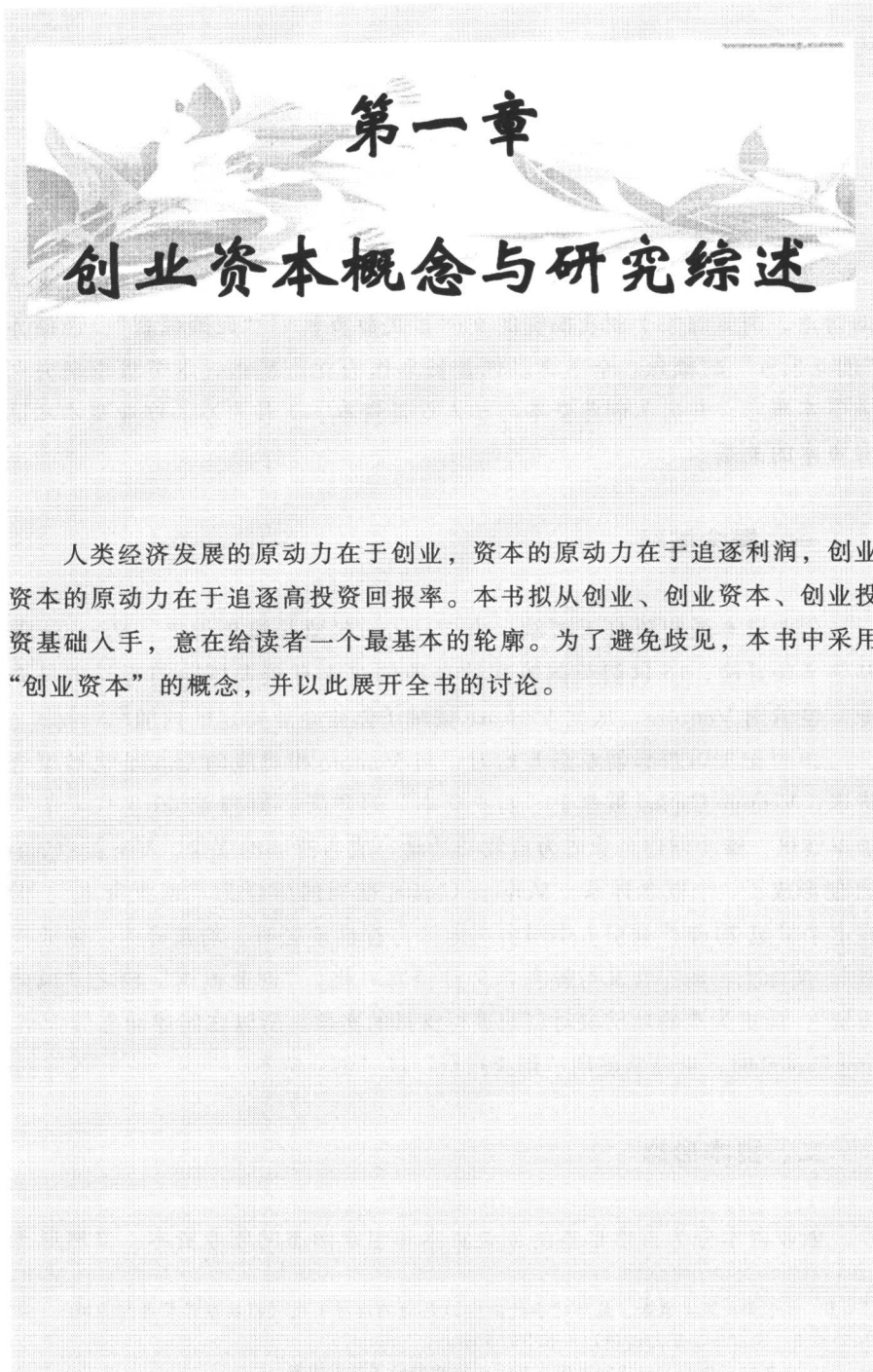
上篇

创业资本机制的一般分析

创业资本运动由创业资本形成、创业资本运行和创业资本退出三个环节组成。将货币形态的资本与人力形态的资本和信用形态的资本相结合形成特殊资本形态的过程就是创业资本形成；当创业资本进入准备投入和实际投入创业企业的过程就是创业资本运行，也称为创业投资；当创业资本通过资本运作方式退出创业企业的过程，就是创业资本退出。创业资本形成涉及货币资本供给者——创业资本家与人力资本供给者——创业投资家；创业资本运行和创业资本退出涉及三个对象：创业资本家、创业投资家和创业企业家。

创业资本是由货币资本、人力资本与信用资本三位一体形成的，其内在结构明显区别于信贷资本、产业资本与中介机构，由此所决定的创业资本功能必将是为创业企业提供股权资本、进行增值服务、实现企业高速增长；为创业资本家提供投资机会，进行投资管理，实现投资高回报；为创业投资家提供施展才赋的大舞台，实现人力价值。这种新型资本集中了各种资本要素中最活跃的因素，对新经济和经济升级转型具有机制创新动力。

本篇旨在从一般理论角度上进行分析，研究创业资本的形成、运作和退出的基本理论，其目的主要是为下篇研究分析我国创业资本引导基金奠定理论基础。只有对创业资本的循环运动过程充分了解，才能深入分析我国创业资本的形成、运作与退出，进而对我国的创业投资模式充分了解。在此基础上，才能更深入地研究适合我国国情的创业资本引导基金，提出建立适合我国国情的创业资本引导基金的政策建议。



第一章

创业资本概念与研究综述

人类经济发展的原动力在于创业，资本的原动力在于追逐利润，创业资本的原动力在于追逐高投资回报率。本书拟从创业、创业资本、创业投资基础入手，意在给读者一个最基本的轮廓。为了避免歧见，本书中采用“创业资本”的概念，并以此展开全书的讨论。