

创业资本

的金融政治经济学

刘志阳/著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

创业资本 的金融政治经济学

刘志阳 / 著

经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

创业资本的金融政治经济学/刘志阳著. —北京: 经济管理出版社, 2004

ISBN 7-80207-145-3

I. 创... II. 刘... III. 企业管理—资本经营—研究 IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 135850 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京晨旭印刷厂

经销: 新华书店

责任编辑: 张 马

技术编辑: 杨 玲

责任校对: 超 凡

787mm×960mm/16

19 印张 262 千字

2005 年 4 月第 1 版

2005 年 4 月第 1 次印刷

印数: 1—3000 册

定价: 38.00 元

书号: ISBN 7-80207-145-3/F·136

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

前 言

创业资本相对于一般意义上的产业资本运行而言，具有自己的独特性。再加上它和高新技术紧密联系的特征，所以其产生和发展备受关注。但现有创业资本运行的理论研究远远落后于实践。因此，对创业资本运动进行金融政治经济学分析，不仅是丰富马克思资本运动理论、克服现有理论研究不足的需要，也是推动我国创业资本理论发展的实践要求。

本书研究了创业资本的运动机理和运动趋势。第一章，导论。第二章，在对现有文献研究的技术路线和制度路线评述的基础上，强调金融政治经济学方法引进的重要性，进而提出创业资本运行的金融政治经济学分析框架。第三章，探讨创业资本运动周期和国际差异。第四章，剖析市场主导型创业资本动员阶段、投资阶段和退出阶段的运动机理，试图概括出创业资本的运动规律。第五章，分析创业资本运动趋势及其背后体现的经济关系。第六章，揭示政府主导型创业资本运动机理及中国创业资本运动存在的问题，并提出相应解决对策。

本书的核心观点是，创业资本作为一种从产业资本中分离出来的专门执行企业研发阶段投资职能的独立资本形态，它具有与产业资本既联系又区别的运动规律，其运动趋势反映了创业资本内部复杂的经济关系。本书的创新主要集中在以下方面：

第一，与现有创业资本运行的技术路线和制度路线的研究方法相比，本书力图构建一个创业资本运行的政治经济学分析框架。本书通过初步廓



清创业资本、运动周期、运动模式、创业利润和运动效率等一系列政治经济学范畴，较全面地分析了创业资本的独立化条件、历史发展、国际差异、运动机理和运动趋势等基本问题。本书明确认为创业资本是一种相对独立的职能资本，而不仅仅是新型的投融资方式。创业资本从产业资本中独立出来具有一定的历史必然性，它是第三次科技革命和金融创新的产物。创业资本的历史发展过程具有一定的周期波动性，其运动周期的形成机制是由创业利润率波动推动，通过创新产业内部的固定资产投资加以放大，并借由创业投资政策变化和金融体系等外在因素而实现的。创业利润的实质是对创业垄断利润的提前支取，其来源具有二重性，最终来源是创新劳动，实现来源是创业资本虚拟定价方式。创业资本运动效率是由动员效率、投资效率和退出效率组成的。

第二，在深入系统研究创业资本各个阶段运动机理的基础上，尝试概括创业资本相对于产业资本的运动规律。创业资本与产业资本运动过程都要满足资本运动的增值性和流动性要求。但创业资本运动过程充满更多的不确定性和信息不对称性，这导致了它与产业资本的运动规律的不一致。首先，创业资本运动目标表现为对超过产业平均利润的高额创业利润的追求。其次，在运动形式上，创业资本在自身循环运动中也相继采取货币资本、生产资本和商品资本形式，但与产业资本相比其各个阶段运动形式的特征不同。最后，在运动结构上，提出创业基金治理结构制度变迁的适应性假说、创业企业基于生命周期的治理结构动态演进模型以及创业资本和产业资本的三种衔接方式，进而明确提出创业资本运动的治理结构传导机制。

第三，归纳了创业资本运动的四种趋势并尝试揭示出其背后的经济关系。产业资本参与创业投资趋势，说明创业资本虽有从产业资本中独立出来的趋势，但产业资本为了攫取创业垄断利润和保持企业长期竞争力，也有参与创业投资的动机。创业资本运动的区域聚集趋势，反映了创业资本内部的资本竞争关系，但这种竞争是自发的过程，有别于产业资本内部的



恶性竞争。创业资本的国际运动趋势，在一定程度上推动了发展中国家高新技术产业的发展，但难以掩饰发达国家对发展中国家创业利润的侵吞和对高新技术产业控制的战略意图。政府对创业资本的干预趋势，是出于克服创业资本市场失灵和维护国家垄断资本利益的需要。这些趋势显示着资本主义经济关系的一些新变化。

第四，初步比较了政府主导型与市场主导型创业资本运动模式在运动机理上的差异。指出了创业投资制度缺陷及政府扶持不到位，创业投资主体缺位和游离及其投资行为变异，创业投资决策规则扭曲等是造成我国创业资本梗阻的主要因素。在借鉴市场主导型发展经验的基础上，提出了大力发展我国创业资本的相应政策建议。

— 目 录 —

第一章 导 论	(1)
一、问题的提出	(1)
二、研究任务和方法	(4)
三、主要概念的界定与说明	(4)
(一) 创业资本	(5)
(二) 创业资本运动的利益主体	(7)
(三) 创业资本运动阶段	(7)
(四) 创业资本运动模式	(7)
四、主要内容	(8)
第二章 文献评述和分析框架	(11)
一、创业资本运行的主流经济学考察	(11)
(一) 技术路线的考察	(11)
(二) 制度路线的考察	(22)
(三) 文献评论	(30)
二、金融政治经济学讨论	(31)
(一) 古典金融政治经济学	(33)
(二) 现代金融政治经济学	(34)
(三) 金融政治经济学引发的思考	(39)



三、创业资本运动的金融政治经济学分析框架	(41)
(一) 创业资本——一种从产业资本中分离出来专门执行企业 研发阶段投资职能的独立资本形态	(41)
(二) 创业资本成为独立化职能资本的基本条件	(45)
(三) 创业资本与产业资本的运动公式比较	(51)
(四) 创业资本运动的金融政治经济学分析框架	(54)
 第三章 创业资本运动周期和国际差异	(57)
一、创业资本的运动周期——基于创业投资历史进程的实证分析	(57)
(一) 创业资本运动周期：兼论与产业资本运动周期比较	(57)
(二) 创业资本运动周期的描述	(60)
(三) 创业资本运动周期的形成机制	(68)
(四) 结论	(74)
二、创业资本运动的国际差异	(74)
(一) 创业资本运动的国际差异分布	(75)
(二) 创业资本运动的国际差异特征比较：以美国和德国为例	(76)
 第四章 市场主导型创业资本运动机理分析	(83)
一、创业资本运动过程的分析框架	(83)
二、动员阶段创业资本运动机理分析	(86)
(一) 动员阶段创业资本运动过程描述	(86)
(二) 动员阶段创业资本运动机理	(88)
(三) 创业基金的特殊治理结构：治理结构制度变迁的适应性	(96)
三、投资阶段创业资本运动机理分析	(111)
(一) 投资阶段创业资本运动过程描述	(111)
(二) 投资阶段创业资本运动机理	(115)



(三) 创业企业基于生命周期的治理结构动态演进模型	(124)
四、退出阶段创业资本运动机理分析	(135)
(一) 退出阶段创业资本运动过程描述	(135)
(二) 退出阶段创业资本运动机理	(136)
(三) 创业资本与产业资本的衔接方式比较	(139)
五、创业资本运动规律的简要说明	(147)
(一) 创业资本的运动目标: 创业利润来源二重性假说	(147)
(二) 创业资本运动的治理结构传导机制	(155)
(三) 创业资本运动效率	(159)
 第五章 创业资本运动趋势分析	(165)
一、产业资本参与创业投资的趋势	(165)
(一) 产业资本参与创业投资的历史进程	(166)
(二) 产业资本参与创业投资的动因和方式	(169)
(三) 产业资本参与创业投资运动特征的实证分析	(174)
二、创业资本运动的区域聚集趋势	(177)
(一) 产业集群和硅谷研究文献综述	(178)
(二) 创业资本区域聚集趋势的形成及区域聚集度指标说明	(181)
(三) 创业资本运动区域聚集的成因分析	(188)
三、创业资本国际运动趋势	(195)
(一) 创业资本国际运动的实证分析	(196)
(二) 创业资本国际运动的特征	(199)
(三) 创业资本国际运动对东道国的影响: 以中国为例的 分析	(202)
四、创业资本运动的政府干预趋势	(209)
(一) 政府干预创业投资的经济学解释	(210)
(二) 政府干预创业投资的方式	(214)



(三) 政府干预创业投资效率的模型分析	(219)
五、创业资本运动趋势体现的经济关系	(222)
(一) 产业资本与创业资本的竞争关系	(223)
(二) 创业资本内部的竞争关系	(223)
(三) 各国创业资本的竞争关系	(224)
(四) 国家垄断资本与私人创业资本的关系	(225)
 第六章 政府主导型创业资本运动机理及其梗阻：以中国 为例	 (227)
一、中国创业资本运动轨迹和发展现状	(227)
(一) 中国创业资本的发展历程	(227)
(二) 中国创业资本运动的现状分析	(235)
(三) 小结	(245)
二、政府主导型创业资本运动机理：兼论与市场主导型的比较	(245)
(一) 引言	(246)
(二) 政府主导型创业资本动员阶段运动机理	(247)
(三) 政府主导型创业资本投资阶段运动机理	(250)
(四) 政府主导型创业资本退出阶段运动机理	(252)
(五) 小结	(254)
三、中国创业资本运动梗阻的理论与实证分析	(255)
(一) 引言	(255)
(二) 中国创业资本运动梗阻的理论分析	(256)
(三) 中国创业资本运动梗阻的实证分析	(262)
(四) 简要说明	(266)
四、中国创业资本运动梗阻的对策建议	(267)
(一) 完善相关法规政策，重塑创业投资制度安排	(267)
(二) 根据不同的投资偏好，发展多元化的创业资本运动	



主体	(270)
(三) 规范创业投资决策过程, 完善创业投资机构的治理	
结构	(273)
 结 束 语	(277)
参 考 文 献	(281)
后 记	(291)

第一章

导 论

一、问题的提出

创业资本作为金融创新的产物，相对于产业资本运行而言，具有自己的独特性。创业资本运行具有信息不对称性强、不确定性高和评估难度大等特点，再加上它作为一种和高技术产业紧密联系的金融形态。所以，它一经面世就备受现代企业理论和现代金融学的关注，成为这些学科的重要研究对象。正如 Barry (1994) 所说，“创业投资中遇到的问题是如此的具有挑战性，不确定性如此之大，信息不对称如此之严重，机遇如此之突出，它提供给我们在极端环境下研究现代金融理论的机会。我们有必要研究创业投资中的风险、不确定性及契约技术。”^① 创业资本的研究代表着企业理论和金融理论研究的前沿之一。

在 20 世纪 90 年代以前，西方主流文献关于创业资本运行的研究仍然集中在创业投资的技术层面，研究方法主要是运用委托代理理论、信息不对称理论和资产组合理论探讨风险规避和利润最大化，研究的主题围绕着创业投资决策、创业基金回报以及创业资本退出方式比较等。技术路线的研究秉承细致甚至于琐碎的实证检验，这样的路线接近于“实验经济学”

^① Barry C. 1994. "New directions in research on venture capital finance." *Financial Management* . 23: 3-15.



和“行为经济学”的研究，但其缺点也是显而易见的，即把创业资本运行各个阶段作为独立的个体进行孤立研究，缺乏对创业资本运动及其规律的完整深入把握。这种现象已经开始引起一些学者的重视，Gompers 和 Lerner (1999) 就强调“应该研究创业资本运行的各个环节的相关性”。^①近年来，随着契约理论和博弈论在公司金融中的广泛应用，一些学者开始从制度路线思考创业资本运行中的投资者、创业资本家与创业企业家的双重委托代理关系，研究内容开始涉及创业基金治理结构、创业投资契约的设计等问题。这方面的研究是由 Sahlmann (1988) 和 Barry (1994) 所开创的。关于创业企业治理结构的分析是目前现代企业理论研究的前沿，但研究往往把创业基金治理结构（有限合伙制）视为不证自明的前提。这种研究视角使得他们完全忽视了创业基金治理结构与创业企业治理结构之间以及它们与创业资本退出结构的联系，造成研究上的空白。上述研究沿袭的是微观企业制度分析的路线，在宏观制度设计上的探讨则集中于影响创业资本运行的金融体系、法律政策、社会文化支撑这些方面。制度路线的考察对于各个主体参与创业投资的动机以及运动趋势背后的资本关系来说仍然缺乏深刻的理解。

研究路线的缺陷要求研究方法的改进。我们认为解决上述问题需要引入政治经济学的方法，特别是马克思主义政治经济学的方法。马克思在《资本论》中分析了产业资本运动的三种形式、三个阶段以及各个阶段的特征，强调了资本运动的增值性和流动性要求，以及资本周转在时间上的继起性和空间上的并存性。希法亭则在虚拟资本的研究中分析了创业利润问题。马克思主义的研究方法由于强调资本的运动和流动性，所以有助于克服技术路线在创业资本研究上把各个阶段孤立起来的缺陷；而强调资本的增值性要求和关于创业利润的研究，则有助于分析各主体参与创业投资

^① Gompers and Lerner 著，宋晓东等译：《风险投资周期》，经济科学出版社，2002 年，第 3 页。



的动机及其背后的社会关系，从而克服单纯制度路线的不足。

同时，我们发现创业资本运动的研究在马克思的著作中还是一个空白。马克思关于资本运动规律的揭示，虽然可以给我们提供借鉴，但是不能等同或取代创业资本的独特运动规律。《资本论》中研究的资本运动规律是以应用于制造阶段的产业资本运动为对象的，由于当时研发活动还未大量普及，创业资本也未从产业资本中独立出来，所以《资本论》也不可能研究专门致力于研发阶段的创业资本的问题。如何运用马克思主义政治经济学的基本方法，分析新兴的创业资本运动的目标、形式、特征、结构及其发展趋势等问题，既揭示出有别于产业资本运动的特殊规律，又揭示出与之共有的一般规律，成了马克思主义政治经济学研究的一个重要课题。从理论上说，对创业资本运动的政治经济学分析，有助于克服既有研究路线的不足，也是丰富马克思主义政治经济学的要求。

从实践上来看，创业资本作为一种独立的职能资本，其形成和发展是“二战”后资本主义经济发展中的新现象。20世纪90年代以来，以美国为代表的新经济的兴起引起了世界广泛的关注。与新经济相联系的是众多高新技术企业的成长以及为这些高新技术企业成长提供金融支持的创业资本。创业资本作为一种新兴的资本形态，从80年代开始由美国向欧洲发达国家、亚洲新兴工业化国家和地区扩散，在90年代形成世界性的发展势头。作为已经加入WTO的中国，正面临着将本国经济更加深刻地融入世界经济并在全球经济变动中谋求国家长期战略利益的重大课题。推动中国高新技术企业的成长和中国创业资本的发展无疑是中国经济发展的战略需要。因此，深入研究高新技术企业成长规律和创业资本运行规律以及与之相关的各种投资者之间的利益关系，不仅仅是一种理论需要，也是中国经济发展的实际需要。如何根据中国特点建立有中国特色的创业资本发展模式，也是摆在现实经济中的一项重要任务。



二、研究任务和方法

本书考察的对象包括单个创业资本运动、创业资本产业内部运动、一国创业资本运动以及创业资本的国际运动。作者希望通过分析达到这样的学术目的：通过对创业资本运动的整体而非片面的考察，理解其区别于产业资本运动的规律，并且透过创业资本运动趋势，理解其背后体现的资本关系，进而对我国创业资本运动提出一个合理解释。研究目的决定了研究任务：①提出创业资本从产业资本独立出来的基本条件；②分析创业资本运动的周期性和创业资本的历史发展过程，揭示世界各国创业资本的国际差异；③探讨创业资本运动在目标、形式、结构和效率上有别于产业资本运动的根本特征，进而试图概括出创业资本的运动规律；④分析创业资本运动的趋势以及这种趋势背后所体现的资本关系；⑤对中国创业资本运动过程出现的梗阻现象进行分析并提出作者的政策建议。

研究目的和任务决定了研究方法。本书运用的是金融政治经济学的分析范式——以马克思主义政治经济学为主，并吸取金融的制度主义的分析方法。在重视金融政治经济学的理论分析范式的同时，力图结合更多的实证研究，特别是长期统计资料和经验资料来证明所要说明的问题。希望通过坚持理论和实证相结合的原则，有助于克服长期以来存在于我国马克思主义经济理论研究中，仅仅重视逻辑推理而缺乏系统实证研究，从而造成理论对现实问题缺乏解释力的弊端。

三、主要概念的界定与说明

本书使用的“创业资本”、“创业资本运动主体”、“创业资本运动阶



段”、“创业资本运动模式”具有特定的含义。

(一) 创业资本

创业资本的英文是“Venture Capital”，在国内也被译作“风险投资”、“创业投资”。到目前为止，创业资本的定义在国内外仍然存在争议。几种有代表性的创业资本的定义概括，如表 1-1 所示。

表 1-1

作 者	定 义
美国全美创业资本协会 (NVCA)	职业金融家投入到新兴的、迅速发展的和有巨大竞争力的企业中的一种权益资本。
欧洲创业资本协会 (EVCA)	一种由专门的投资公司，向具有巨大发展潜力的成长型、扩张型或重组型的未上市企业，提供资金支持并辅之以管理参与的投资行为。
经济合作与发展组织 (OECD)	凡是以高科技与知识为基础，生产与经营技术密集的创新产品或服务的投资，都可以视为创业资本。
美国《经济百科全书》 (Douglas Greenwood 主编)	是准备冒风险的投资，它准备为一个有迅速发展潜力的新公司或新发展的产品提供最初风险的投资，而不是用来购置与这一公司或产品有关的各种资产。
美国《企业管理百科全书》	投向不能从传统来源，如股票市场、银行或与银行相似的单位（如租赁公司或商业经纪人）获得资本的工商企业的投资。
欧洲投资银行	是为形成和建立专门从事某种新思想或新技术生产的小型公司而持有的一定股份形式承诺的资本。
哈佛商学院 (1950)	是向年轻公司或新公司的投资。
Riggs	通常对所投资的对象没有长期持有的打算，仅是在其所投资的企业有所发展后，立刻将股权出售，而将投资所得再进行另一次创业资本活动。



续表

作 者	定 义
Keily	资本投资者资金投入高风险企业所进行的理性决策行为。创业投资与一般投资行为的差异还在于所使用的分析技术与面临的风险程度有所不同。
Amrer	是将其资金投注于具有高风险的企业，所以此项投资可能一去不回，也可能成百倍地回收，投资期间长，并以股权参与的方式投资，所投资的对象除了具有高度风险外，往往是快速成长的企业，希望能从中获得巨额利益。
成思危	指把资金投向蕴藏着较大失败危险的高新技术开发领域，以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为。
我国七部委	向主要属于科技型的高成长性创业企业提供股权资本，并为其提供经营管理和咨询服务，以期在被投资企业发展成熟后，通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为。

这些定义大部分都是从创业资本的作用对象着手的，共同点是都强调了创业资本所投入企业的高成长性、高风险性和高收益性。区别点是：一些观点认为高成长性与高风险性往往是与高新技术联系在一起的，持有这种观点的研究者占了大多数，如 OECD、欧洲投资银行、成思危。也有观点认为创业资本仅仅是与成长性企业联系在一起的，如 NVCA、EVCA、《经济百科全书》、哈佛商学院和 Amrer。还有观点是从创业投资特征加以强调，如创业投资者参与创业企业的管理（EVCA）、创业资本家不谋求创业企业的最终控制权（Riggs）、投资决策的技术性（Keily）以及股权参与方式（Amrer）。

综合这些观点，从马克思主义政治经济学的角度来理解，我们认为创业资本可定义为：从产业资本中分离出来的专门执行企业研发阶段投资职