

导论：本文研究的意义、 方法和结构

第一节 风险投资的一般概况与意义

一、风险投资的界定

（一）权威机构关于风险投资概念的定义

世界经合组织科技政策委员会于 1996 年发表了一份题为《创业投资与创新》的研究报告，该报告对创业投资的定义是：创业投资是一种向发展潜力极大的新建企业或中小企业提供股权资本的投资行为，其基本特征是：

1. 投资周期长，一般为 3~7 年；
2. 除资金提供之外，投资者还向投资对象提供企业管理等方面的咨询和帮助；
3. 投资者通过投资结束时的股权转让活动获取投资回报。

创业投资的目的在于不断地获取股息或红利，而是在于当投资对象市场评价较高时通过股权转让活动，一次性地给投资者尽可能大的市场回报^①。

（二）关于“Venture Capital”引发的对风险投资的不同理解

首先，我们应从英文词汇“Venture Capital”（以下简称“VC”）着手讨论。在翻译或界定的时候，出现了诸如风险投资、

创业投资、科技融资等不同名词概念，这些翻译或界定只是从各自不同的侧重点加以理会，需要综合把握才能准确理解其含义。

界定之一：“风险投资”一词指出了“VC”是一种面向企业的融资方式，比传统的企业融资，例如银行贷款、贸易融资、保理等方法隐含更大的风险以及更大的收益，比较准确地反映了其“高风险、高收益”的特性，但是却容易被人误解为纯粹面向高风险区域的投资，包括股票、债券、期权、期货或金融衍生工具的投资等。

界定之二：“创业投资”顾名思义是对刚创立的或即将创建的企业的融资，创业投资固然是“VC”的重要组成部分，但是创业投资只是表示了“VC”的一种类型，而没有说明“VC”同样提供资金给发展阶段的、扩张阶段的甚至进行购并的企业。当然，如果从更为宏观的角度来看，凡是当企业在上市成为公众企业之前，均将之划为“创业期”，那倒另当别论。我们在本文中所指的风险投资就属此类宏观意义上的创业企业。

界定之三：“科技融资”的说法同样词不达意。“VC”并不等于高科技投资。“VC”虽然对高科技企业的投入从数量上或者规模上来看都占有一定的优势，但它涵盖的领域并不仅仅局限于高科技领域。除了电子商务、信息产业、电子通讯、生物医药等高科技行业外，风险资本还进入零售/流通领域、消费领域、服务领域等等。美国最成功的风险投资企业之一——联邦快递公司(Federal Express)专门从事邮件快递服务，并非一家高科技企业^②。

界定之四：有人认为现代的风险投资更趋近“商业性投资”，而不是传统意义上的风险投资。

我们认为，“风险投资”作为目前约定俗成的一种概念，其内涵无论是从现代意义，还是从传统意义上来说，和其他融资方

式，如银行贷款、公开发行的债券和股票等相比，应是一种以私人股权方式从事面向高成长风险企业的资本经营，并且以放弃资本的流动性为条件追求长期资本增值的投资方式。

二、风险投资的起源与发展

（一）世界范围的起源与发展

风险投资的发端最早可追溯到 20 世纪 40 年代的美国。在近 20 年的迅速发展中，风险投资已被公认为创新企业增长的“引擎”。风险投资的资本来源于私人资本、公共养老金、保险公司、捐献基金、公司及个人天使投资者等。由于其回报极为丰厚，使得近年来风险投资基金的规模急剧增长，从而极大地补充了创新企业的资金。微软、英特尔、康柏、戴尔、思科、太阳系统、联邦速递等公司都因风险投资公司提供了最初启动资本，已在各自的行业中成为领先者。风险投资的资金规模也已因为在这些公司的投资及回报，从 1970 年的 1 亿美元发展到今天的超过 1 千亿美元。

风险投资以其特有的机理鼓励创新，促进科技的转化，从而最终推动了经济发展。世界各国政府也充分认识到了风险投资的重要性（以色列、印度等国比其他国家动作更迅速），均致力于推动风险投资事业的发展。我们相信，在不久的将来，风险投资定会在世界各国蓬勃发展。

（二）我国风险投资发展现状

国内创业投资界有这样一种说法：20 世纪 80 年代看银行，90 年代看证券，21 世纪看风险投资。最近一两年来，创业投资的高风险、高收益、高增长潜力的特性，已逐渐为国人所认识，国内的创业投资也迅速崛起，政府、券商、上市公司、外金融机构等纷纷介入风险投资，如四通、实达、联想、清华同方、海

尔、宝钢、希望等公司或独自或联合其他机构成立风险投资公司，进行战略投资。

据不完全统计，截至 2000 年 12 月 31 日，全国成立了大约 200 家创业投资公司，资金规模大约在 120 亿人民币左右，而且新的创业投资公司还在不断地产生。相信随着创业板市场的开启，我国的创业投资市场将进入高速增长阶段。

风险投资为发展高新技术产业起到极大的推进作用。从所投资的企业来看，获得风险投资的企业 28% 是种子期企业，53.6% 是成长期企业，18.4% 是成熟期企业。企业在风险投资的推进下迅速发展起来，一些企业已经上市。

风险投资公司的分布相对集中。这表现在两个方面：一是风险投资公司多数集中于东部地区。东部地区有风险投资公司 40 家，西部地区只有 7 家。二是风险投资公司的业务集中于高新区内，89% 的风险投资公司选择了在高新区和创业服务中心的高新技术项目。

外资风险投资机构开始涉足中国风险投资业务。目前我国外资风险投资机构仅占我国风险投资机构的 8%，但它们在我国风险投资界的影响却不容忽视，因为它们是规范和专业的象征。

（三）我国风险投资存在的八大问题

第一，资本结构单一，资金来源不足。各地投入大量资金，建立了一批以政府为主要出资人的风险投资基金或公司，一定程度上缓解了高新技术产业发展的资金短缺问题。与此同时，我国居民储蓄有 6 万亿元，但他们很少把资金投资于高新技术企业。保险、养老等各种基金尚未开展风险投资业务，也缺少民间资本进入风险投资领域的渠道和运作保障机制。这一方面限制了我国风险投资的资金规模，另一方面也使风险得不到有效分散。而目前西方各主要国家的创业资本中，来源于官方的只占一小部分，

约 8.3%。

第二，组织形式未能反映风险投资的精髓。

目前，我国的创业投资公司绝大部分都采用了有限责任公司形式，这是在我国现存法律框架下的必然形式。这种形式将会导致如下问题：

1. 容易引发高度的道德风险。股东出资后，经理人掌握了日常投资决策权，而日常的投资活动又不可能都经过董事会讨论，由于经理人没有持有公司的股份，投资好坏虽与经理人有一定的利益关系，但远没有经理人与外部勾结所带来的收益大，道德风险非常大。

2. “强股东，弱管理层”将导致公司行为的扭曲。由于绝大多数创业投资公司要么是在政府为主出资下建立的，要么是在一大型企业集团为主出资下建立的，大股东很容易左右公司，突出表现在两个方面：一是委托经理层；二是指定投资项目，存在“人情贷”和“首长贷”等非经济现象，改变投资原则和决策程序。

3. 投资理财的非专家化。由于投资公司是在某一股东的支持下建立的，人才的使用也是非市场化的，经理层往往是指派任命的，结果导致某些根本不懂创业投资的人在从事高风险的创业投资。

4. 资本放大得不到实现，运营成本高。由于一家投资公司只能管理自身的注册资本，而受托管理其他资本，没有像美国有限合伙制那样形成 1%管理 100%资金的放大效应。一家投资公司管理的资金平均不超过 1 亿元人民币，人员至少 20 人以上，结果，一年的费用开支平均占整个资金总额的 5% 以上，远远高于境外创业投资公司（基金）2.5% 的管理费。

第三，风险投资的运作机制有待完善。我国有相当多的风险

投资公司则以贷款的方式或者仅用较为单一的方式进行投资。同时，我国风险投资项目评价体系带有浓厚的人为色彩，缺乏严肃性、科学性。整个运行机制应当逐步转到政府引导、企业主体投资、运行市场化方面来。否则，这批资金将或不能有效地投入高科技，或不能持续健康发展。

第四，风险投资撤出机制尚未完全建立，风险资本出口不畅。风险投资追求超常规的股权投资收益，这种主动承担风险的投资动机，在客观上要求有一个顺畅的退出通道。目前风险投资的出口有上市、并购、清算等几种方式。这几种方式在法律保障和操作可行性方面均存在问题，这对未来的国内证券市场，乃至整个资本市场参与国际竞争形成了很大的压力。

第五，创业投资人才短缺。目前我国创业投资人才主要来自于券商、上市公司、科技公司或政府科技部门等，基本上都是半路出家，知识的局限性大，专业性不强，没有从业经验，而创业投资最为强调实践经验和专业知识，尤为重要是需要有极为敏感的市场意识。

第六，知识产权与无形资产有待进一步保护。由于对知识产权保护不够，使风险投资不敢涉足风险较大的中试前期的投资，影响风险投资公司对技术价值的肯定，也限制了风险投资对企业无形资产的运作空间。

第七，中介机构服务有待完善。与风险投资相关的中介机构，如会计师事务所、律师事务所、科技项目评估机构、技术经纪机构、投资顾问机构等力量薄弱，缺乏相应的高素质专门人才队伍。

第八，风险投资立法亟待加强。在我国现有经济法律法规中，有许多地方与风险投资运作规则相冲突，缺乏统一性。虽然《投资基金法》、《风险投资法》已列入国家立法规划，但进展不

快。我们的观点是“先长发，后理发型”，也就是“先发展，后规范”。

三、探究风险投资的意义与动因

风险投资方式自二战后孕育成形以来，一直对美国乃至世界经济发挥着极其深远的影响。风险投资对于经济的巨大影响已为多项研究所证明，其中之一是最近由创业经济数据公司（Venture Economics, Inc.）和 Coopers & Lybrand 公司进行的对 1 650 家风险资本支持企业的问卷调查。作出回馈的 235 家公司平均存在期才 1.9 年，但在 1985~1989 年期间，却创造出了 36 000 份新的工作，出口销售额达 78 600 万美元，研究开发投入为 72 600 万美元，缴纳公司税 17 000 万美元。平均每家公司雇佣了 153 名员工，出口销售 330 万美元，在研发方面投入 310 万美元，支付税收 72.3 万美元。依据任一标准来看，这些企业都代表着经济整体的极具活力和生产能力的组成部分，其净增长也远远超出了大部分小企业和大公司。与创造一份新工作需耗用 59 150 美元股本投资的《财富》500 强公司形成对比的是，这些风险资本支持公司仅需要 42 194 美元。而且，其劳动力中包含有更多的专业性从业者（53%），多于一股劳动力（13%）。较《财富》500 强而言（25%），它们也雇佣有更少的管理者（10%）。同时，这些风险资本支持公司每美元股本所产生的出口销售额也近 4 倍于《财富》500 强公司。美国的风险投资成果斐然，以色列、中国台湾地区、爱尔兰等同样成就卓著。风险投资在企业化过程中起着催化剂的作用。通过工作机会的创造，产品和服务的创新，竞争的激活，企业家精神的传播，风险投资作出了极具冲击性的贡献。风险投资家们繁衍出的新的公司和产业极大地改变了人们的生活和工作方式。正是在这样的背景之下，以 1998 年成思危的“一

号提案”为契机，中国开始关注风险投资并逐渐掀起了热潮，这完全是因为中国潜在的巨大市场潜力、急需调整的经济结构的内在需求以及风险投资所特有的魅力所决定的。然而，中国的风险投资在巨大的热情背后，更多的是盲目和无序。为此，我们有必要对风险投资进行全面的研究与考察，以便在新世纪之初我国即将开设“创业板市场”之时，更好地利用业已被美国等发达国家证明了的投资创新模式，为我国的经济腾飞插上翅膀。

第二节 研究状况、范围 思路与创新之处

一、风险投资研究的进展和偏颇

自 1980 年以来，快速成长的公司企业几乎囊括了美国经济创造的 2 000 万个工作机会的全部。它们创立了微电子、个人计算机和生物技术产业等，并且因而改变了人们的生活和工作方式。这些令人目眩的成功故事已成为美国商业界的传奇。然而，风险投资业在这一动态过程中的作用却很少被提及，甚至遭到误解。在这样的背景下，《处在十字路口的风险投资》（VENTURE CAPITAL AT THE CROSSROADS . by William D. Bygrave . Jeffrey A. Timmons . published by HARVARD BUSINESS SCHOOL PRESS . 1992）一书的作者威廉·比格雷夫和杰弗瑞·蒂蒙斯两人深入研究了风险投资业及其在新产业建立过程中的作用。就该产业的规模变动、领域以及当 80 年代的发展浪潮退去后其从业者的风险承担和时间视角的变化等问题进行了初步研究^③。

《高新企业融资》（Funding Your High - tech Venture, 1997 by

Richard L Manweller, published by The Osis Press / PSI Research) 一书提供了风险企业如何获得合理投资的必要知识^④。

《为企业家精神融资》(FINANCING ENTREPRENEURS, Edited by Cynthia A. Beltz, published by The AEI Press) 的作者辛希尔·A·贝尔蒂斯就关于美国企业家们竞争和健康发展争论的中心问题进行了探讨。这场争论的焦点在于下一代企业家的融资渠道是否已经枯竭,是否需要动用基于纳税人的那部分钱来弥补这个资金缺口。1993年4月15日,美国企业协会把这两种意见的专家召集到一块共同思考两个问题:如果有的话,那么资本市场的企业融资功能有什么缺陷?政府在风险投资中应扮演什么样的角色?最后,该书回顾了这场政策讨论的简要历史,描绘了风险资本市场的统计特征,并概述了在AEI会议上提出的观点和见解^⑤。

《风险投资:法律与实践》(Venture Capital: Law and Practice, by Darryl J Cooke, LL.M.) 的作者戴瑞尔·J·库克(Darryl J Cooke)根据1996年1月1日之前作者所能得到的有关英国的法律材料,针对风险投资交易的竞争中,一些基本的东西常常被忽视,以至于以后产生问题的情况,就风险投资交易的所有方面,以及在保证为完成投资的平稳处理的管理交易等法律方面的问题进行了阐述。正如作者本人所说,“这本书不是彻底的学术著作(其主题的大部分内容应是其自身范围的专门题目),而是旨在当关系到风险资本交易时向实践者提供有用和完整工具的实务性的可读性强的书。”英国风险资本协会主席戴维德·魁斯奈(David Quysner)对此书的评价是:“英国风险资本协会希望:此出版物能有助于提供风险资本法律和惯例的最新观察。”^⑥

至于Nasdaq In Black & White 1998, published by NASDAQ 等资料,那只是针对美国纳斯达克市场的一些材料介绍,就好像上海证券交易所的介绍性资料一样,没有理论方面的论述。

国内风险投资的研究源于 1997 年成思危主编的《科技风险投资论文集》（民主与建设出版社），该论文集从时间上来说，在中国的出版是及时的。但由于风险投资在中国的发展尚处在萌芽阶段，加之该书是一种论文的收集，因此有待不断充实和发展。中国社会科学院金融研究中心课题组曾在 1998 年 8 月按照国务院有关部委的要求起草了《建立科技风险投资体系实施方案》。该方案虽然也就风险投资在中国的可行性等问题进行了探讨，但总体上来说，它更多地具有实务操作上的建议。由刘曼红 1999 年主编的《风险投资：创新与金融》（中国人民大学出版社）主要侧重于介绍美国风险投资情况，在结合中国实际方面尚有待更进一步地加强。由盛立军在 1999 年 9 月著的《风险投资：操作、机制与策略》（上海远东出版社）属于风险投资领域研究中较好的一本。尤其是其中“机制篇”中的资源整合、资金配置和融资模式等的研究融入了自己的理解。但是不足在于理论的深度有待挖掘、理论的系统有待深化。而由吴艳鹏在 1999 年 11 月主编出版的《创业板市场》（中国民航出版社）着重收编了一些有关创业板方面的资料并融入自己的理解，但是该书主要涉及的是风险投资之一——退出机制的研究，同时，更偏重于实际资料的编写。

由张景安 2000 年 5 月主编出版的《新世纪风险投资系列丛书》（中国金融出版社）共六本，它们是：《风险企业与风险投资》（罗晖、吴冠华等编著），从多个角度全面系统地介绍了风险企业和风险投资业的概念、发展特点、运作过程及发展对策等。《风险企业与融资技巧》（安红平、傅浩等编著），从风险企业的角度出发，详细介绍高科技企业可供选择的几种融资形式：商业银行贷款、天使投资者和企业风险投资、风险资本家、直接上市融资等；对风险融资中最为重要的要素——商业计划书进行全面

的介绍，包括商业计划书的重要性、商业计划书写作的原则和内容架构、写作要领、研究写作的过程、主要内容和格式，并提供了两份典型的商业计划书示例。《风险投资与操作实务》（李楠林、柯迪、马苏芹等编著），从实践操作和理论两方面着手，试图揭示美国风险投资业成功的原由，以及风险投资内在的规律性的东西。《风险投资与技术创新》（林新、彭润中等编著），系统研究了技术创新和风险投资的相关问题，包括技术创新与经济的发展，技术创新政策与政策工具，技术创新与风险投资等方面内容，并侧重对发展我国的技术创新和风险投资作了探讨。《风险投资与二板市场》（柯迪等编著），在详尽介绍了世界各地（包括我国香港在内）的二板市场和分析了我国中小高科技企业发展状况的基础之上，对建立我国二板市场提出了自己的看法和设想。《风险投资与法律惯例》（余琪等编著），主要基于美国的风险资本市场是目前世界上最大、最发达的风险资本市场这样一个事实，借鉴了美国风险投资业的发展过程中的经验和教训，以及可能的风险规制手段。

通过该系列丛书的编著工作使我有机会接触到上百万字的英文原始资料以及国内各种有关风险投资的最新动态，更进一步激发了我继续进行风险投资研究的激情。尽管正如我们在丛书的前言所称：“该丛书是我国目前唯一的一套全方位、多角度论述风险投资的丛书”，但是，这套丛书毕竟是一套类似于科普类的作品，涉及的面虽然较广，而由于时间仓促，终究给人以浅尝辄止的感觉，无法在理论深度上进行“宁静致远”的探索。

此外，前些时间，尤其是 2000 年，随着国内创业板出台的呼声日益高涨，各种所谓的“创业板”方面的书可谓多也。但这些书的内容大同小异，绝大多数是有关国家创业板方面资料、文件的罗列和案例的拼凑，其商业驱动性甚为浓厚，有些作者的浮

躁之心暴露无疑，当然也不可能有什么理论价值和意义。

二、风险投资体系与本文研究的主要问题界定

风险投资作为一种社会性很强的事物，必然有着一种内在的系统，具有本身所特有的生态环境，即风险投资体系。

风险投资体系就是与风险投资活动有内在关系的总和，包括投资受体（风险企业）、投资主体（出资人和资本管理人及其使用的金融工具）、以创业板市场为代表的撤出机制等市场条件、中介组织、监管机构和有关金融机构等^⑦。具体可表述为：

1. 投资受体（风险企业）：即高新技术企业或高成长型企业；

2. 投资主体：即各种形式的创业投资机构，包括创业投资公司、创业投资基金及基金管理公司及其相关金融工具；

3. 撤出机制：创业板市场、主板市场、场外交易市场和企业并购清算市场；

（在本文中，笔者将 1、2、3 三点界定为研究的主要问题，并进行了较为深入的研究。）

4. 可为风险企业提供投融资、上市推荐、创造金融产品等服务的金融机构；

5. 与创业投资规范运作相关的法律、法规；

6. 监管机构，某些相关政府部门或由其委托或下放权利的承担监督职能的相关中介机构；

（以上 4、5、6 三点，笔者将它们融合在各章加以论述。）

7. 中介机构，如高新技术企业认定机构、知识产权评估机构、投融资咨询机构、项目评估机构、保荐机构、行业自律机构及其相关的服务机构等。

（第 7 点笔者没有专门加以论述，只是在研讨其他问题时

所涉猎。)

三、本书研究的思路与创新之处

(一) 本书研究的思路

本书研究范围的确定与结构的安排，出于以下考虑：因为风险投资事业的建设是一项系统工程，这在客观上给本文的论述带来一定挑战；而正是这种挑战，才有机会使本文具有自己的特色。为了妥善解决这一问题，理清思路，笔者确定了论述中的思路：

1. 不对风险投资有关问题作面面俱到的分析，而是紧紧以风险投资的客体、主体和退出机制为主线，在阐述中力求“深”而不求“泛”，尽可能达到纲举目张的效果；

2. 将风险投资的这些主要问题放到促进我国经济发展、与国民经济相匹配的高度来分析，避免片面地就风险投资论风险投资；

3. 用发展的、历史的眼光分析国外风险投资模式，并以发展的、现实的眼光进行风险投资在中国的实践研究与设计，注意阶段合理性与发展性的结合；

4. 力求突破“风险投资没有多少理论”的误区，为风险投资的产生、发展和繁荣寻求与发现新的理论依据。

(二) 本文创新之处

1. 在研究方法上，通过对风险投资体系的全新梳理，突现了它的内在逻辑性，使得以风险投资为核心的“人力资本—技术创新—风险企业—风险投资—退出机制—高科技的发展—经济的高速成长—国力强盛—人类更趋文明”的经济发展链一目了然，清晰地揭示了新经济时代世界经济高速发展的本质。

2. 将一些看似与风险投资无关的理论率先引入风险投资领

域并加以适当的变形，用来阐述风险投资中存在的现象。比如：

- (1) 通过人力资本产权特征理论和总裁生命周期理论的研究，首次证明人力资本产权特征理论在风险企业中的脆弱性；
- (2) 用契约理论中经营者选择问题理论，阐明风险资本选择风险投资者与风险投资选择风险企业家现象并指出这一模式恰恰准确地反映了风险投资机制中最为成功和普遍的组织形式之一：有限合伙制。当然，在风险投资与风险企业之间同样存在着这种结构，即风险企业家是在一定投入的基础上，风险资本才愿意介入；
- (3) 美国的詹姆斯·范霍恩（James C. Van Horne）和约翰·瓦霍维奇（John M. Wachowicz, Jr.）（1998）较为成功地阐述了降低公司总风险的理论贡献、公司项目组合理论以及管理期权，同时，还阐述了CAPM的变形理论。由于他们论述的是关于一般公司的方法，我们将在阐述他们涉及到的理论的同时，加以适当的变形，将他们形成的一套理论运用于风险投资的研究中，对于风险投资来说无疑具有极为重要的参考价值；
- (4) 并购理论在风险投资撤出过程中的创新运用等等。

3. 本书以实证的方法，率先系统地以风险投资客体、主体和退出机制为线索，研究了新兴的中国风险投资业，着力站在理论的高度深刻地总结和反思中国风险企业、中国风险投资机构的经验教训，并对即将开设的创业板市场提出一系列中肯的建议。资料翔实，分析有理有据，将风险投资研究放到促进中国经济发展、与国民经济相匹配的高度来进行，为我国方兴未艾的风险投资业提供了较为系统和有益的思路和探讨。

本书正是依据以上思路和创新点来进行论文的结构安排和研究的。

第三节 论文结构与概况

本书共分三部分：导论——主要阐述了论文研究的意义、方法与结构。第一章到第三章为上篇，着重就风险投资的一般理论进行分析；第四章到第六章为下篇，重点进行了风险投资的中国实践研究。以下是该论文的结构与概况：

第一章 风险投资客体：风险企业研究

关于风险企业的理论研究，首先从新古典经济学关于企业论述的局限性开始。新古典经济学把企业看作是一种投入和产出之间的技术关系。它的“厂商理论”只是与消费者理论（consumer theory）对应的供给理论，而不是企业理论。

科斯关于企业的理论论述则有突破之处，即“交易费用”的引入。但是，科斯的理论也有忽略之处：第一，科斯的理论使交易费用适当地成为分析的中心概念，但是科斯的理论较少可操作性，不能以系统的形式运用于估价风险企业和市场之间完成交易的效率。第二，关于风险企业中“人力资本的产权特征”并没有被科斯引入对企业合约及其特征的思考。

其次，从企业发展的三个阶段，即“古典式企业和企业制度”、“现代企业和股份公司制度”、“后现代式企业和企业制度”来看，风险企业不同于以上我们所讨论的任何种类的企业。它从属于所谓的“后现代企业”或“泛风险企业”。在这种特殊的企业中，人的力量占据主导作用。最为明显和重要的特征在于人力资本、技术创新与政府扶持等，因此，本章将紧紧围绕这三个方

面进行理论的探讨。

一、风险企业中人力资本的产权特征

人力资本的产权特征主要表现为三个方面：第一，人力资本天然归属个人；第二，人力资本的产权权利一旦受损，其资产可以立刻贬值或无影无踪；第三，人力资本总是自发地寻求实现自我的市场。这些特征都是非人力资本所没有的。这是理解企业的基础，也是理解企业理论中“企业家”、“委托—代理理论”和“激励”等问题的基础。

目前的产权理论首先界定“（非人力）资本”的权利，或者以为界定“资本”产权是界定其他产权、从而建立有效激励机制的前提条件，对人力资本的产权问题却同样没有注意。凡此种种，都明显地滞后于目前国际、国内的实践。

此外，人力资本产权特征理论在风险企业中仍具有脆弱性，譬如如何对总裁和企业高级管理主管的“经验拐点”作出合理解释。对此，美国哥伦比亚大学的汉布瑞克（Hanbrick）和福克托玛（Fukutomi）在 1991 年提出了总裁生命周期的五阶段模型，对总裁任职期间领导能力的变化及其原因，作出了比较完整的理论假说。通过研究可以得到以下启示：第一，金钱并非万能，风险企业也并非一“股”即灵；第二，风险企业应实施企业再造，从制度上根除总裁生命周期的出现；第三，充分发挥风险投资家的作用，主动延长总裁生命周期；第四，大力推进和参与“职业经理人”市场的建设和运用。同时，我们认为，需并重企业家与知识型员工在风险企业中的作用，企业家精神可以弥补总裁生命周期的不足。企业家精神应包含如下因素：诺斯在新制度经济学里提出的“合作精神”及韦伯所说的“敬业精神”。

二、风险企业中的技术创新特征

通过青年经济学家熊比特和“老年”熊比特有明显差异的理论体系来观照市场和企业，我们发现随着市场结构集中程度的提高，企业的创新将趋于下降；而在近于完全竞争的市场中，中小企业的创新优势反而更大，创新的成果和数量并不取决于企业的规模。这一结论表明，青年熊比特的假设显然更适用于风险企业的技术创新特征。鉴此，我们有必要在风险企业中营造一种有利于公司内技术创新的制度和氛围。

其次，从外部经济效果与技术创新的关系来看，完全竞争可以导致资源配置的有效性，但其前提是经济活动不存在外部经济效果。一旦经济行为主体的经济活动产生了外部经济效果，经济运行效果将不满足帕累托效率条件，市场配置的效率受损，导致市场失灵。技术创新的动力在于经济利益，但风险企业的创新者由于企业的弱小而无法独占收益，严重削弱了其创新动力。

再次，进化经济学理论认为技术创新是一个以企业为主体的动态演化过程（J·S·Metcalfe, 1995）。表现为：（1）利益驱动；（2）多样性和分散性；（3）对竞争优势的有意识追求。由于企业创新能力的强弱取决于内外两部分的结合，不仅需要知识的生产和储存，还需要来自外部知识的转移。

三、风险企业中的政府扶持

为了解决外部经济效果对风险企业的技术创新带来的负面效应，经济学家庇古于1920年出版的《福利经济学》中提出，政府可通过征税与补贴来矫正错误的价格，使企业的私人成本和收益等于社会的成本或收益，从而获得有效的资源配置。当然，还可以通过合并和内部化，以价格等于边际社会成本来决定产出水