

21 世纪创业教育系列精品教材

创业投资学

阎 敏 主编

王文良 王景红 杨曼利 参编
岳福琴 朱连周

清华大学出版社
北 京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目（CIP）数据

创业投资学 / 阎敏主编. — 北京：清华大学出版社，2019

（21世纪创业教育系列精品教材）

ISBN 978-7-302-51494-7

I. ①创… II. ①阎… III. ①创业投资—教材 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2018）第244224号

责任编辑：吴雷

封面设计：汉风唐韵

版式设计：方加青

责任校对：王荣静

责任印制：沈露

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>，<http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦A座 邮 编：100084

社总机：010-62770175 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969，c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈：010-62772015，zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印装者：北京国马印刷厂

经 销：全国新华书店

开 本：185mm×260mm 印 张：16.75 字 数：373千字

版 次：2019年1月第1版 印 次：2019年1月第1次印刷

定 价：49.00元

产品编号：077603-01

序 言

《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020年）》明确提出，要大力推进高等学校创业教育工作。随着国内各高校纷纷成立创业学院并开设创业教学课程，为推进应用型人才的培养创造了条件。然而，迄今为止多数高校在创业教育教学的课程设置及教材建设方面的进展相对滞后。据调研了解，目前全国高校创业投资教育和教学所使用的统编性教材并不多，2017年以前仅发现了2014—2016年出版的两个版本：一是东华大学管理学院田增瑞的《创业投资学》；二是山东政治大学于春明的《创业投资理论与实务》，这两本教材的内容大同小异。

西安外事学院是一所以创业教育见长的民办高校。该校2009年创立了创业学院，并设立了相关专业课程；2010年该校首次统编了《创新创业基础教程》，以供全校学生开设创业通识课教学使用。从2016年开始，西安外事学院进一步完善创业教育课程设置及教材体系建设，计划增设相关创业专业课，以供创业精英班及将要招收的研究生班开课使用。此本《创业投资学》教材因此应运而生。

本教材全面系统地介绍了创业投资的理论和实务，其内容包括创业投资的基本原理和方法、委托代理理论、组合投资理论及创业相关政策和法规；创业前期的市场调研、项目评估、企业筛选、交易谈判及投资对象的确定与投资准备；创业投资基金的设立、集资及其投资管理的相关实务；创业企业的资本融资及创业投资的资本运营与业务管理实务；创业投资市场退出和收益获取的渠道、方式、手段等具体实操规程，特别是创业投资全过程的风险防范及监控等管理技术、方法。学习和掌握上述专业理论和实务操作技巧，对于准备创业的高校毕业生提升创业信心和创业成功率无疑会有非常重要的帮助。

相比于其他同类教材，本教材具有以下特色：

（1）时效性极强。随着我国2015年“大众创业、万众创新”经济发展战略的实施，各高校的创业教育及应用型人才培养需求倍增。在这种时代背景下编写这本创业专业课教材，其市场需求潜力巨大，时效性极强。

（2）实务性极强。与教材的内容相对应，全书除三章理论知识外，其余大部分章节均为创业投融资及其风险管理的实务可操作性内容。因此，学习和掌握本书知识，对于高校毕业生和广大创业者提高创业技能具有重要作用。

（3）应用性极强。对教师而言，本教材内容精练，共十章三十五节，便于教学课时

的安排；同时，实务性章节之后均有与本章内容相对应的案例分析，以教代练，学用结合，有利于提高应用型人才培养的效果。

本教材由阎敏提出编写大纲，由王景红、王文良、杨曼利、朱连周、岳福琴五位老师参与撰写，最后由阎敏总审定稿。本教材中的具体章节分工分别为：第1、6章，王景红；第2、7章，王文良；第3、9章，杨曼利；第4、10章，朱连周；第5、8章，岳福琴。另外，在本教材编写过程中，西安理工大学在读研究生袁想希参与了本教材相关章节的案例搜集和文稿校对工作；同时，西安外事学院董事长黄藤教授担任本教材主审，在本教材的编写和出版过程中也倾注了大量心血，在此一并表示衷心的感谢！

由于编者的水平有限，书中难免存在疏漏与不足。诚恳希望专家和读者不吝指教，以便于其后不断完善。

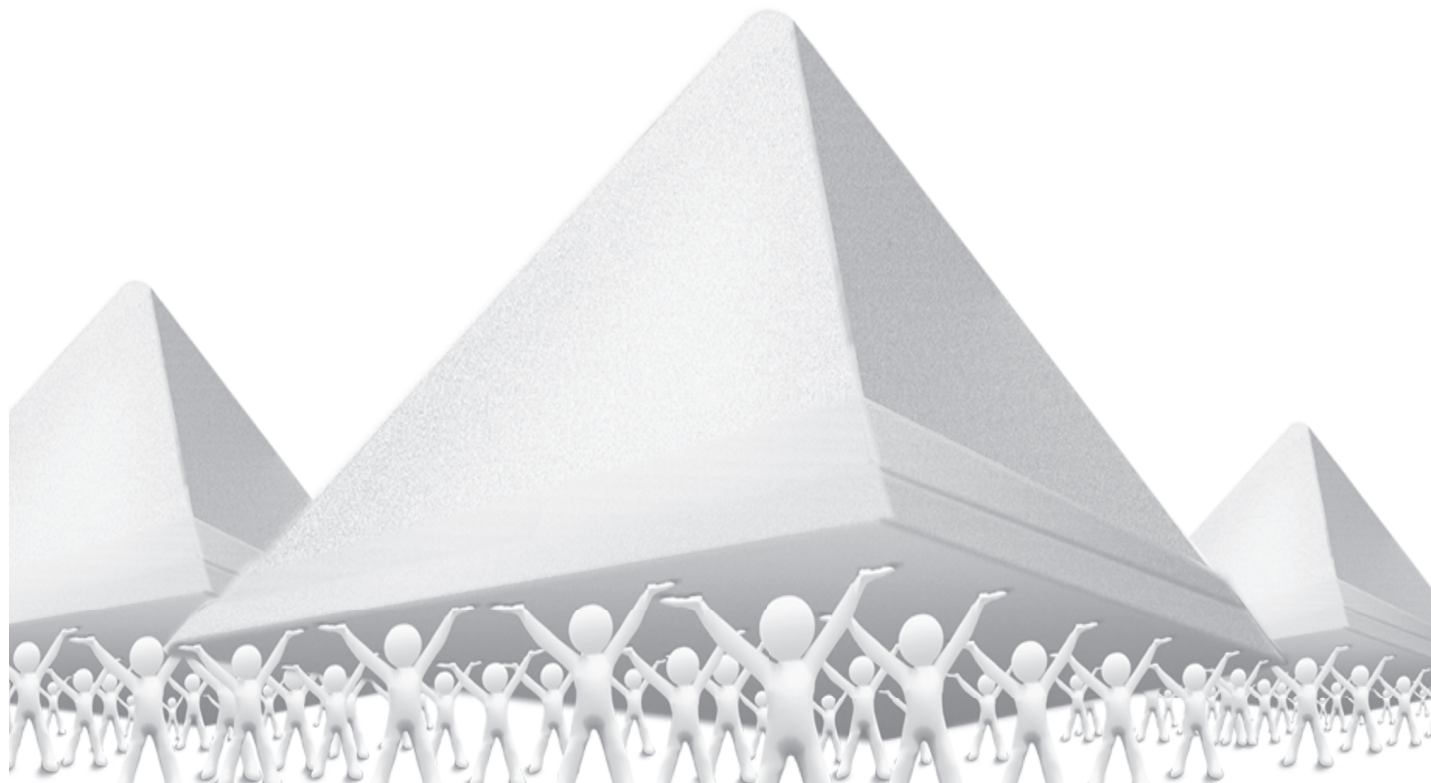
阎 敏

2018年8月30日

目 录

第 1 章 创业投资概述	1
1.1 创业投资的概念及特征	2
1.2 创业投资的产生与发展	12
1.3 创业投资的要素构成	27
第 2 章 创业投资理论	35
2.1 创业投资原理	36
2.2 创业投资效应理论	40
2.3 创业投资管理理论	46
2.4 创业投资委托代理理论	52
2.5 创业投资的组合投资理论	59
第 3 章 创业投资环境	65
3.1 创业投资市场环境	66
3.2 创业投资政策环境	73
3.3 创业投资法规环境	88
案例分析	96
第 4 章 创业投资决策	97
4.1 创业投资市场调查和预测	98
4.2 创业投资价值及风险评估	106
4.3 创业投资对象筛选与确定	114
案例分析	119
第 5 章 创业投资基金	121
5.1 创业投资基金概述	122
5.2 创业投资基金设立	126
5.3 创业投资基金募集	133

5.4	创业投资基金管理	136
5.5	创业投资引导基金	138
	案例分析	143
第 6 章	创业融资	145
6.1	创业融资概述	146
6.2	创业融资方式	148
6.3	创业融资效率	168
	案例分析	174
第 7 章	创业投资运营	175
7.1	创业投资运营资本	176
7.2	创业投资运营业务	180
7.3	创业投资运营转型	187
7.4	创业投资运营管理	193
	案例分析	198
第 8 章	创业投资退出	199
8.1	创业投资退出时机选择	200
8.2	创业投资退出方式	209
8.3	创业投资退出实操	212
	案例分析	222
第 9 章	创业投资财务核算及收益评价	223
9.1	创业投资的融资成本核算	224
9.2	创业投资的经营成本核算	227
9.3	创业投资的经营收益评价	231
	案例分析	238
第 10 章	创业投资风险管理	239
10.1	创业投资风险管理概述	240
10.2	创业投资风险管理理论	246
10.3	创业投资风险管理实务	251
	案例分析	259
	参考文献	260



第1章

创业投资概述

1.1 创业投资的概念及特征

1.1.1 创业投资的概念

1. “创业投资”一词的来源

15 世纪，英国、葡萄牙等国家的一些富商纷纷投资开拓与发现新殖民地和商业机会的远洋探险，首次出现“venture capital”；19 世纪，美国一些商人投资油田开发、铁路建设等创业企业，“venture capital”一词广为流传；20 世纪，美国一些富有家庭和个人投资者注资新创企业，一些大企业、大金融机构重点投资高新技术企业的产品研发，特别是 20 世纪 70 年代以来，创业投资在全球迅速发展，美国等发达国家通过创业投资促进高新技术产业的成功经验更是引人注目，许多机构和学者将“创业投资”等同于高新技术企业的投资。

20 世纪 80 年代后期，“venture capital”在我国逐渐受到重视，“中国风险投资之父”成思危（1999）认为对高新技术企业的投资是风险投资，这种观点对学术界和政府部门产生了深刻影响，2000 年以前“venture capital”大多被译为“风险投资”，特指风险投资公司对高新技术产业的投资。

2003 年，刘健钧等学者认为“venture”的含义有“冒险、冒险事业（行动）、（商业）投机、投机物品（商船，船货等）、代销货物、创立新企业、委托品、赌注”等，“venture”在商业领域通常被解释为“承担风险以开创一个新的商业事业”。“venture capital”指人们对较有意义的冒险创新活动或冒险创新事业予以资本支持，故“venture capital”应译成“创业投资”。因为，支持创业是创业投资的本质属性，若将“venture”称为“风险”，容易使人们片面地强调创业投资的“风险”，而不是从“支持创业的投资制度创新”的角度理解其“与创业相适应的资本经营过程”这一本质。

于是，在一些文献、政府文件中采用了“风险投资”和“创业投资”两种说法，如国务院出台的文件用“风险投资”，国家发改委、科技部、商务部等发布的文件则用“创业投资”。但不久后这两种表述竟然演变到水火不相容的地步，甚至由此考虑的政策着眼点也大相径庭：“风险投资”论者强调投资者的风险意识和投资冲动，“创业投资”论者强调被投资对象的创业特性。后经过多方查考，两种理解是站在不同角度和立场进行的表述，如房汉廷（2005）认为，“venture capital”一词从投资人角度可以视为“风险投资”，但站在被投资对象立场看，由于这些资本主要投资于种子期、初创期的企业，为创业者提供了迫切需要的权益资本融资，自然也可以视为“创业投资”。因此，“venture capital”应该包括“创业”和“风险”两层意思，似乎更应该翻译为“创业风险投资”。基于此，在

国务院发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）》及配套政策中，第一次采用“创业风险投资”，由科技部、商务部和国家开发银行联合推出的大型调查报告也从2006年更名为《中国创业风险投资发展报告》。至此，官方的解释和表述口径才逐渐走向统一。而我国台湾、香港等地区的学者认为，“capital”的含义是资本，因而根据“venture capital”的英文语义、意境及其本质内涵，将“venture capital”翻译为“创业资本”或“创业投资”则较为妥帖。

2. “创业投资”与“风险投资”的区别

由于“venture capital”在种子期、初创期、成长期、扩张期、成熟期无不涉及相当高的风险，所以一些人将其称为“风险投资”。但在英文中指一般意义上的风险时多用“risk”，而且“risk capital”是随着股票市场和期货市场的发展，在各种投资工具层出不穷的基础上发展起来的，“risk”没有主动承担风险的意思，而“venture”表示行为人主动承担高风险。因此，从“venture capital”的英文语义与实践操作情况来看，“风险投资”并不能真实反映“创业投资”的实质内涵。

首先，创业投资以“创业”为基点，即不论是资金投入者还是知识投入者都以开发某种高新技术产品为开创事业的起点和事业发展的基本立足点；而风险投资强调“风险”，由于任何投资都存在风险，所以“风险投资”概念容易使投资者偏离“创业”的基点。

其次，创业投资强调股权性投资，即“不能拿他人的资金进行冒险”，对投资者是一个严格的财产约束；但风险投资的投资者可以利用借贷资金进行“投资”（例如，我国一些企业利用银行借款进行项目扩张），极易发生投资活动中的财产约束软化。

再次，创业投资强调投资回报主要靠股权转让（交易）来实现，因此，一方面要求投资者注意所创“事业”的质量和成熟度；另一方面，创业投资要求资本市场为股权转让（交易）提供必要的支持；但风险投资则仅强调承受“高风险”、获取“高收益”，容易使投资者忽视“事业”而注重“炒作”。

最后，“高风险—高收益”的关系在创业投资中是一种建立于“创业”基点上的客观联系，并非主观追求；但我国一些机构为获取高收益，假借风险投资的“名义”，利用他人资金进行运作，一旦发生亏损就用“高风险”来解释。因此，“高风险—高收益”在这类场合实质是由主观追求形成的。

至此，从理论上讲，在我国使用“创业投资”概念，有利于避免“风险投资”概念可能带来的上述种种误解。由于国外学术界认为“创业投资”（venture capital）特指投资于新创企业的资本形态，与“非创业投资”（non-venture capital，特指投资于相对成熟企业的资本形态）相对应；而“风险投资”（risk capital）则泛指所有未做留置或抵押担保的投资形态，与“安全投资”（security capital，特指已做留置或抵押担保的资本形态）相对应，从而有助于与国外学术界的交流与合作。

3. 创业投资的含义

起源于欧美国家的创业投资（venture capital，VC）是指投资极有可能血本无归的新

创事业或高新技术行业，并希望新创事业成功或高新技术企业成长之后获得超额资本回报的投资行为。目前，虽然学术界并没有形成一个统一的、官方的精确含义，但国内外权威机构及学者所给出的定义仍然值得借鉴。

美国全美创业投资协会指出：创业投资是由职业投资家投入新兴的、迅速发展的和有着有巨大市场竞争力的企业中，并通过参与被投资企业经营管理的权益性资本。美国《企业管理百科全书》认为：创业投资是对不能从股票市场、银行或银行相似的传统融资渠道获得资本的工商企业的投资行为。

欧洲投资银行认为：创业投资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进行的股份形式承诺的投资；英国创业投资协会也认为凡是对未上市公司注入的权益资本，就可以称作创业资本。欧洲创业投资协会给出的定义是：创业投资是一种由专业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的投资行为。

世界经合组织科技政策委员会于1996年发表了一份题为《风险投资与创新》的研究报告，该报告指出创业投资是一种向极具发展潜力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：投资周期长，一般为3~7年；除资金投入之外，投资者还向投资对象提供企业管理等方面的咨询和帮助；投资者通过投资结束时的股权转让活动获取投资回报。

我国国家发改委等十部委2015年11月15日联合发布的《创业投资企业管理暂行办法》第二条中明确指出：创业投资“系指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式”，其中“创业企业指的是在中华人民共和国境内注册设立的处于创建或重建过程中的成长性企业，但不含已经在公开市场上市的企业”。

除了国际上有代表性的上述创业投资含义界定之外，我国国内的一些专家学者对创业投资的含义也做了较为详细的深层理解。从学术研究的层面仔细考量，均有其可借鉴之处。其中，万志勇认为：创业投资是指投资于创业企业，并通过资本经营服务，培育和辅导创业企业成长，以期分享其高成长带来的长期资本增值。它包含三层含义：投资对象是创业企业，以区别于对非创业企业的投资；不仅提供资本金支持，而且提供特有的资本经营等增值服务，以区别于单纯的投资行为；在企业完成创业使命后即退出投资，以实现自身的资本增值，进行新一轮的创业投资，以区别于那种长期持有所投资企业股权，以获取股息红利为主要收益来源的普通资本形态。

综上，创业投资是指向具有巨大发展潜力的成长型、扩张型或重组型的未上市高新技术创业企业提供资金，参与经营管理为其提供增值服务，数年后再通过上市、兼并或其他股权转让方式撤出投资，取得高额投资回报的一种投资方式。要精确理解其深度内涵，必须把握其三个基本点：一是创业投资的意义在于促进创业，在西方国家“venture capital”常常与创业（entreneurship）相联系；二是创业投资的对象是高新技术创业企业（如美国商务部统计，第二次世界大战以来95%的科技发明与创新都来自小型的新兴企业）；三

是能增加就业的创业投资更有意义，创业投资作为企业成长和发展的催化剂，是劳动力的蓄水池，为整个社会提供了巨大的就业机会和空间。总之，当前“创业投资”在我国是推动“大众创业、万众创新”的重要资本力量，是技术、资本、人才、管理等创新要素与创业企业实现有效结合的投融资方式。

1.1.2 创业投资的类型

由于“capital”蕴含“融资”与“投资”两层意思，加之世界各地如火如荼的创业投资实践，尤其是我国国内几乎所有国际风险投资公司掌门人的骄人业绩和百度、新浪、搜狐、携程、如家等为代表的一批留学人员回国创业的融资经历，都表明创业投资是活跃在金融市场上的一种灵活的、全新的投融资方式。正如人的一只手有手心与手背之分，创业投资也可划分为两大类型。

1. 投资视角的创业投资类型

从投资角度看，创业投资是支持创新创业的一种“集合投资制度”，虽然创业投资界在实践中有投资赛道和参赛选手的分类，但从理论上讲，一般根据创业企业发展的五个时期：种子期、初创期、成长期、扩张期、成熟（获利）期，相应地把创业投资划分为五种类型，其中前三个阶段的投资称为早期投资，后两个阶段的投资称为晚期投资。

一是种子期投资。种子期(seed stage)又称为筹建期，企业尚未真正建立，基本处于技术、产品的研究与开发(research and development, R&D)阶段，只是实验室成果、样品和专利，这一阶段的投资通常是所谓的种子基金，投资方主要是政府、创业孵化园区或富有且敢于冒险的个人投资者(天使投资者, angel)，种子基金主要用于帮助企业研究其创意、编写商业经营计划、组建创业管理团队、进行创业市场调研等。

二是初创期投资。初创期又称为起步期或者导入期(star-up stage)，创业企业已经注册设立并开始运营，拥有了一份初步的经营计划，管理团队逐步完善。投资方开始参与企业筹建或提供资金，以制订出新产品或劳务的正式设计书及经营计划。本阶段是最冒险和最困难的阶段，但已经能够对详细的技术和商业计划书进行评估，因此，创业投资机构通常在此阶段开始投资新创企业。

三是成长期或发展期(development stage)投资。成长期产品进入开发阶段，技术风险大大降低，并有数量有限的顾客试用，但仍没有销售收入。至此阶段末期，企业完成产品定型，着手开始其市场开拓计划。此时的企业资金需求增加，内源融资已远远不能适应，迫切需要外部股权性融资，创业资本一般在这一阶段大批进入新创企业。

四是产品销售或扩张期(shipping stage)投资。扩张期企业开始出售商品或者劳务，并拥有一定的销售量和利润，资产规模逐步扩大。但企业需要进一步提高生产能力、开拓产品市场，此时仍需大量资金，一般需要通过几个创业投资机构来共同投资。此时，原先已进入的创业投资机构会继续跟投，同时会有新的创业投资机构加入进来。

五是成熟期投资。成熟期又称为获利期（profitable stage），企业在本行业逐渐站稳了脚跟，开始由新创企业转变为成熟企业，此时私募股权投资机构也积极加入，企业如果接近或达到公开上市水平，创业投资机构和私募股权投资机构会帮助企业实现这一飞跃，以便获利退出；企业如果处于困境，或处于破产边缘，或资金周转不灵，私募股权投资机构还会通过并购和重组使其重获新生，然后在适当时候撤出，因而称之为重建期投资（re-build stage），通常以企业合并（consolidation）或杠杆收购（leverage buyout）两种方式进行，此时的创业资本称为重组基金（turn-around fund）。

2. 融资视角的创业投资类型

从融资角度看，一个刚起步的创业公司或创业团队的融资轮次分为种子轮、天使轮、preA轮、A轮、A+轮、B轮、C轮、BAT轮、preIPO、IPO等。这里的A、B、C轮指的是创业公司过了种子期，从发展早期开始的第一次、第二次、第三次融资，可能还会有D、E、F、G轮，但也可能只有A轮就上市了。其核心就是投资人的投资金额，越往后融到的钱也越多。

一是种子轮（融资）。此轮通常处于只有“idea”和团队，但没有具体产品的初始状态。投资人一般多是家人、亲朋好友，或创业者自掏腰包，也有政府或种子期投资人。一般项目融资金额都在100万元左右，根据不同赛道可能从几十万元到200万元不等。

二是天使轮（融资）。天使投资（angel investment, AI）是指发生在公司初创期，公司融资项目已经开始起步，产品初具模样，有种子数据或能显示出数据增长趋势的增长率、留存、复购等证明；同时创业团队也积累了一些核心用户，商业模式处于待验证的阶段。投资来源一般是天使投资人、天使投资机构，投资量级一般是300万元到500万元。

PreA轮（融资）。倘若项目前期整体数据或公司已经具有一定规模，只是还未占据市场前列，PreA轮是一个夹层轮，融资人可以根据自身项目的成熟度决定是否需要进行PreA轮融资。

三是A轮（融资）。此轮公司产品有了成熟模样，开始正常运作一段时间并有完整详细的商业及盈利模式，在行业内拥有一定地位和口碑，可能依旧处于亏损状态。资金来源一般是专业的创业投资机构（venture capital, VC），投资量级1000万元到1亿元。

四是B轮（融资）。此轮公司商业模式与盈利模式均已得到很好验证，有的已开始盈利，此时需要推出新业务、拓展新领域。资金来源大多是上一轮的创业投资机构跟投、新的创投机构加入、私募股权投资机构（private equity, PE）加入，投资量级在2亿元以上。

五是C轮（融资）。此轮公司已开始盈利，居于行业前三。除了拓展新业务，这轮还要补全商业闭环、为上市做准备。资金来源主要是PE，还有一些VC也会选择跟投，投资量级10亿元以上。

D轮（融资）、E轮（融资）、F轮（融资）是C轮（融资）的升级版。一般C轮（融资）后就是上市了，开始向社会公众公开招股，即首次公开募股（Initial Public Offerings, IPO）。而“A+轮”是在A轮之后的融资，BAT轮即资金来源于“百度”（Baidu）、“阿里巴巴”（Alibaba）和“腾讯”（Tencent），preIPO即首次公开募股前的融资。

3. 我国和美国创业投资分类的区别

美国知名私募股权投资数据库及数据分析服务提供商“Pitchbook”将美国的创业投资（venture capital, VC）行业划分为天使和种子、早期VC、晚期VC三个阶段，并按以下标准定义。

天使与种子投资：要求公司没有VC或私募股权投资（PE）参与，或公司尚未对外宣布正在进行与VC或PE的合作。对于种子投资，除上述标准，还包括融资金额在50万美元以下，且首次披露融资信息。

早期投资：融资轮次在A、B轮的企业，如果融资信息无法获取，则通过公司成立时间、之前的融资历史、参与的投资者情况等信息进行判断。后期投资，是指C、D及以后轮次的企业。

中美两国对投资阶段的划分和统计范畴不同，特将中美投资业名词对照阐释如下：美国的“天使与种子投资”，对应到我国等同于种子投资、天使投资（个人行为）和早期投资（机构行为）；美国的“早期投资”（指A轮和B轮）及后期投资（指C轮、D轮及以后），对应到我国则合并为VC投资；我国的“中后期投资”，一般指PE阶段。

1.1.3 私募股权投资与投资银行

1. 创业投资与私募股权投资

与创业投资密切相关的一个概念是私募股权投资（PE），我国通常将创业投资（VC）和私募股权投资统称为产业投资基金。总体而言，创业投资与私募股权投资既有联系，又有差别。

（1）广义和狭义的创业投资。狭义的创业投资指专门投资高新技术创业企业处于初创期、成长期和扩展期等早期发展阶段的投资活动。在狭义框架下，种子阶段的投资称为天使投资，获利期和重建期的投资则称为私募股权投资。广义的创业投资是指对处于种子期到重建期所有阶段的创业企业的投资活动，包括了天使投资、狭义VC和国内通常所说的PE（狭义的PE）。

（2）广义和狭义的私募股权投资。中国风险投资研究院认为：“PE是指通过定向私募的方式从机构投资者或富裕个人投资者手中筹集资本，将其主要用于对非上市企业进行的权益投资，并在整个交易的实施过程中，充分考虑到未来资本的退出方式，即可以通过公开上市、企业间并购或管理层回购等方式，出售所持有资产或股份以获取利润的行为。”从总体讲，私募股权投资具有如下特点：

一是PE资金募集和投资方式都以私募形式进行，即主要通过非公开方式向少数机构投资者或个人募集资金，其销售和赎回都是通过基金管理人私下与投资者协商，持币待投的投资者和需要投资的企业必须依靠个人关系、行业协会或中介机构来寻找对方；

二是PE多采取权益型投资方式，绝少涉及债权投资，和一般的证券类私募投资（基金）

相比，PE 机构积极参与所投企业的重大战略决策和日常管理与经营，投资工具多采用普通股或可转让优先股、可转债；

三是 PE 一般投资于非上市公司，投资期限长达 3 至 5 年，投资回报高于公开市场的股票和债券的收益；

四是 PE 资金来源广泛，如富有的个人、风险基金、杠杆并购基金、养老基金、保险公司和战略投资者等；

五是 PE 投资退出渠道多样化，有首次公开发行股票（IPO）、兼并与收购（mergers and acquisitions, M&A）或管理层回购（management buy-outs, MBO）等。

可见，私募股权（PE）的融资模式不同于公司债券和股票，不能在证券市场自由交易，但与贷款（loan）相似；从法律角度讲，它不是债（debt）而是一种股权或权益（Equity），既能发挥融资功能，又能代表投资权益；既是一种金融工具，也是一种投融资后的权益表现形式。

广义的私募股权投资涵盖了企业首次公开发行前各阶段的权益投资，即对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和 Pre-IPO 各个时期企业所进行的投资，可分为创业投资（狭义的 VC）、发展资本、并购基金、夹层资本、重振资本、Pre-IPO 资本（如搭桥融资，bridge finance）以及其他上市后的私人投资、不良债权和不动产投资等。

狭义的 PE 通常是指投资于获利期和重建期已具有一定规模、产生稳定现金流的成熟企业，以并购基金和夹层资本为主。在我国，狭义 PE 以成长基金（growth capital）类别为主，并购基金（buyout fund）类很少，而夹层资金在资金规模上最大，我国的 PE 多指后者，所以我国媒体很自然地将 PE 局限在成长基金（growth capital）类别中。

（3）狭义 PE 与狭义 VC 的区别。狭义 PE 与狭义 VC 虽然都是投资未上市企业，但狭义 VC 投资于企业初创期，企业还不成熟，投 10 个可能成功 1~2 个；VC 投资规模较小，一般需要 5~8 年才能完成退出，一般为股权投资，以参股为主；而狭义 PE 投资于企业成熟期，盈利模式较稳定，可以较快退出，只需 2~3 年，投资规模较大，Pre-IPO 业务最多，不仅可以参股还可以控股，一般进行战略性投资或产业整合。

（4）广义 PE 与广义 VC 的联系。从总体上看，PE 与 VC 都是通过私募形式对非上市企业进行的权益性投资，然后通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利。一般情况下，PE 对处于种子期、初创期、发展期、扩展期、成熟期和 Pre-IPO 各个时期的企业进行投资，故广义上的 PE 包含狭义的 VC。

目前，我国资本市场很多传统的 VC 机构也介入 PE 业务，而许多传统上被认为专做 PE 业务的机构也参与 VC 项目，比如著名的 PE 机构凯雷投资集团也涉及 VC 业务，如其投资的携程网、聚众传媒等。因此，从两者的投资方式——私募形式、投资对象——非上市企业、投资目的——套现退出、投资收益——资本利得等方面看，两者在实际业务中的界限越来越模糊。

在我国的一般机构调研报告中，都将这两个概念统一为风险投资的通用表述，简称则为 PE、VC。PE、VC 很多情况下只是概念上的一个区分，国内的一些研究机构与金融机

构对两者并不做特别区分。本书所指的创业投资既是广义的 PE 又是广义的 VC，即广义的 PE、VC。

2. 创业投资与投资银行

与创业投资密切相关的另一个概念是投资银行，简称投行，如高盛、摩根大通等。投资银行的概念 20 世纪四五十年代出自美国，而在我国和日本普遍称之为券商。投行的本源业务一般分为项目承揽和项目承做两类，其中项目承揽是资本市场部，负责寻找项目和资金以及与项目方、资金方的沟通；项目承做有并购部门、首次公开上市（IPO）部门、研究部门等，主要负责把资本市场部拉来的项目完成。但现代美国的投行所经营的业务已经完全综合化了，大的投行其业务几乎无所不包，涵盖商业银行、保险公司、信托租赁及所有的金融机构业务领域，成为真正意义上的金融百货公司了。

但投行的实质是为企业、私募股权投资及创业投资服务的一种中介机构，PE 和 VC 都是投资者，而不是中介，这是与投行最大的分别。国际上一些大投行也设有自己的 PE 或者 VC，所以也可以把 PE 和 VC 看作广义的投行业务。

1.1.4 创业投资的特征

创业投资是以支持新创事业，并为未上市企业提供股权资本以获取股利与资本利得为目的投融资活动。作为一种投融资机制，它不同于一般的银行融资和证券市场的融资，也不同于一般的实体投资和股权投资，一般说来具有以下特征。

1. 投资对象偏好高新科技型创业企业

从企业生命周期角度看，处于种子期、初创期、成长期的创业企业往往由于成立时间短，收入、利润等指标难以达到上市标准等原因无法进行公开的直接融资。但创业企业的风险与其收益成正比，早期的不确定性使得创业企业在早期的估值很低，投资成本也最低，而所带来的投资回报率则最高，一大批投资者、专业的投资机构和创业投资基金正是看中了其超额投资回报。

作为逐利性强的创投机构，由于其商业嗅觉更为灵敏，以及高风险高收益的资本特性，一般传统行业创业企业很难满足它的收益需求，而一些拥有萌芽阶段的技术和前沿科技的高新科技型创业企业具有发展潜力大、增长速度快以及高额收益等特点，因而创业投资的投资对象主要是中小型高新技术企业或项目，这类企业或项目通常具有很大不确定性但成长性好，创投机构主要在该类企业成长的全过程进行投资。

2. 投入资金并提供增值服务

一般的银行贷款和股票等传统金融信贷只提供资金而不参与企业的管理，但创业投资由于没有任何抵押为担保，同时创业企业管理运作也并未达到制度化，在提供资金支持的同时，具备丰富的行业和管理经验的创投家们就会主动参与到所投企业的运作与管理中，在初创期会指导日常管理、团队组建、市场战略等，在成长期更加强业务拓展，到扩张

期提供更多的资金支持、进一步打开销售渠道为上市做准备，到后期提供国际战略合作、联合发展等相关的服务和指导。

对于创业企业来说，创业投资家不仅投入资金，还协助创业企业组建管理团队，进行项目筛选、尽职调查，提供财务和融资服务、信息支持服务、法律咨询服务和战略资源等，特别是创业投资家通过财务监管、高层内参、资源对接等形式提供投后管理，协助企业家制定发展规划、改善管理，甚至直接参与管理，起到了副驾驶的作用。

国内外著名创投机构在投资后的管理中发挥着不可替代的作用，其提供的多样化增值服务使所投企业快速发展和壮大，为创业投资成功地增值撤出创造条件。例如，IDG资本对投资组合中的每一家公司提供资金、经验、商务关系等强有力的支持；创新工场通过针对早期创业者需求的资金、商业、技术、市场、人力、法律、培训等提供一揽子服务，帮助早期阶段的创业公司顺利启动和快速成长，同时帮助创业者开创出一批最有市场价值和商业潜力的产品。

3. 投资方式为渐进式中长期股权投资

创业投资以“创业”为出发点，开发某高新技术产品或创新事业。一般来说，一项高新技术产品的产业化和市场化需要3~7年，高新技术中小企业成长的生命周期通常经历种子、初创、成长、扩张和成熟5个阶段。为避免大额债务融资，股权融资就成为首选，这包括上市前的天使投资、创业投资、私募投资和上市后的市场融资等。加之“创业”所需的资金应属资本性资金，只能通过投资关系确立。创业投资资金来自政府部门、国有企业、社会居民、非国有企业等投资者。

那些长期持有被投资企业股权以获取股息的一般股权投资往往是一次性支付或时间确定的分期付款，而创业投资事先无法确定投资的总额和期限，大多采取股权认购持有的形式，持股期一般3~5年居多。通常创业投资者不要求掌握控股权，一般占比30%左右，这种股权也是创业投资者影响企业行为的重要手段和工具，而且创业资本最初投资额较少，随着创业企业逐步走上正轨不断地跟进投入，一旦发现问题就立即中止投资，而已经投入的资金只有在项目成熟后或被投资企业发育成长到相对成熟后才可能退出投资。

4. 投融资过程呈现出鲜明的阶段性与循环性

一项科技创新或项目成功是阶段性成功累积而成的，因此，从最初的创业者投资，再到天使投资、创业投资，直到首次公开上市（IPO）成功后的市场融资，高科技创业企业的融资是一个阶段性的融资过程。

而创业投资家根据项目（企业）的发展情况将资金分段投入，天使投资关注早期阶段，创业投资在发展阶段推进其继续运转，PE在晚期阶段，即在企业上市前6个月到1年的时间里注资解决股权重组、债务偿还等问题，从而使得创业企业的资本结构更加清晰透明，为顺利上市做准备。

不仅如此，一个成功的创业者常常是一个连续创业者，当一个项目的融资完成获得创业成功后，再选择新的项目开始新一轮的创业融资；创投家们也总是采取“投入—增值—

退出一再投入”的资本循环运作方式，创业资本完成5个阶段的周期循环后，一般通过上市或股权转让撤出，再选择新的项目开始新一轮的创业投资。如此循环往复，创业者成就创业梦想，创投家实现创业资本的快速扩张。

5. 运作流程是以融资为首的投资与融资相结合

创业投资的运作流程分为创业投资家融资、寻找和筛选项目、详细评估、谈判和交易设计、投资生效后的监管和退出，创业投资家的融资途径有政府资助、大公司的创业资本、政府担保的银行信贷或各类金融机构的贷款和民间资金等，天使投资人和创业投资机构与创业企业家共担风险、共享收益，创业投资在促进科技进步的同时也成为适合高新技术企业技术创新的一种融资方式。

除融资功能外，创业投资还能通过导入政府扶持资金、启动资本运作进行增资扩股，以及提供增值服务增加企业信贷可获得性等渠道，以起到信号显示和导入资金的功能。特别是创业投资基金常常利用优先股、可转债以及创业股东回购等金融工具和投融资方式，既保证融资方对资金的需要，又尽可能地降低投资风险，成为一种向成长性创新企业提供资本支持和管理服务，并通过股权转让获得增值收益的一种新兴投资模式。

因此，作为一种新兴的金融运作模式，创业投资是“venture”而非“risk”，是“capital”而非“investment”，它不是单纯的借贷资金，而是一种权益资本。创业投资既包括投资的性质，也包括融资的性质。创业资本以资本的形式投入，以资本的形式退出并获得超额增值，在实务运作过程中是以融资为首的投资和融资的结合过程。

6. 盈利模式关键在于退出

创业投资的最终目的不是获得所投企业的所有权，“以退为进”是其业务模式和资本特性，通过从产业链的关键环节自上而下地梳理和筛选项目，在企业高速发展、急需资源和资金时（或企业再造时）通过阶段性的投资参股，分享企业的成长溢价，并通过二级市场、并购回购等方式实现资本的退出。

创投家和创投机构一般在投资项目之前都会梳理规划出项目的退出渠道，通常有首次公开上市（IPO）、企业兼并与收购、出售、回购、清算等。其中IPO是最理想的退出方式，上市不仅利润最高，还可以使基金经理的投资回报率得到量化，使创业企业提高企业知名度、扩充资金。因此，作为扶持创业投资的政策之一，我国开设了深圳证券交易所创业板（又称二板，即第二股票交易市场，2000年10月筹建，直到2009年10月23日正式上市）、中小企业板（2004年设立作为创业板的过渡，被视为中国未来的“纳斯达克”）和新三板（2012年在北京设立的全国中小企业股份转让系统，继深、沪的第三家全国性证券交易场所）帮助中小高科技创业企业上市。

我国目前的退出渠道一般以IPO、并购、挂牌、转让、回购等方式为主，从退出渠道和金额来看，虽说IPO收益最高，但IPO概率最小，因为项目公司IPO审核慢，加之一些投资者对并购退出了解有限，相关的操作手段和回报都成为其退出道路上的障碍。相比之下，新三板和股权转让这两种退出方式更为经济、快捷，也成为天使投资退出的重要形

式。据清科集团统计，2016年前11个月共发生218起退出案例，其中新三板退出92起，股权转让96起。

7. 投资策略有分段投资、组合投资和匹配投资

与一般股权投资不同，创业投资通常采取三种策略：一是分段投资（分轮次投资）策略，即根据创业投资基金融资方的发展情况，将资金分期投入，一旦发现问题立即中止投资，从而把投资风险降到最低；二是组合投资（联合投资），对于风险较大、投资额较高的项目创业投资基金往往联合其他投资者共同投资，牵头的投资人持有的股份最多，这对于创业企业来讲，也可以享有更多的投资者资源；三是匹配投资，是指创业投资基金在投资时，根据情况要求创业者或创业企业高管投入相应的资金。目前，有些创业基金的管理人资本开始从原来的1%提升到了20%以上。

8. 创业家和创投家都是一群高学历、高素质的复合型专业人才

由于创业和创业投资的失败率都很高，创业投资对创业投资家和创业企业家的素质要求都很高。而成功的创业者往往都是专业功底深厚、意志力顽强的高素质复合型人才，创业投资公司筹集的资金也都是敢于冒险的资金，风险投资的游戏规则之一就是专家理财、职业化投资，其运行机构采取有限合伙制，筛选最具有技术与市场前景的项目，较好地解决了委托代理带来的道德风险问题，最大限度地发挥了创业企业家的才能，而且采取组合投资尽可能化解非系统性风险，采取分段投资化解不对称信息的管理风险，能最大限度地识别与回避风险，从而形成有效的风险防范机制。

由此可见，创业和创业投资都是在高度专业化和程序化的基础上进行的，创业企业家和创业资本家本身都是一群高学历、高素质的复合型专业人才。特别是对于绝大多数创业投资机构而言，其行业眼光、专业资源和项目渠道往往依赖于合伙人的能力半径。例如，IDG资本的合伙人具有科技、医学、财经、管理等背景及丰富的管理、风险投资运作经验，凭借其出色的业绩及业内的美誉，赢得了创业者及投资者的信赖。

此外，创业投资是一种“选择性金融”制度，也是一种非公开权益资本，表现为一种新型的金融模式，包括天使投资、对冲基金、并购基金、其他PE基金等另类金融，构成了不同于传统的银行、保险、证券、信托等金融系统，形成了对传统金融体系的冲击。

1.2 创业投资的产生与发展

1.2.1 创业投资的起源

创业投资的出现最早可追溯到15世纪的英国、葡萄牙、西班牙等西欧岛国创建远洋贸易企业的时期和19世纪末的美国西部创业浪潮时期，当时的私人资本投资于远洋探

和钢铁、石油、铁路等新创事业并获得了超额回报。

20世纪20至30年代，美国一些富有的家庭和个人投资者开始向一些新创办的公司投资。到20世纪40年代，美国大企业的投资重点开始倾向于高新技术产品的研制与开发。美国一些金融机构也开始向研制新科技产品的企业提供资金，形成了最初的创业投资（风险投资）雏形。

1945年，英国诞生了全欧洲第一家风险投资公司——工商金融公司。1946年，约翰·惠特尼（J.H.Whitey）成立了第一个私人风险公司——惠特尼公司。同年稍后，美国哈佛大学教授乔治·多威特（Georges Doriot）、波士顿美联储的拉福富兰德斯（Ralph Flanders）和一批新英格兰地区的企业家成立了第一家具有现代意义的风险投资公司——美国研究与发展公司（AR&D），开创了现代风险投资业的先河，它被公认为全球第一家以公司形式运作的创业投资基金。

1951年日本成立风险企业开发银行，向高技术风险企业提供低息贷款，从而揭开了日本创业投资发展的序幕。法国的创业投资始于1979年创建了创业投资（风险投资）公共基金，新加坡的创业投资活动始于1983年第一家当地创业投资基金的成立。以色列创业投资萌芽于20世纪60年代，主要起源于银行对电子行业贴现利率政策。1985年，以色列成立了第一家创业投资基金公司Athena，这家以美国和以色列联合成立的有限合伙的基金公司的成立标志着以色列创业投资的诞生。

我国的创业投资起步于20世纪80年代中期，1986年1月11日，我国第一家专营新技术风险投资的全国性金融企业——中国新技术企业创业投资公司在北京成立，我国创投行业正式登上历史舞台。

1.2.2 创业投资在国外的发展

1. 创业投资在美国的发展

20世纪50至70年代，创业投资资金主要投向中小成长型企业。1958年，美国小企业管理局设立“小企业投资公司计划”（SBIC），以低息贷款和融资担保的形式鼓励成立小企业投资公司，通过小企业投资公司增加对小企业的股权投资。从此，美国的创业投资市场开始迅速发展。1971年，美国全国证券交易者协会有限公司创建纳斯达克市场，这是全球第一家电子化的证券自动报价市场，使已成熟的风险型高科技企业走向证券市场，美国最具成长性公司中90%以上都在该市场上市，使得风险资本顺利退出。

1972年，唐·瓦伦丁（Don Valentine）创办红杉资金（Sequoia）风险投资公司，迄今投资了超过350家新科技公司，并为投资机构管理超过7.5亿美元的资产，包括个人电脑革命者苹果公司、开创游戏机工业先河的雅达利（Atari）、最有名的数据库公司甲骨文（Oracle）、网络硬件巨人思科（Cisco）和网络传奇雅虎（Yahoo）。

1973年，随着大量小型合伙制风险投资公司的出现，全美风险投资协会（National

Venture Capital Association, NVCA) 宣告成立, 为美国风险投资业的蓬勃发展注入了新的活力, 标志着创业投资在美国发展成为专门行业。

1978 年美国劳工部的《雇员退休收入保障法》规定, 允许养老基金有条件地介入创业投资事业; 1979 年进一步放宽了养老基金对风险投资的限制, 1978 年、1981 年两次下调长期投资所得税, 从 49% 降到了 20%。这不仅使养老金成为风险投资的最大资金来源, 也使整个风险投资的资金水平有了很大提高。

1982 年, 美国还制定了《中小企业技术革新促进法》, 不仅规定政府按法定比例对高新技术企业提供资助和发展经费, 支持高新技术企业的技术创新, 资助具有技术专长和发明创新的科技人员创办高新技术企业, 而且还规定了有关创业投资优惠政策, 保证政策的稳定和贯彻实施, 更大程度地吸引风险资本进入高新技术领域。

20 世纪 70 年代以来, 创业投资基金开始投资大型成熟企业的并购。1976 年, 克拉维斯 (Henry Kravis) 和表兄罗伯茨 (George Roberts) 以及他们的导师科尔伯格 (Jerome Kohlberg) 共同创建了三人姓氏首字母组成的 KKR 公司, KKR 的投资者主要包括企业及公共养老金、金融机构、保险公司以及大学基金, 是以收购、重整企业为主营业务的股权投资公司, 尤其擅长管理层收购。从此, 出现了专业化运作的并购投资基金, 即狭义的私人股权投资基金。

特别是在 20 世纪 80 年代以来美国第四次并购浪潮中催生的黑石 (1985 年)、凯雷 (1987 年) 和德泰投资 (1992 年) 等著名并购基金管理机构的成立, 极大地促进了并购投资基金的发展。根据美国风险投资的统计数据, 1979 年风险资本的规模为 25 亿美元, 1985 年达到 115 亿美元, 到 1990 年翻了一番, 达到 330 亿美元; 2000 年, 达到 688 亿美元, 占全球份额的 72%。

2007 年, KKR、黑石、凯雷、德泰投资等并购基金管理机构脱离了美国创业投资协会, 发起设立了主要服务于并购基金的管理机构——美国私人股权投资协会。后来的并购投资基金管理机构也兼做创业投资、不动产投资基金等新的股权投资基金品种, 因此私人股权投资基金的概念也从狭义发展到广义。

2017 年美国风投公司总计向 8 000 多家公司投入了 840 亿美元资金, 而上一次美国得到如此大规模的风投资金还是在 2000 年。美国 2006 年至 2017 年风险投资市场情况, 如图 1.1 所示。

由图 1.1 可见, 美国创业投资领域从 2006 年到 2016 年一直保持高速增长, 尽管 2017 年不如 2015 年和 2016 年年初那样强劲, 但仍然十分可观。其中, 2017 年天使轮和种子轮的创业公司受影响最大。对此, PitchBook 创始人兼 CEO 约翰·加伯特 (John Gabbert) 在美国 2017 年第一季度报告中说: “我们认为, 这表明投资者和创业者开始回归更严格的投资模式。双方都开始在市场上采取更加谨慎的态度, 并展开必要的尽职调查, 从而签订对双方都公平的交易。”

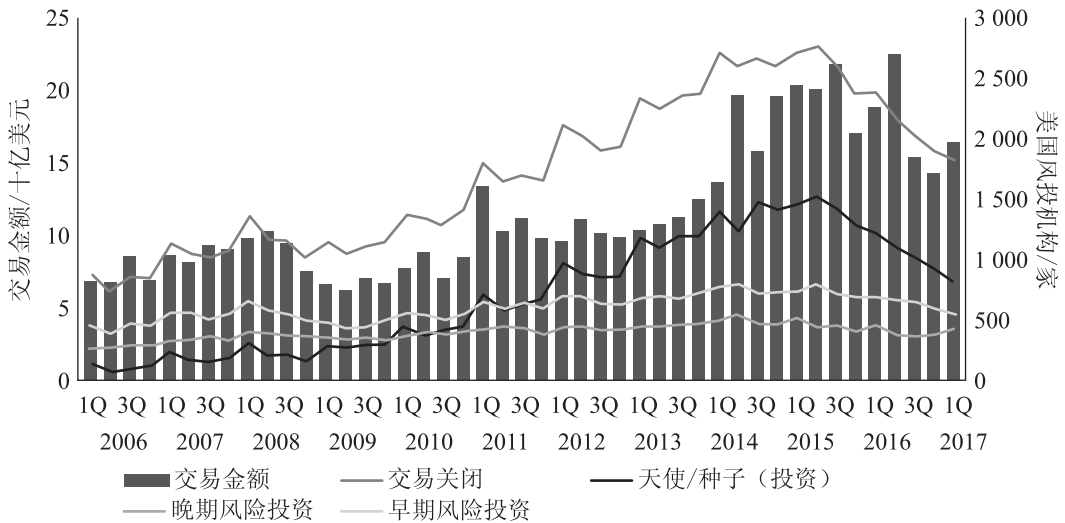


图 1.1 美国风险投资活跃度继续回归平均水平

资料来源：http://www.sohu.com/a/153514999_559195.

2. 创业投资在其他国家的发展

美国创业投资的成功经验被世界各国纷纷效仿，世界各国创业投资公司的数量和创业资本的总额迅速扩张。总体看来，从1981年起全球范围内风险投资的发展进入一个高潮期，荷兰（1981年）、丹麦（1982年）、澳大利亚（1984年）、新加坡（1986年）、印度（1986年）等国已经展开风险投资。

1992年，以色列政府设立了1亿美元的约兹玛创业基金（风险基金），成立了国有独资的约兹玛风险基金公司，由政府投资85%、创业投资孵化器投资15%，孵化器为创业企业提供商业模式、会计、法律方面的服务，创业企业提供技术和管理方面的两位专家，等创业企业成功上市后，政府资金原价退出，形成了以政府为中心引导创业投资发展、再适时退出的创业投资发展模式。

1993年5月，为促进新加坡创业投资事业的发展，新加坡创业投资协会（Singapore Venture Capital Association, SVCA）成立。1994年，英国的创业投资额为20.74亿英镑，占其国民总产值的0.73%，仅次于美国。

2000年，以色列筹资净额达三千多万美元，在美国纳斯达克上市的以色列企业达120家，仅次于美国和加拿大；欧洲创投资本筹资额和投资额创下历史最高水平，分别达到480亿欧元和350亿欧元。自2011年以来，欧洲“深科技”创业公司吸引的资本快速增长，到2015年年底，投资总额达到23亿美元，如图1.2所示。

欧洲“深科技”的并购也迅猛增长，2016年前三季度并购交易额约880亿美元，达到新的高峰，主要来自两起大额并购：软银以约320亿美元收购英国半导体芯片制造商ARM，高通以约470亿美元收购荷兰半导体开发商恩智浦，如图1.3所示。

DEEP TECH STARTUPS ARE ATTRACTING SIGNIFICANT INVESTMENT

Capital invested (\$M) and # of deals in deep tech companies

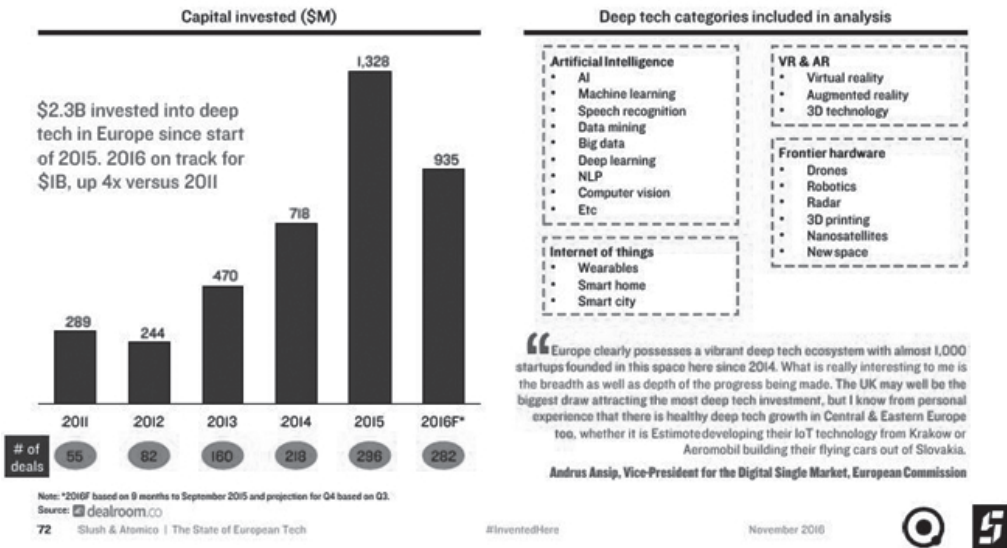


图 1.2 “深科技” 创业公司吸引大量投资（单位：亿美元）

M&A IN EUROPEAN DEEP TECH HAS HAD A RECORD YEAR, WITH TRANSACTIONS WORTH \$88B+

Deep tech M&A, 2011 to 2016 (9M)

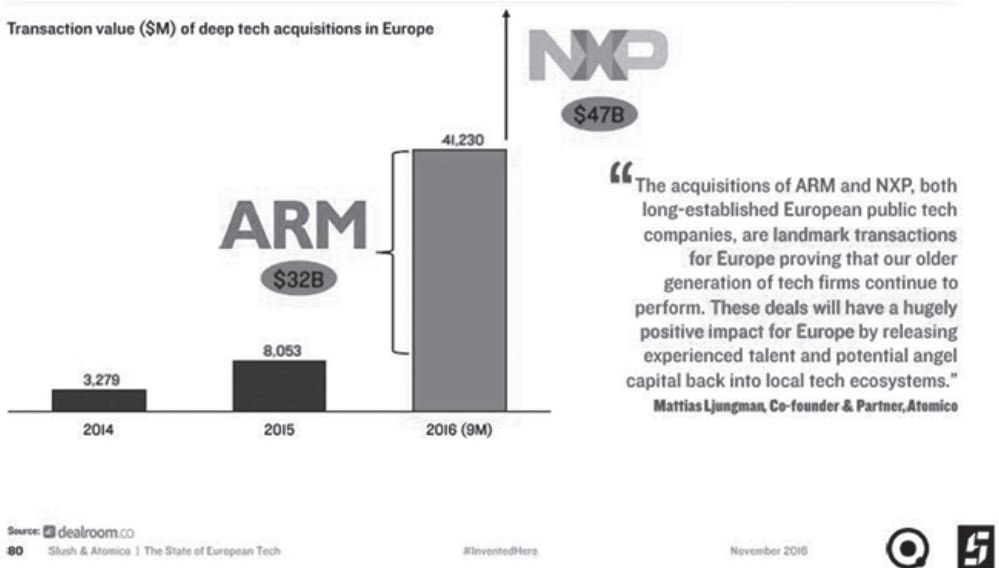


图 1.3 欧洲“深科技”并购统计（单位：亿美元）

2017年，偏重北美、欧洲的创业投资渐渐转向亚洲，东南亚创投形势持续向好。2017年东南亚的创业公司从投资者那里获得了78.6亿美元的投资，比2016年的25.2亿

美元增长了三倍多，这是自 2013 年以来的最高增长。如图 1.4 所示。

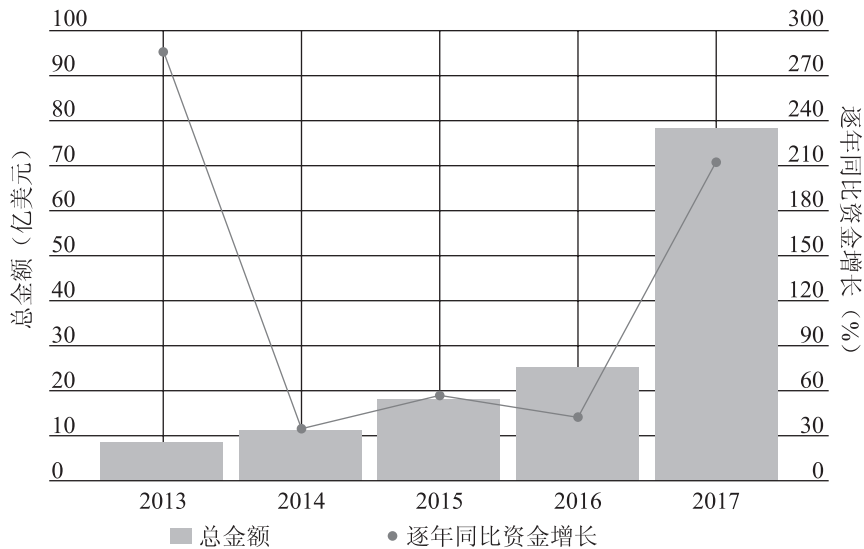


图 1.4 东南亚创业投资总额比较

1.2.3 创业投资在我国的发展

我国创业投资的发展规律和我国科技创业历史、资本市场发展进程密切相关，1998 年成思危提交了《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》（又被称为“一号提案”），我国创业投资业才得到了实质性发展；同时大批海外基金和创业投资公司进入我国，为我国创业投资提供资金以及制度借鉴；2005 年《创业投资管理暂行办法》的出台为我国创业投资的稳步发展提供了制度支持，多层次资本市场初步建立；2006 年最后一天，渤海产业投资基金仓促挂牌，我国自有 PE 品牌开始涌动；2009 年创业板正式推出，本土创投退出渠道通畅，国内外创投同时高歌猛进，全民 PE 到来；2012 年新三板设立，2013 年天使投资成为“明星”，2014 年新三板带动我国创投界空前火热，2016 年逐渐回归理性。

回望我国创投起伏之路，由政府资金作为引导，通过风险补助和投资保障方式带动银行、社会资本等多主体参与创业投资，创业投资越来越倾向于支持中小型高科技企业的初创期发展，创业资本的退出方式也日趋完善，退出效益不断提高，创业投资日趋成为高新技术产业发展的驱动器。依据政府创业投资引导基金、私募股权基金（PE）和创业投资基金（VC）、海归创投基金三个投资主体，可以梳理出我国创业投资发展的三条主线。

1. 政府引导创业投资市场

纵观世界各国创业投资实践，许多国家都设有政府创投项目引导创投市场，我国最初的创业投资也是从国家层面开始推动的，在国务院各有关部门和地方政府的推动下，政府创业投资引导基金的探索与发展经历了三个历史阶段。

第一阶段：探索与起步阶段（1985—2004年）

我国政府引入国际先进经验，沿着两条主线探索一系列以促进科技进步为目的的新的创业投资政策，也推动了我国创业投资行业的初步发展。一是科技部门对创业投资基金的最早探索，1985年3月原国家科委牵头有关部委草拟《中共中央关于科学技术体制改革的决定》首次明确指出“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给予支持”。随后，上海、江苏、浙江、广东、重庆等地设立了由地方政府出资以科技风险投资公司为名的创业投资机构。1997年，国务院组织七部委成立了“国家创业投资机制研究”小组，从此将创业投资发展正式提升到国家战略层面。二是财经部门对产业投资基金的探索，鉴于20世纪90年代全球范围内“股权投资基金”概念还未流行，人们使用较多的是“创业投资基金”概念，创业投资基金与证券投资基金的显著区别是“证券投资基金投资证券，创业投资基金直接投资产业”，我国财经界将创业投资基金又称为“产业投资基金”。1993年8月，为支持淄博作为全国农村经济改革试点示范区的乡镇企业改革，原国家体改委和人民银行支持原中国农村发展信托投资公司率先成立了淄博乡镇企业投资基金，并在上海证券交易所上市，这是我国第一只公司型创业投资基金。1996年6月，原国家计委开始系统研究发展“产业投资基金”的有关问题，并推动有关制度建设。

紧接着各地科委和财政部门开启了共同组建政府背景的创业投资机构的浪潮，如深圳市政府设立的深圳创新投资集团公司和中科院牵头成立的上海联创、中科招商。当时我国创业投资还没有形成有限合伙人（limited partner, LP）群体，创业投资的资金绝大部分来自政府和国有单位，主要是财政科技拨款。国内的资本市场同样处于起步阶段，1990年“上交所”成立，1991年“深交所”成立，即使是我国第一家证券公司——深圳特区证券也是1992年才成立，大家发现国外早已成熟的IPO以及并购退出方式在国内根本不适用。很快，由政府创办的这些投资机构发现钱投出去了，但由于缺乏退出途径无法获得投资回报。

为了持续运营，许多创业投资公司开始转向成熟企业和行业，有的甚至投向房地产和证券市场。1998年6月中创公司终因大量地产项目的投资失败被终止创投业务，其他创投公司也在类似道路上夭亡。现在来看，当时这些创业投资公司的失败是必然的。但这些尝试是有价值的，基于此我国开始了解并认识了创业投资。

1999年8月，上海市政府批准成立了上海创业投资有限公司，并在2000年至2001年间投资设立具有基金性质的机构，其设立与运作是我国政府出资引导创业投资的最早尝试。2002年1月，中关村管委会出资设立的“中关村创业投资引导资金”，是我国第一只由政府出资设立的具有“引导”名义的创业投资引导基金。

据统计，1997年我国创业投资机构仅有51家，2000年达到223家，增幅达396.08%；创业投资管理资本总额也从1997年的101.2亿元增到2000年的512亿元，增幅约405.93%。同时，参与我国创业投资的资本属性也呈现多元化，有政府资本、民间资本和国际资本。1999年至2000年，北京创业投资协会、深圳创业投资同业公会以及上海市创

业投资企业协会相继成立，社会创业投资资本与政府创业投资资本之间的沟通平台已基本搭建成型。

2001年美国互联网泡沫破裂，导致我国资本市场各类股指拦腰折半。作为创业投资最佳退出途径的创业板市场，被再次推迟甚至变得遥遥无期。那些刚走出1997年亚洲金融危机的创业企业，其盈利能力显然没有完全恢复。我国创业投资也陷入低谷，期间大量创业投资公司因资本无法收回而纷纷破产。据统计，从2001年至2004年，我国创业投资公司从323家减少到304家，管理的创业投资资本也从619.3亿元下降至617.5亿元。

与此同时，我国政府在创业投资方面也进行了一些制度创新，最大的亮点就是2004年深交所中小企业板市场的推出。中小企业板主要服务于高成长性、高技术型中小企业，不仅为创业企业获取和整合资源提供平台，也为创业投资公司实现资本增值退出开辟了新渠道。

第二阶段：创业投资引导基金快速发展阶段（2005—2012年）

2005年是我国创业投资发展史上的分水岭，也是我国创业投资步入快速膨胀阶段的元年，主要表现为一系列制度建设为我国创业投资发展形成有效支撑。2005年11月，国家发改委等十部委共同颁布了《创业投资企业管理暂行办法》，允许政府设立创业投资引导基金。

2006年2月，国务院颁布《实施〈国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）〉的若干配套政策》，中国证监会允许中关村科技园区试点试行非上市公司股份代办转让系统，拓宽了创业投资资本的交易和退出渠道；同年3月，国家开发银行和中新创投共同组建“苏州工业园区创业投资引导基金”，总规模10亿元。

2007年，财政部和科技部制定了《科技型中小企业创业投资引导基金管理暂行办法》，主要用于支持科技型中小企业的创业投资、规模为1亿元的第一支国家级创业引导基金宣告成立。

2008年7月正式启动北京市中小企业创业投资引导基金，同年10月随着《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》的出台，各地创业引导基金的设立进入高潮，规模也呈现出逐年增长趋势，从2006年的25亿元增加到2008年的88.5亿元。

2009年9月，孕育十年的创业板市场在深交所正式推出，为创业企业发展和创业投资资本增值退出开辟了新路径。同年10月，国家发改委、财政部与七省市人民政府联合设立了20只创业投资基金。

2010年年初，由北京市中小企业创业投资引导基金与启迪创业投资有限公司合作设立的北京启迪明德创业投资有限公司（以下简称“启迪明德”）向德鑫物联投资700万元。同年10月8日，德鑫物联成为物联网射频识别高端智能装备领域的首家挂牌企业在深交所新三板成功挂牌。

但是，2007年6月新的《中华人民共和国合伙企业法》（以下简称《合伙企业法》）开始实施，各级地方政府为鼓励设立合伙型股权投资基金，出台了种类繁多的财税优惠政

策，此类“股权投资基金”迅速发展起来。以合伙型股权投资基金为名的非法集资案也自2008年开始在天津等地发生并蔓延，国家发改委于2011年11月发布了《关于促进股权投资企业规范发展的通知》。

2005—2012年我国创业投资呈现三大特点。第一，创投公司数量及其管理资本总额规模不断扩大。据统计，2005—2011年，创投公司由319家上升至882家，所管理资本总额由631.6亿元扩大至3198亿元。第二，创投资本来源趋于多元化。政府和国有独资公司所垄断的格局被打破，一些非国有企业、银行、外资以及个人资本逐步进入创投行业。第三，科技园区创业投资发展资金与创业投资资本相结合。受《创业投资企业管理暂行办法》第22条影响，京、沪、苏、津等地纷纷设立创业投资引导基金，以引导民间创业投资资本有效运作，从而大大提高了创业投资资本的使用效率。

第三阶段：“井喷式”增长与“创投国家队”入场（2013—2017）

2012年以前，政府引导基金呈现从无到有的温和增长态势。在一线城市的引导基金快速发展后，区域性引导基金也如雨后春笋般快速成长起来。具有代表性的北京市中小企业创业投资引导基金，截至2012年年底已与国内创投机构共同出资设立了5批22家参股创投企业，35亿元的协议出资中引导基金约9亿元，合作创投机构26亿元，财政资金放大倍数近4倍；参股创投企业已对63家中小企业进行了股权投资，投资额约8.93亿元。其中投资于北京地区中小企业59家，占总投资项目比例的93.65%。我国政府引导基金变动如1.5图所示。

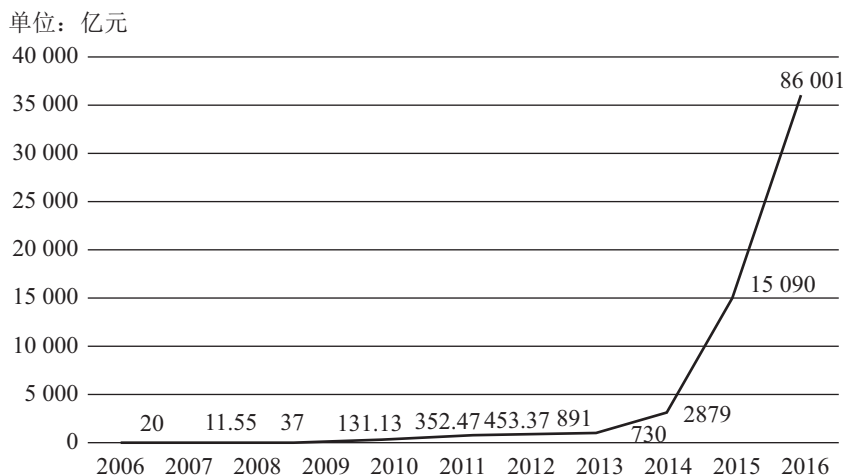


图 1.5 2006—2016 年我国政府引导基金规模变动图（单位：亿元）

资料来源：田蕾. 我国政府引导基金运行问题研究 [J]. 理论探讨, 2017 (2): 112.

由图 1.5 可知，从 2014 年开始，我国的政府创投引导基金业快速增长，2015 年年初设立 400 亿元的国家新兴产业创业投资引导基金，到 600 亿元规模的国家中小企业发展基金，放大比例均超过 2.5 倍，2016 年达到 3.6 万亿元，为 2013 年的 117 倍多，呈“井喷式”增长状态。

政府引导基金迅猛的增长离不开政府政策的指引。2014年12月，地方政府将资金分配方式由“补贴投入”改为“股权投入”。2016年9月20日，国务院发布《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，即“创投国十条”，其中两大亮点在于推动创投主体多元化和拓宽创投市场资金来源，这也意味着创投市场正式迎来“国家队”。

另有不少国字头的创投基金或母基金，以及地方政府的创业引导基金，扎堆式地在2016年成立。据清华科技研究中心发布的数据显示，2016年前三季度新募基金数量同比下降49.5%，新增可投资于我国大陆的资本量为8 296.91亿元，较2015年同期上升29.5%，新募基金数量下降但总规模上升的主要原因在于2016年7月和8月经国资委批准的中央企业煤炭资产管理平台公司、中国国有资本风险投资基金股份有限公司（以下简称“国有风投基金”）两只超千亿规模的国资基金相继成立。

“创投国家队”大举进入创投市场，既体现了国家的双创战略，也壮大了创业投资的资本力量。按照母基金的工作流程，这些“创投国家队”会花一年左右的时间完成团队搭建、募资、投资子基金、尽职调查等工作。国企、地方政府、高校及其注资的创客空间、孵化器等“创投国家队”的资金在2017年上半年逐步进入创投领域，帮助创业企业融资。

目前，除海南等个别省市外，我国几乎所有省市都已设立政府创投引导基金。其中，北京、上海等发展势头强劲，江苏、浙江地区设立密集。截至2016年年底，国家新兴产业创业投资引导基金募资规模达760亿元，已参股基金273支，国内政府引导基金共设立1013只，总目标规模5.33万亿元，已到位资金1.91万亿元，产业类政府引导基金占比超过50%，单只基金平均目标规模57.04亿元，投资领域主要在节能环保、集成电路、生物技术、文化旅游等战略新兴产业。

2. 私募股权基金（PE）和创业投资基金（VC）的逐步繁荣

我国政府创业投资活动从1986年出资设立中创公司至今已有三十多年，而国内的私募股权基金（PE）和创业投资基金（VC）从资金来源看既有国外资本又有国内资本，开始于1993年，只有二十多年的发展历程。自2006年《创业投资企业管理暂行办法》发布实施，特别是创业板和“新三板”推出以来，创投行业发展迅猛，短短几年时间就走过了美国50多年的发展历程，其数量和规模已远超发达国家最高水平。

（1）1993年：中国私募股权基金和创业投资基金的起始点。早在1985年，由彼得·彼得森和斯蒂芬·施瓦茨曼共同创建了黑石（Blackstone），依靠私募股权投资在短时间内快速成长为美国最知名的资产管理公司之一，世界私募股权行业在20世纪80年代已进入高速发展期。

20世纪90年代后大量海外私募股权投资基金和创业投资基金开始进入我国，有美国国际数据集团（International Data Group, IDG）、美国国际集团（AIG）、富达（Fidelity Ventures）、泛亚（Transpac）、新加坡政府投资公司（GIC）、保诚（PAMA）、高盛（Goldman Sachs）、摩根士丹利（Morgan Stanley）、兰馨亚洲（Orchard Asia）、宏碁技术投资（Acer

VC)、集富亚洲(JAFCO)、华登投资(Walden)等。

捷足先登者是IDG,熊晓鸽在IDG创始人及董事长麦戈文先生的支持下,1993年在我国设立了风险投资基金。作为最早进入中国市场的外资投资基金,IDG资本已成为中国风险投资行业的领先者,IDG集结了一批具有远见卓识的投资精英,也开启了至今为止长达二十多年的中国互联网企业的掘金之旅,已在我国投资了超过600多家公司,包括腾讯、百度、搜狐、搜房、宜信、小米、携程等,已有超过150家所投公司公开上市或并购。

1995年中金公司(全称中国国际金融股份有限公司)成立,总裁林重庚邀请吴尚志到中金公司筹备中的直接投资部工作。在吴尚志等人的率领下,中金公司直接投资部很快投资了中国移动、新浪网、鹰派陶瓷、南孚电池等项目,主导投资总额达2亿美元。

1996年,留美归国的张朝阳在《连线》杂志专栏作家尼葛洛庞蒂、创业投资家爱德华·罗伯特和邦德的22.5万美元投资支持下,成立了爱特信公司,这是我国首家以创业投资资金建立的互联网公司。1998年2月25日,正式推出搜狐网。同年4月获得第二笔创业投资,投资者包括英特尔公司、道琼斯、晨兴公司、IDG等,共220多万美元,同时更名为搜狐。

1998年,AIG基金以2.8亿美元投资了中海油,促成并且整体操盘这项投资的是时任AIG北亚和大中国区董事总经理的阎焱,这是当时单笔投资额最大的投资案例。3年后,中海油在纽交所成功上市,这笔投资为AIG获得了3倍回报。

1999年腾讯获得IDGVC、盈科联合投资220万美元,各占20%的股份,这是腾讯公司得以继续生存发展的最重要的一笔创业投资。同年年底,阿里巴巴获得了高盛500万美元的天使资金。

1999年,即将从清华毕业的倪正东和同学成立了清科公司,2001年筹备举办了只有150人参会的第一届中国创业投资论坛。但这次论坛几乎聚集了当时绝大部分活跃的VC、PE机构投资人,这150人中很多人成为日后中国创业投资以及私募股权投资界的翘楚,包括孙强、熊晓鸽、徐新、阎焱、吴尚志、汪潮涌等。

(2) 2001—2002年:国内创投的第一个资本寒冬与萌芽。2000年纳斯达克指数下跌触发了互联网的第一个寒冬,也是我国创投的第一个寒冬。但一批新的本土创投公司初生萌芽,建成了最早的本土公司级风险投资CVC(Corporate VC),最有代表性的是红塔创投和联想创投。红塔创投成立于2000年6月,由红塔集团发起设立,主要关注信息产业、通信、生物制药、新型材料等高新技术领域。联想创投是联想控股旗下独立的专业风险投资公司,成立于2001年4月,核心业务定位于初创期风险投资和扩展期成长投资,目前所投企业超过300家,重点关注中国的创新与成长机会,也称为君联资本。2002年,成立的深创投(全称深圳市创新投资集团,前身是1998年成立的深圳市创新科技投资有限公司),成为我国本土创投界最好的机构之一。

(3) 2003—2004年:美元创投回暖,上市带来新窗口。2003年携程上市,带动了我国互联网的新一轮高潮,也带动了其背后的VC新一轮高潮。携程上市形成了中概股在纳斯达克的第二波上市热潮,让以邓锋为代表的一批在硅谷成功创业的企业家回到国内进入

创投界。邓锋创办的 NetScreen 以 40 亿美元卖出，他当时成为硅谷华人科技界最有钱的人，然后他跟着 NEA 回到国内创投界（注：NEA 是美国最赚钱 VC 机构之一，仅 Groupon 一个案例就让 NEA “一飞冲天”）。

2004 年盛大上市，造就了当年的中国首富陈天桥，同时也成就了中国的创投教父阎焱，他是我国最早的 PE 代表。当初盛大网络由于游戏版权不在自己手里，阎焱团队内部争议很大，后来阎焱力排众议投资盛大。仅 18 个月后，盛大就成功赴美上市。

2004 年 5 月深圳中小企业板正式启动，为私募股权投资在国内资本市场提供了 IPO 的退出方式。同年 6 月，美国著名的新桥资本以 12.53 亿元从深圳政府收购深圳发展银行 17.89% 的控股股权，这也是国际并购基金在我国的第一个重大案例，同时也诞生了第一家有国际资本控股的中国商业银行。由此发端，PE 投资市场渐趋活跃。

(4) 2005—2008 年：本土 PE 和 VC 逐步繁荣，美元基金进入辉煌时期。自 2005 年起，本土 PE 和 VC 逐步繁荣。2005 年 4 月 29 日中国证监会启动的股权分置改革很好地解决了 PE 所投企业的退出问题，同年 11 月国家发改委等十部委共同颁布了《创业投资企业管理暂行办法》，首次就创业投资公司的组建设立和投资运行进行了明确规定；2007 年、2008 年、2009 年先后出台了针对公司型创业投资（基金）企业的所得税优惠政策、《国务院办公厅关于促进创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》《创业投资企业管理暂行办法》及三大配套性政策措施的出台，极大地促进了本土 PE 和 VC 的发展。

2005 年，谷歌进入我国。接着，硅谷两家最老牌和最著名的投资机构红杉资本（Sequoia Capital）和凯鹏华盈创业投资有限公司（Kleiner Perkins Caufield & Byers, KPCB）因其历史上取得的骄人战绩而被称为全球创业投资界的双子星座也进入我国。KPCB 是在美国有“投资教父”之称的约翰·杜尔 1972 年创建，成立数十年来先后投资了 475 家创业企业，包括美国在线（AOL）、亚马逊、康柏、谷歌、莲花软件、太阳微系统（Sun Microsystems）等，其投资组合当中已有 150 多家公司成功上市。

2007 年，阿里巴巴在香港上市，雷军奋斗 8 年的金山上市，网龙、巨人也纷纷上市。同年 4 月，KPCB 公司在我国设立风投基金，并推出第一只海外基金凯鹏华盈中国基金，基金总额为 3.6 亿美元，为我国带来了一个强大的全球创投平台。

(5) 2009—2010 年：本土创投春天来临，“全民 PE”。2009 年创业板终于成立，本土创投退出渠道通畅，我国本土基金真正大发展。前面所提到的那些 VC 全部是美元基金，到 2009 年之后，人民币基金出现。最早成立的深创投汇聚超群的资本实力——35 亿元人民币注册资本、高达 100 亿元人民币的可投资能力、管理着外部 100 亿元人民币的资本，造就了我国资本规模最大、投资能力最强的本土创业投资机制，成为我国新一轮基金的代表。2010 年，国内外的上市都在高歌猛进。深创投早期投资的 26 家企业 IPO 上市，至今这个记录仍没被打破。同时在美国，2010 年共有 43 家企业赴美 IPO 上市。

(6) 2011—2013 年：投资阶段前移，天使投资抬头。2010 年微博开始盛行，让徐小平和李开复、薛蛮子等走入公众视野，他们引领了我国新一波天使投资。我国的天使投资

可追溯到1993年田溯宁、丁健等留美学生在美国创建的亚信，田溯宁也是在硅谷接受了天使投资。2007年、2008年一批企业上市后出现了一批天使投资人，2009年致力于早期阶段投资的创新工场成立，李开复把青年俱乐部（youth club, YC）和孵化的概念再次引入中国。2011年徐小平和王强成立真格基金，天使投资热潮开始形成，也成就了一批中国非常优秀的超级天使。2008年创业邦推出的“年度天使投资人”奖，颁给了雷军，因为他投资了很多非常优秀的互联网公司。

（7）2014—2016年：过山车式的资本与全民创业。2014年，新三板全国扩容后首批近300家企业集体挂牌，新三板挂牌企业达到621家，超过创业板，与中小板企业数量旗鼓相当。A股由2013年的“熊冠全球”转变为“从熊到牛”，从“疯牛”再到“慢牛”的逆袭。其中，新三板牛股频现，共有71股涨幅超十倍；2015年8月，以A股与美股为代表的全球市场暴跌，对中概股发展走势、私有化进展及国内创业公司和融资环境带来巨大冲击，并一直延续至2016年年初。

清科研究中心发布的中国私募股权投资市场数据的统计结果显示，2016年上半年共有1394家国内企业获得PE融资，其中披露融资额度的1243家企业共获得3540.96亿元资金，PE投资案例总数同比减少4.7%，投资总额同比大涨85.9%。在中早期投资领域，2016年上半年共有1264家企业获得VC投资，其中披露投资额度的1052家企业共得到584.95亿元资金，案例数量与投资金额双双同比下降33.3%与12.5%。天使投资领域同样也不乐观，2016年上半年披露的投资案例数量与投资金额同比分别下降34.92%与6.93%。

总体而言，进入21世纪以来，我国创业投资规模创历史新高，截至2016年年底，创业投资机构数量约3500家，管理资本量近2万亿元，总规模位居世界第二。总结其发展历程如图1.6所示。

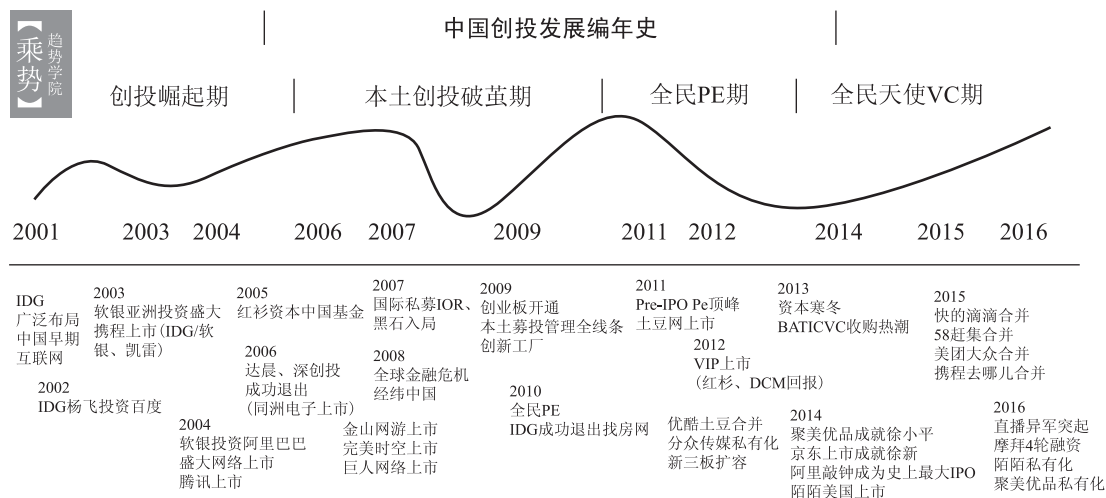


图 1.6 2001—2016 中国创投发展编年史

资料来源：<http://news.pedaily.cn/201704/20170411411500.shtml>

对比我国的创业投资与早期投资加总数据（剔除 PE 投资），2009 年至今，整个行业的活跃度保持了上升态势，特别是对比 2016 年我国不同阶段风险投资的平均投资额，我国的创投事业生机勃勃。创投事业发展态势如图 1.7 和图 1.8 所示。

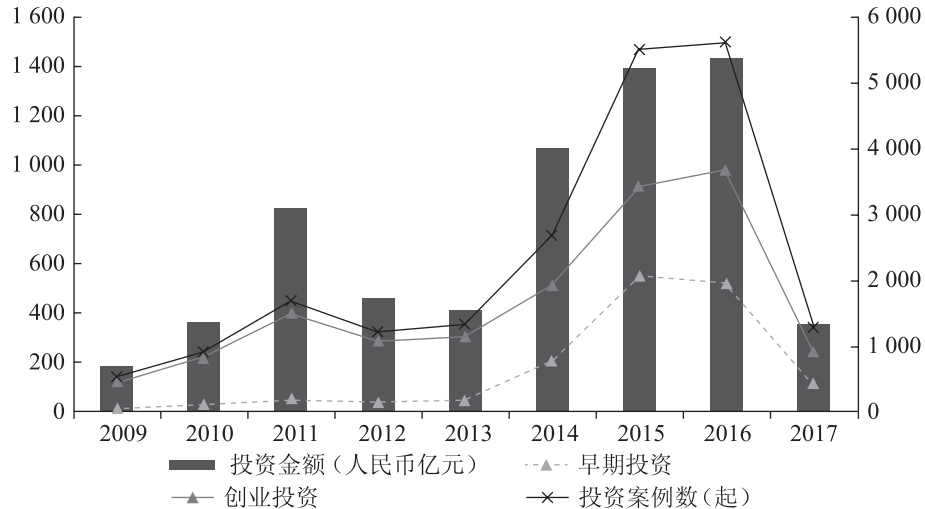


图 1.7 2009—2017 年风险投资行业保持增长趋势

资料来源：<http://zdb.pedaily.cn/>。

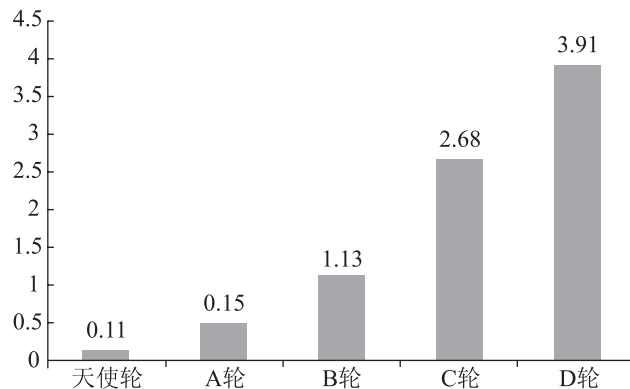


图 1.8 2016 年中国不同阶段风险投资的平均投资额 (单位: 亿元)

资料来源：<http://zdb.pedaily.cn/>。

3. 我国的海归创投

2000 年以来一枝独秀的中国经济，日益吸引留学海外的中国学子回国创业。为帮助众多留学人员企业创业发展，在团中央领导的鼓励与支持下，一批志同道合的留学人员很快达成共识，创建了一个专门为留学人员回国创业提供资金融通和孵化服务的“海外学人创业投资基金”。“海外学人创业投资基金”的运作，不同于一般的海外风险投资，也不同于政府管理的创业基金。它主要以归国留学人员作为主要服务对象，采用“风险投资 + 孵化器管理”的运作模式，为海外学人企业和海外学人回国创业提供包括项目投资、专业

培训等全方位的创业服务。其独特作用就是架设一座留学人员与高新技术园区，项目与资本以及人才与企事业单位之间的桥梁。

“海外学人创业投资基金”在国外的运作机构是海外创业投资顾问公司，直接参与被孵化企业的具体经营，以更加具体地评估项目前景，制订后续孵化计划；在国内的运作机构是设在北京中关村的海外学人创业投资中心。作为我国国内第一家以有限合伙为组织形式的风险投资企业，其先后为中关村科技园区、清华科技园、望京科技园和北京经济技术开发区等高新技术产业园区的留学人员企业和其他高新技术企业提供包括领导力、执行力、团队建设、市场营销、项目管理等各类中高级管理培训课程，帮助许多企业和个人走向成功之路，得到了园区和学员们的一致好评。

海外学人创业投资规模日益壮大，在纳斯达克上市的中国企业总市值达300多亿美元，高管大多有海外留学背景。以北京中关村科技园区为例，在纳斯达克上市的来自中关村科技园区的海归企业，正在由推动国内新经济、新技术、互联网等诸多领域的发展，扩展到推动中国传统产业的发展，创造了企业在中国发展、在海外融资的新模式。

总之，以百度、新浪、搜狐、携程、如家等为代表的一批留学人员回国创业企业给国内带回了大批风险投资，这种全新的融资方式促进了中小企业的成长。同时，国内几乎所有国际风险投资公司的掌门人大都是清一色的海归，IDG资深合伙人熊晓鸽、鼎晖国际创投基金董事长吴尚志、赛富亚洲投资基金首席合伙人阎焱、红杉基金中国合伙人沈南鹏、金沙江创业投资董事总经理丁健、美国中经合集团董事总经理张颖等10多位掌管各类风险投资基金的海归人士，大部分风险投资都是通过海归或海归工作的外企带进国内的。这些投资促进了国内创业的热情，推动了一大批海归企业和国内中小企业的发展，同时也带动了国内风险投资行业的进步。

1.2.4 全球创业投资行业的变化趋势

对于创业者和投资人来说，看准时代大趋势至关重要，全球创业投资行业的变化趋势有：早期投资的比例越来越大，科技类创业越来越受到资本重视，创业投资已涵盖一切针对私人控股公司的股权融资活动因而与投资银行业务更为接近，风险投资公司之间将发生激烈的兼并收购浪潮，创业资本来源多元化（包括公积金、银行资本、企业资金、私人资本、保险资金及大学科研机构），创业投资管理规范化、科学化（在项目筛选和评估程序化、投资组合分散化、从战略管理到重大问题决策等方面强调增值服务，帮助企业迅速成长）。

特别需要强调的是：政府出台促进创业投资发展的措施，各国为促进创业投资发展进一步放宽了税收制度和公司制度。例如，我国从中央到地方政府以及社会各界正日益认识到发展创业投资事业在国民经济中的重要地位，借鉴采取制定发展规划、培养创业投资主体、建立创业投资退出机制、建立健全鼓励和引导创业投资的政策和法规体系等手段，支持我国创业投资事业的规范、健康发展。

1.3 创业投资的要素构成

创业投资运行过程分为融、投、管、退，其运作要求一种制度性、系统性的支持，这个制度性、系统性的支持体系从动态角度来看就是创业投资的运行体系，包括创业投资基金、创业融资、创业投资决策、创业投资运营、创业投资退出、创业投资财务核算及收益评价、创业投资风险管理；从静态角度来看就是创业投资的要素构成，主要包括创业投资主体（主要指创业投资基金）、创业投资对象、创业投资退出渠道、创业投资服务组织、创业投资监管机构及创业投资环境。

1.3.1 创业投资主体

1. 创业投资主体的概念

创业投资主体即出资人与资本管理人，创业投资的出资人与资本管理人可以是同一个人（天使投资），但绝大多数情况下两者完全独立，出资人总是把资金委托给资本管理人。出资人为了参与创业投资、分享超额报酬，通常把自有闲散资金投入创投机构，委托创投机构代为管理，并以其投入资金承担投资风险。

出资人也称为投资者，其资金来源于个人或者机构，主要有高净值个人、政府引导基金、大学捐赠基金、社保基金、产业集团、上市公司等类型，因此，创业投资的出资人或投资者分为个人投资者和机构投资者，一般说来由富裕而且敢于冒险的个人、政府、国内外的金融机构、各种基金以及资金富裕的工商企业法人等组成，他们拥有闲置的社会资本，在创业投资市场运作中扮演资金供给者的角色。

资本管理人也称为创投机构、创业投资基金（venture capital fund，在我国也称为产业投资基金），是指由一群具有科技或财务专业知识和经验的人士操作、专门投资在具有发展潜力以及快速成长公司的基金，包括各种形式的创业投资公司、以高新技术型创业企业资本投入或此类企业证券投资为目的设立的基金及基金管理公司和专业财富管理公司等；其募资方式在国际市场上既有非公开方式募集（私募，如对冲基金）也有公开方式募集（公募，如共同基金），我国目前只能以非公开方式募集。

创业投资基金通常会聘请拥有丰富行业经验和金融市场知识的人来担任经理人，成为资本在产业界和金融市场的纽带，是连接投资者和创业企业的媒介。他们通过组合投资，帮助投资者筛选项目、甄别风险，为创业企业筹集发展资金，并以其丰富的知识和经验帮助创业企业更快成长，在创业投资运作中发挥着十分重要的作用，是创业投资的一个核心构成要素。

2. 创业投资主体的机构类型

一是根据组织形式，创业投资机构分为公司型和契约型两类。所谓创业投资公司，是指以创业投资业务、代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务、创业投资咨询业务，为创业企业提供创业管理服务业务、参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构的公司，包括本土创投公司和外资创投公司。本土创投公司，如北极光、创新工场、达晨创投、君联资本等，外资创投公司如红杉、软银、赛伯乐等。而契约型创业投资机构也称信托型创业投资基金，是由基金发起人和基金管理人、基金托管人订立基金契约而组建的创投机构。

二是依据资金来源，创业投资机构可分为政府出资并委派管理人员、政府出资但委派民间机构管理、民间创业投资基金、外资创投基金、依附于高新技术开发区或创业园的创投基金、上市公司或大公司的创投基金、证券机构的创业投资部和专业性投资机构的创业投资部等。

例如，联想控股下的创业投资基金既有美元也有人民币。再如，我国目前的创业投资公司主要分为四种：第一类是国有独资的创业投资公司，其资金基本上由地方财政直接提供或由国有独资公司安排；第二类是政府参股的创业投资公司，其资金一部分由地方财政直接提供或由国有独资公司安排，另一部分由国内其他机构、自然人提供；第三类是国内企业设立的创业投资企业（简称非政府机构），其资金全部由国内企业（国有独资公司除外）、金融机构和国内其他机构和自然人提供；第四类是外国独资或合资创业投资企业，这部分机构中包含了在境外注册、在境内开展业务的机构。

三是依据创业投资阶段，创业投资机构可分为天使投资基金、VC基金和PE基金。例如，英特尔 Capital 是美国最好的战略 VC，也是最早进入我国的公司级风险投资，为我国很多 VC 输入人才；真格基金是由新东方联合创始人徐小平、王强和红杉资本中国基金在 2011 年联合创立的天使投资基金，旨在鼓励青年人创业、创新、创富、创造；联想控股下的创业投资基金，有天使基金、VC 基金和 PE 基金。

当前，在我国的 PE 也有四种：一是专门的独立投资机构，拥有多元化的资金来源，如凯雷集团（The Carlyle Group）；二是为创业投资企业提供融资投资、上市推荐、创造金融产品等服务的金融机构，这些大型的多元化金融机构下设的投资公司，如摩根士丹利亚洲（MorganStanley Asia）、摩根大通（JPMorgan Partners）、高盛（Goldman Sachs Asia）、中信资本等；三是中外合资产业投资基金法规出台后一些新成立的 PE，如弘毅投资、申滨投资等；四是大型企业的投资基金，其投资服务于其集团的发展战略和投资组合，资金来源于集团内部。

需要特别指出的是，PE 基金与我国内地所称的“私募基金”有着本质区别：PE 基金主要以私募形式投资于未上市的公司股权，而私募基金主要是指通过私募形式，向投资者筹集资金，进行管理并投资于证券市场（多为二级市场）的基金。

3. 创业投资主体的发展模式

纵观国内外的创业投资主体，其发展大体经历了以下四种模式。

(1) 天使投资模式。天使投资又称为“非正规创业投资”，是指职业投资人或机构以自己的资本，针对项目的盈利前景或项目执行人的能力、人品、经验、责任心、奉献热情等素质，向具有巨大发展潜力的企业所进行的种子期或早期的非控股的、投资期限相对长的、具有高风险、高潜在回报的权益资本投资，它是创业投资的一种模式。

天使投资的投入金额相对较小，经常是一次性投入，既没有固定的投资流程，审核也不严格，一般会根据投资人的主观意愿或喜好，且为见好就收的个人投资行为。虽然天使投资人对回报的期望不是很高，但为了降低和分散风险，他们一般会投10个左右的项目，能成功获取回报的项目也只有一个，通过这种方式获得至少15倍的回报率。

许多天使投资人同时是企业家，他们不一定非常富有或者也不是高收入成功人士，但十分理解小公司创业初期所遇到的困难；天使投资人也可能是企业家的朋友、亲戚、邻居和各行各业愿意投资的人士，作为创业企业家的商业伙伴或好友的天使投资人对企业家的能力充满信心，愿意在企业家创业初期、产品还正在研发没有投入市场之前投入资金。

作为一种长期投资的“耐心资本”，天使投资不仅投入资金解决了处于萌芽期或早期的初创企业资本的来源问题，所投资企业还可时常咨询天使投资人或寻求帮助，为早期创业企业的未来发展打下坚实的基础并提供强大动力；投资后还会“授之以渔”，为创业企业提供增值服务并积极参与其中，协助其提高自身管理水平。

(2) 政府引导基金模式。政府引导基金是指由中央和地方政府出资，投入各种创业投资机构或创业投资基金中，发挥“四两拨千斤”的作用，主要支持高科技创业企业的发展，不以盈利为主要目的的一种非正式金融资本或基金，通过基金的杠杆效应，扩大政府资金的作用，实现政府政策目标，推动地区经济发展，是政府的一项政策行为。

政府运作引导基金的方式是信贷、担保、参股创投企业及共同投资等手段，一般不参与创投机构的具体决策，也不直接与创业企业产生联系，在共同投资中让利于社会创投机构，引导社会创投机构的投资行为，并出台相关政策激励社会创投机构，提升其投资的积极性。

(3) 辛迪加模式。辛迪加模式是指创业投资的一种联合投资行为，由多家创业投资机构或多个创业投资主体共享资源共同投资一个项目，既可以分享投资机会，一旦创业投资失败则风险由多家创业投资者共同承担，项目损失分摊到各个主体，又可以分担风险，对创业企业的管理更加高效。

辛迪加模式具有其基本特征：一是创业企业可获得高额度的投资，创业投资人为了规避风险一般会设立单项投资额的最高上限，但一个创业企业在初期需要的投资资金远远高于创业投资人的投资上限，辛迪加模式由于多家机构共同参与，所以很好地解决了投资人和被投资人的这一矛盾；二是参与者越多，组合效果越好。因为单个创业投资人专业知识十分有限，而越多创业投资机构参与其中信息共享度越高，组合投资可以结合各家创业投资机构的专业知识、技能、经验进行更高效的投资。因此，组合度越高，创业投资的效果越好。

(4) 企业孵化器模式。企业孵化器也称为高新技术创业服务中心，专门为入驻的知识型创业企业提供便利的基础设施及一系列支持服务，有效地促进了科技成果转化和科技创新，为高科技创业企业的项目、成果、理念提供快速成长的土壤。一是集聚创业资源，满足高科技创业企业成长中对多方面资源的需求，特别是推动企业技术创新，促进企业开发自主知识产权的新技术；二是节约创业成本，如提供场地和后勤服务，减少单个企业所需资源，防止初创企业对资源的浪费，使资源形成“归类”与“集成”效应；三是推动企业集群化发展，通过小企业集群促进区域经济的发展，形成区域竞争优势，增加就业机会，提供新的税收来源，使区域经济形成新的增长点；四是培育创业企业，协助企业制订经营计划，提供科研设备等各种服务，直接或间接参与企业的创业过程，并产生盈利；五是形成入孵和毕业的概念，使孵化器构成一个新创企业和毕业企业的孵化循环，推动孵化器网络化、多元化、专业化发展。

1.3.2 创业投资对象

创业投资对象即资金需求者，包括高新技术型创业企业、高科技创新项目。作为资金需求者，高新技术型创业企业、高科技创新项目从创业投资基金那里获得资金，也就是天使投资基金、VC 基金和 PE 基金的投资对象。

1. 高新技术型创业企业

与传统创业企业相比，高新技术创业企业通过高新技术、产品或管理的创新，使企业迅速发展，具有更高的成长性，所以高新技术创业企业是创业投资的主要投资对象，这些企业在发展初期也许资产规模很小，但会凭借特定的技术创新或者新的盈利模式得到天使投资人和创业投资基金的青睐。例如，微软、Yahoo、Amazon、eBay、阿里巴巴、汉庭等企业都是凭借自身先进的技术或商业模式吸引了创业投资基金，然后得到了快速的成长。就行业而言，通信、电子与计算机硬件、信息服务、半导体、生物医药、医疗设备、环保能源等具有高科技含量的行业是创业投资重点关注的领域。以美国为例，1992 年对电脑和软件的投资占 27%；其次是医疗保健产业，占 17%；再次是通信产业，占 14%；生物科技产业占 10%。

纵观国内外的创业投资实践，美国创业投资公司的投资对象绝大多数是初创或快速成长的高科技创业企业，欧洲创业投资基金的投资对象还包括市场前景广阔的传统行业、具有新的商业模式（business model）的零售业或某些特殊的消费品行业，这些行业一般都提供高附加值的技术、产品或服务，并能获得长期而且有保障的赢利。除此之外，创业投资基金（主要指狭义的 PE 基金）也会投资于成熟企业等，具体包括以下四种情况：亏损企业（unprofitable company），通过引入资金、管理和技术达到扭亏为盈（turn around）；管理层收购，帮助公司内部的管理人员或（与）外部的管理团队买下公司；杠杆收购（LBO/LBI），即内部融资收购或第三方融资收购；资本结构重组（refinancing），股东变更、以

股权置换债权以及股东部分套现。

2. 高科技创新项目

一般说来，创业投资基金非常关注符合国家产业政策、技术含量较高、创新性较强的科技项目，其产品有较大的市场容量和较强的市场竞争力、有较好的潜在经济效益和社会效益，而且项目应具备一定的成熟性，以研发阶段项目为主，具体包括以下三个阶段的项目。

(1) 处于研发阶段的项目：指项目以生产为目的，研制新技术、新工艺、新产品、新方法、新装置或对现有工艺、产品、生产过程进行技术上的实质性改进而进行的一系列技术工作；其成果应作为一种具有新产品或新技术基本特点的原型（样品、样机）。

(2) 处于中试阶段的项目：指项目以生产为目的，利用研发阶段得到的原型（样品、样机）、工艺、技术等成果进行产品的定型设计、获取生产所需的技术参数等一系列技术开发工作；这一阶段包括产品试制与设计、工业性试验以及小批量试生产。

(3) 处于批量（规模化）阶段的项目：指项目利用中试阶段的技术开发成果进行较大规模的生产活动。

1.3.3 创业投资退出渠道

从某种意义上说，良好的退出机制是创业投资健康发展和投资成功的必要条件。在创业投资发展最成熟的美国，创业资本多以创业基金形式存在，流行有限合伙制，一般有效期为7~10年。在有效期到来之前，必须退出所有的项目投资，并将获利返还投资人。如果一个基金有好的财务回报，原投资人大都愿意加码下一个基金，而新的投资人也愿意跟进，如此形成良性循环，越做越大。因此VC就像是人体内的血液循环系统，必须要循环起来。要想完成这一良性循环，最关键的是要实现退出，退出是承上启下的关键。美国创业投资的退出渠道通常有：首次公开上市（IPO）、借壳上市、并购、股权转让、清算等，其中并购包括兼并、收购、企业回购、管理层收购等。美国创业投资的成功实践表明：资本市场是创业投资的大舞台，只有多层次、高度发达的资本市场，才能为创业投资成功退出并实现超额收益提供便利。目前，我国创业投资退出包括主板市场、二板市场、三板市场、四板市场，退出渠道也和美国一样，需要特别指出的是，我国创业投资基金IPO的退出渠道分为境内上市与境外上市。

尽管IPO是能给投资人带来最大收益的退出方式，但却不是最主要的退出方式。以美国为例，在各种退出方式中，IPO仅占20%，并购占25%，企业回购占25%，转售占10%，清算占20%。中国股权转让研究中心对国内几家知名投资机构的退出情况进行梳理后发现，创新工场成立7年以来共投资273个项目，投资额近40亿元人民币，IPO退出1家，并购退出10家，投资退出率仅为4%。另外，两家国内较为活跃的创投机构真格基金和经纬中国目前的退出率分别为3.5%和5%。上述美国的数据清楚地表明，在创业投资过程中，投资者可以通过卖掉所开发的高新技术获得回收投资并得到投资收益，也可以通过新兴企

业的经营收益得到投资收益，但投资回收和投资回报在绝大多数场合主要是通过股权转让（或交易）完成的。在创业投资的退出方式中，产权市场的退出方式占了很大比重，它们包括转让退出、股权回购以及破产清算等。

有无一个便利的股权转让（交易）市场的存在，对创业投资具有决定性意义。因为投资者一旦投资于创业企业或创新事业，资金就固化为资产。但创业投资的目的是不是控股，而是通过分享高成长企业或再造成熟企业的价值洼地，进行价值提升后实现二级市场或并购市场的变现。无论创业投资成功与否，退出是必然选择。深圳证券交易所中小企业板和创业板市场的建立，使退出这一目标得以初步实现，对于我国创业投资行业的健康发展具有举足轻重的意义。如果缺乏“退出”机制，创业投资者将面临无法继续投资、难以通过市场过程分散风险并获得投资回报等一系列困难。在我国受制于“退出”障碍，居民及其他投资者的选择常常是“宁存款不投资”。因此，建立创业投资“退出”的市场机制是吸引居民及其他投资者进行创业投资行为的一个关键。从我国目前情况来看，建立创业资本的撤出渠道并不存在技术障碍。从这一点来看，只要我们解决了认识问题，放开手脚，将设立创业资本撤出渠道问题提到日程上来，创业投资退出的资本市场体系的培育和发展进程就会加快。

1.3.4 创业投资服务组织

创业投资服务组织是指以创业投资企业为重点服务对象的中介机构，如高新技术企业标准认证机构、知识产权估值评价机构、投融资咨询机构、项目评估机构、保荐机构、行业自律培训等组织。以投融资咨询机构为例，当前闻名全球的是PitchBook，创立于2007年，总部位于华盛顿州西雅图，主要做VC/PE数据分析应用，当前拥有2000名客户和7000名活跃用户。其定期的行业数据分析报告，为VC和其他相关媒体机构广为应用，推出的可视化数据分析工具也颇有价值，丰富的VC数据库为创业者和投资者们提供了检视各家VC具体信息的平台。

再如，北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司是由北京市海淀区国有资本经营管理中心、中关村科技园区海淀园创业服务中心、北京市海淀区玉渊潭农工商总公司等公有制单位发起设立的、北京市首家面向科技型中小微企业的综合性金融服务平台，也是海淀区集债权、股权、资管、辅助四大金融服务平台于一体国资控股、市场化运作、具有一定品牌影响力的大型国有科技金融服务集团，目前注册资本金人民币18.79亿元。

还有创投网络平台，如创投圈是专注于服务早期创业者和天使投资人的创业服务平台，由徐小平、雷军、薛蛮子、蔡文胜等中国最优秀的天使投资人联合投资成立。在这里，创业者可以最高效的获得所需资金和增值服务。投资界是清科旗下的投资网站，为股权投资、创业投资、风险投资、私募股权和创业者提供TMT、IT服务、互联网、清洁技术、医疗健康、消费连锁等行业的投资融资、上市IPO、收购重组等。

中关村天使投资研究会，起源于最佳创业投资中心中关村，集合行业优秀天使投资人、创业投资机构和专家学者，分享最新天使投资趋势，走访、调研国内一线投资机构，是专注天使投资研究与发展，并为天使投资人和创投机构提供专业研究支持的机构。

1.3.5 创业投资监管机构

创业投资活动的监管机构主要分为两类，一是依靠政府某些监管部门，二是政府监管部门委托承担跟踪监督任务的中介机构。由政府监管部门承担的监管机构，例如，2013年6月中央编办发出《关于私募股权基金管理职责分工的通知》，明确由中国证券监督管理委员会（简称中国证监会）统一行使股权投资基金监管职责。政府监管部门委托的监管机构，例如，中国证券投资基金业协会从2014年年初开始，对包括股权投资基金管理人在内的私募基金管理人进行登记，对其所管理的基金进行备案，并陆续发布相关自律规则，对包括股权投资基金在内的各类私募基金实行业自律。特别是政府有关部门和政府委托的中介机构要完善创业投资相关制度、创业投资退出机制，优化监管环境、商事环境、信用环境，严格保护知识产权，营造良好的创业投资市场环境，积极利用外资发展创业投资，推动创业投资企业“走出去”，完善创业投资行业自律和服务体系等，为做大、做强创业投资行业保驾护航。

1.3.6 创业投资环境

创业投资环境包括创业投资市场环境、创业投资政策环境和创业投资法规环境。（详细内容见第3章，在此不做赘述）

本章小结

(1) 从“创业投资”一词的来源入手，明晰了创业投资与风险投资的不同，引用国内外权威机构和专家学者对创业投资的看法，界定了创业投资的内涵与外延，并总结出创业投资自身所具有的特征。

(2) 追溯创业投资的起源，欧洲国家萌芽于15世纪的远洋探险，直到20世纪40至70年代才真正起步，美国始于19世纪的西进运动、到20世纪40年代后来者居上并一路高歌，日本20世纪50年代揭开了亚洲创业投资的序幕，新加坡、以色列、中国等国到20世纪80年代陆续登上历史舞台；20世纪50年代自今，美国始终引领着全球创业投资的潮流。

(3) 创业投资运行过程分为融、投、管、退，包括创业投资基金、创业融资、创业投资决策、创业投资运营、创业投资退出、创业投资财务核算及收益评价、创业投资风险

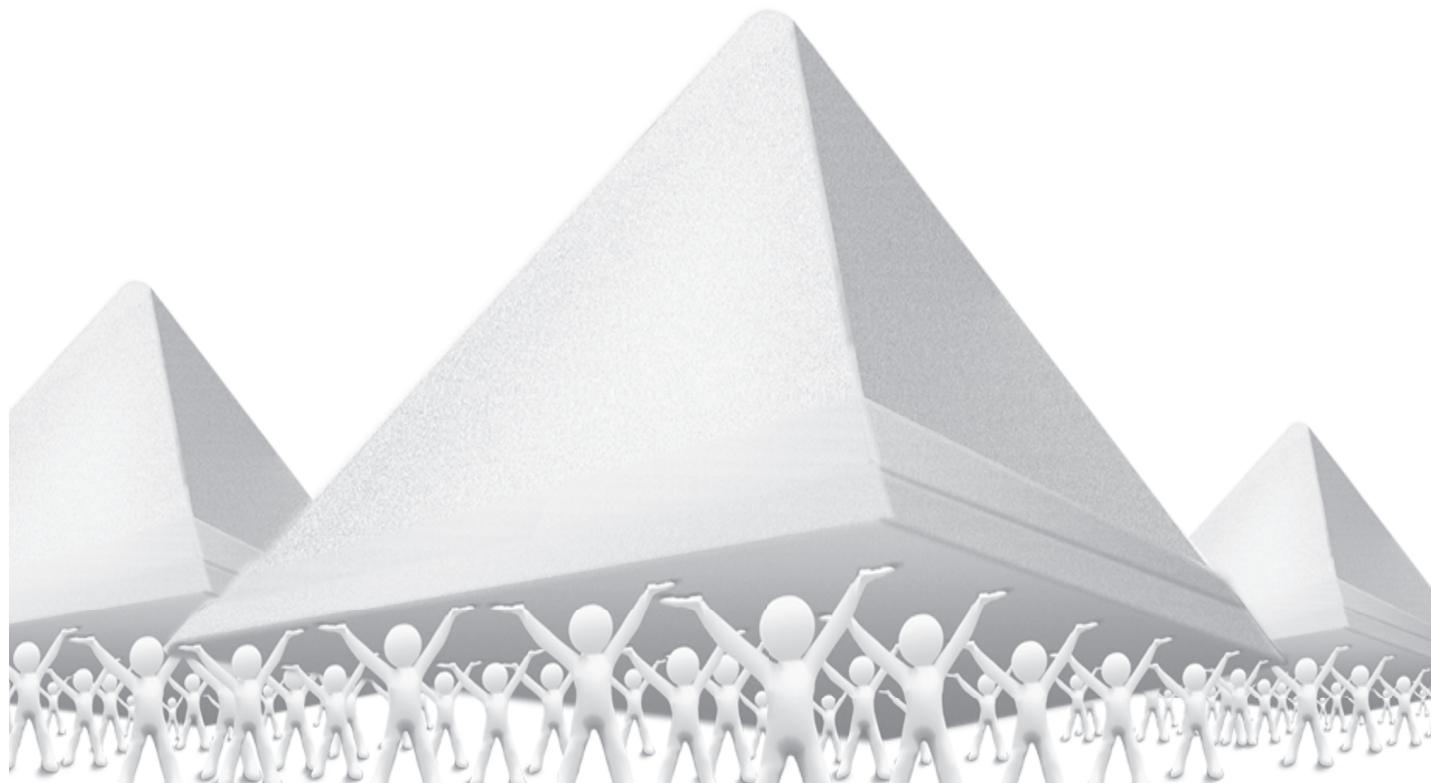
管理。从静态角度来看，创业投资的构成要素主要包括：创业投资主体（主要指创业投资基金）、创业投资对象（高新技术创业企业和高新技术项目）、创业投资退出渠道（我国包括主板市场、二板市场、三板市场、四板市场）、创业投资服务组织、创业投资监管机构及创业投资环境。

关 键 术 语

创业投资 风险投资 私募股权投资 创业投资基金 天使投资 组合投资
有限合伙制 夹层资本 过桥融资 成长基金 CVC

思 考 题

1. 简述创业投资与风险投资的关系。
2. 如何理解创业投资的含义？
3. 创业投资有哪些特征？
4. 简述创业投资的起源与发展。
5. 创业投资的构成要素有哪些？



第2章

创业投资理论

2.1 创业投资原理

2.1.1 创业投资起源

1. 创业投资的性质

创业投资是一种重要的经济行为，这种行为受到“看不见的手”的引导，表现为“经济人”的理性选择。亚当·斯密指出：“每个人都在力图应用他的资本使其产品得到最大的价值，一般来说，他并不企图增加公共福利，也不知道他所增加的公共福利为多少。他所追求的仅仅是他个人的安乐，仅仅是他个人的利益。在这样做时，有一只看不见的手引导他去促成一种目标，而这种目标绝不是他所追求的东西”。创业正是创业者利用机会、整合资源为社会提供产品和服务，不断积累个人财富，满足个人追求财产和实现自我的需求，客观上也为社会贡献财富。

2. 创业投资的动因

按照西方经济学派的观点，预期收益是创业者创业的主要动因。理性的创业者具有“经济人”的本性，在冒险的同时尽力规避创业风险，追求利益最大化是其本性。因此，在创业决策完成之前，必然会搜寻一切相关的信息，并进行合理的分析、测算，来形成对创业收入的理性预期。尽管这种预期是心理的、主观的，但由于这种预测的客观概率分布的期望值等于主观概率的分布期望值，因此，这种主观的预期仍是创业者进行创业抉择的客观基础。预期收入与创业者选择的项目和进入的行业相关，与其能控制的资源相关。不同的项目和行业、不同的资源收入，带给创业者的预期收入是不同的；同时，创业者所在环境中其他创业者的示范效应也影响创业者的预期收入。其他创业者的成功概率、财富状况，客观上会左右着创业者对收益的预期。因此，好的创业环境是提高预期收入、促进创业活动的要素。理性的创业者在自由地选择创业，享受创业成功所带来快乐的同时必须承担着创业失败的责任，而且创业者个人财富、价值与其对社会提供的产品和服务的价值呈正相关。正如 A. 哈耶克所言，“如果允许个人自由地选择，那么创业者必然要承担选择的风险，并且，他因此所得的报酬肯定也不取决于其投资目的的好与坏，而仅仅取决于对其他人的价值”。

3. 创业投资与社会福利增长

创业者个人收益和社会财富间呈现一种正相关的关系。一个国家或地区市场化程度越高，体制环境和商务环境越优，创业成功者越多，该国家和地区的财富就越多，社会收益越大。据 2013 年福布斯数据分析公布的统计资料表明，全世界在 2013 年时有 476 人拥有

10 亿美元以上的个人财富。在美国，有 222 人，占总数的 47%，总价值达 7 030 亿美元；欧洲 134 人，占总数 38%，总价值 3 940 亿美元；亚洲 61 人，其中日本 19 人，中国香港 11 人，财富总价值 1 450 亿美元；中东和非洲财富价值 690 亿美元。由此不难看出，创业者个人财富越多的国家和地区，社会财富越多，福利也越好。同样，那些个人创造财富最多的国家和地区，也是创业体制和环境最好、创业社会收入最高的地方。

2.1.2 创业投资管理

1. 创业投资与创新

回顾创业研究的历史，创业的概念最早是由经济学家提出并使用的。奈特（Knight，1921）将创业产生的原因归之于创业者不可测量的不确定性。企业家在执行价格体系的某种功能时，面临着不确定性，而其报酬就是产出的市场价格与固定支付之间的差价，奈特也第一次指出，创业者不同于土地、劳动力和资本等生产要素，其报酬都可以事先估算出来，创业者报酬是去除其他生产要素后剩余的部分，很明显这部分报酬的获得要靠他的判断能力。科斯（Coase，1982）认为，创业者是资源的组织和协调者，他们用新颖的方式组合稀缺资源，从而产生更高的效率。熊彼特（1934）的经济模型假设经济均衡状态一直保持到被创业者用“破坏性创造”打破为止，他的创新理论指出，创新来源于创业，创新应该成为评判创业的标准。在熊彼特看来，企业家的职能就是实现创新，引进生产要素的“新组合”，而创业活动则是创造竞争性经济体系的重要力量。熊彼特把创新比喻成“革命”，创业者是“通过利用一种新发明，或者更一般地利用一种未经试验的技术可能性，来生产新商品或者用新方法生产老商品；通过开辟原料供应的新来源或开辟产品的新销路；通过改组工业结构等手段来改良或彻底改革生产模式”。因此，经济学家从微观和宏观两个角度对创业现象进行了解释。从微观角度来看，经济学家解释了创业者在企业内部所起到的重要作用，指明了企业家精神的发挥是协调并利用其他各种劳力、物力和土地等经济资源的源泉。从宏观的角度来看，经济学家解释了经济增长的根源在于创业者的创新行为，指明了创造性破坏是经济发展的动力。

2. 创新企业与管理

实证研究表明，创新强度与企业规模和市场控制力无显著关系。一方面，规模大导致控制程序繁多，通过制度规范约束性强；另一方面，市场垄断会削弱竞争，导致企业创新能力不足。另外，大企业内部资金一般较充足，受软预算约束，创业投资递增，如果项目失败，则损失很大。因此，作为新兴产业，创业投资是一种高端服务业，是创新经济发展的重要引擎。创业投资以支持创业、创新、创造为主要目的，是中小企业发展的重要助推器，是推动企业自主创新的重要力量。在深刻分析了我国经济社会发展阶段后，根据新经济增长理论我国做出了“转变经济发展方式”的重大决策，将传统资源配置、资源再生、外延扩张、内涵开发型增长方式向要素驱动、投资驱动、创新驱动型方式转变，即新常态

经济增长方式。“大众创业、万众创新”是新常态下经济增长新引擎，创业投资是大众创业的一种重要形式，在一定程度上解决了传统社会建设模式中政府、市场和非营利组织这“三重失灵”所不能解决的社会问题，在解决经济增长、消除贫困、解决就业问题方面发挥了重要作用。

3. 创业投资管理模型

20世纪80年代的一些创业学者提出了个人、组织、创立过程和环境的创业管理模式；到20世纪90年代又有一些创业学者提出创业是战略管理的核心，并提出了由人、机会、环境、风险和报酬等要素构成的创业管理概念框架，以及机会、创业团队和资源的创业管理理论模型。21世纪初，创业学者研究发现并提出了创业者与新事业之间的互动模型，强调创立新事业随时间而变化的创业流程管理和影响创业活动的外部环境网络是创业管理的核心。谢恩（Shane）2001发表了具有重大影响力的学术研究论文，提出创业是一种机会发现与实现过程。创业是在不局限于所拥有资源的前提下，识别机会、利用机会，并产生经济成果的行为，或者将好的创意迅速变成现实。创业离不开创新与创意，建立在上述理论发展与分析的基础上，创业、创新与创意是一个事物的三个方面，很难说谁属于谁。具体来说，创意是一种新想法，是一种灵感，既是孕育新事物的开端，也是开展创业的前提。创业是通过创新体现出来的，而创新是需要落实到实处的，因此可以说创业是创新的实践。上述“三创”概念并非独立存在的，无论是在理论方面还是在实践方面三者都是互相支持、共同发展的。无论是转变经济结构，实现经济发展转型，还是实施新管理，以创新为主要发展战略的创业，都体现了从“创意、创新、创业”概念到实践的发展过程。上述“三创”可以直接产生诸多的创业机会，而创业者创业的着眼点应该是创业机会。换句话说，如果没有看到任何创业机会是不应该去创业的，因为这样的创业很可能沦为失败。当然，看到创业机会的创业，也不一定成功，因为成功创业涉及许多方面，但有创业机会的创业是成功创业的必要条件。1981年，美国曼斯菲尔德的一项统计表明：高新技术项目只有60%的研究开发计划在技术上获得了成功，其中只有30%推向了市场，在推向市场的产品中仅有12%是有利可图的。创业投资业自身的统计也表明：少数成功、多数平平、一些失败。但为什么创业投资在过去几十年间会蓬勃发展呢？其答案直接归功于创业投资管理理念的形成与发展。

2.1.3 创业投资管理理念

创业投资管理研究的重点十分明确，那就是作为一个创业者如何取得创业的成功。管理派认为创业是创业者通过战略导向，发现机会、把握机会，获取资源、调动资源的一个持续不断的变化和发展过程。从不同角度认识创业投资管理，有助于把握管理方向和管理重点。

1. 战略导向观

战略管理是企业管理的一个重要领域，因此，创业理论的战略导向观应属于“管理”学派的一个分支。他们把创业过程视为初创企业或者现有企业成长过程中的战略管理过程，创业活动的核心实际上就是创业者有意识的战略选择过程，反映了他们在一定环境下的较优战略选择，创业成功的关键在于创业者识别机会、形成战略、整合资源和采取首创行动的决策，新创企业的成功与否主要取决于创业者是否具有形成和实施有效创业战略的能力。

2. 创业机会观

创业机会观认为创业是对机会的识别和利用，并将其转化成市场价值的过程。Venkataraman认为，创业投资管理研究是“考察什么人通过何种方式去发现、评价和利用创造未来商品和服务的机会”。Shane和Venkataraman认为，创业机会是如何存在的，创业者又是如何发现这些机会，何时以何种方式去利用这些机会，对这些问题的分析便成为创业投资管理研究的基本问题。在他们看来，创业就是发现和利用有利可图的机会，创业研究的核心因素有两个，即创业者个体与创业机会。Casson, Amit, Glosten和Mueller等人研究认为，创业行为同样可以发生在已有的组织内，即组织内创业或称公司创业。进一步的研究还发现，商机可以成为交易的对象，商机拥有者往往根据产业特点、机会、先前知识和可挪用时段等特征来决定是否创业。

3. 资源配置观

资源配置观认为创业投资管理的过程也是资源的配置过程，资源的异质性是竞争优势的基本条件，企业的长期竞争优势来源于企业所拥有或可控制的、难以模仿和交易的特殊资源。著名的美国创业管理专家Timmons认为，创业流程是由机会启动的，必须组成创业团队并取得必要资源，创业计划才能顺利推进，成功的创业活动正是“机会、团队、资源”三大要素的结合。Barney认为，新创企业在管理上不仅要摆脱人力和技术资源、财务资源、其他生产经营性资源等自有资源的局限，还必须考虑最大限度地利用外部资源。

4. 创新管理观

“管理”学派反对从主观主义角度研究创业的方法，反对给创业蒙上一层神秘的色彩，不认为创业是一种天赋、灵感或智慧的闪现。当代管理大师德鲁克（1985）认为，“任何敢于面对决策的人，都可能通过学习成为一个创业者并具有创业精神。创业是一种行为，而不是个人性格特征”。创业是一种“可以组织并且是需要组织的系统性的工作”，甚至可以成为“日常管理工作的的一部分”。“成功的创业者不是去坐等灵感的降临，而是要实际工作”。德鲁克也十分强调创新管理在创业中的重要作用，他认为只有那些能够创造出一些新的、与众不同的事情，并能创造价值的活动才是创业。而且进一步来说，将创业看成是管理的一个重要理由就是因为许多发明家虽然是创新者，但恰恰因为其不善于管理才成为不了将创新成果产业化的创业者。

2.2 创业投资效应理论

2.2.1 创业投资与就业创造

创业投资主要是投资于未上市的新兴高科技企业，高科技企业技术的进步也加速了我国产业的转型升级。一方面，科技进步所带来的产业效率的提高会相对减少对劳动力的需求；另一方面，从总体上来讲产业规模的扩大提供了更多的就业机会，增加了整个社会经济体的就业吸纳能力。创业投资的溢出效应对员工的长期就业情况有积极影响。就我国目前的就业现状而言，劳动力供给大于需求的压力进一步加大，失业人群组成成分比以往更为复杂，且我国面临科技进步所带来的产业转型升级的巨大压力。因此，基于创业投资对就业可能带来的积极效应，在目前就业环境的严峻形势下，应鼓励创新创业，加大创业投资力度，以期从中获得促进就业的新途径。

国内外研究证实，创业投资对就业存在着积极的影响。在国外，Puri 和 Zarutskie 通过调查分析人口普查数据，发现在 1981—2005 年中只有 0.11% 的新公司是由创业投资建立的，但这些公司却占到了 4% ~ 5.5% 的就业。在国内，惠恩才（2005）在对我国创业投资发展障碍与对策研究中指出：创业投资的就业效应有效地填补了我国传统投资体系的空白，帮助高新技术企业迅速地成长与发展，不仅创造了大量的就业岗位，而且加速了人才的流动，活跃了人才市场，促进了就业。吴成林（2011）在对创业投资的区域经济发展效应研究中也提到了创业投资对就业存在积极的影响：高新技术产业的不断集聚、传统产业的逐渐升级以及大量新兴产业的加速形成显著促进了区域经济增长，增加了就业机会。

一方面，创业投资通过对缺乏启动资金的项目进行投资，鼓励创业行为，增加初创企业的数量；另一方面，创业投资通过帮助中小企业的成长和发展，创造大量的就业机会，缓解了社会的就业压力。

1. 创业投资增加就业吸纳能力

从创业投资对就业的影响因素的分析来看，创业企业就业的增长是创业投资通过影响被投资企业的资本、技术、人才、管理、创新等因素从而影响该企业的成长与发展所带来的最终表现结果。而整个行业、社会就业水平的提升则是创业投资基金投资于具有发展潜力以及快速成长的公司，从而促使产业集聚、加速传统行业技术升级和催生大量新兴产业的结果。

一是就业吸纳能力显著提高。就业吸纳能力通常是指某个行业或某个产业吸收、接纳劳动力的能力和提供就业机会的潜力。就业吸纳能力分析是从就业机会提供方的角度理解创业投资对就业的影响。李依臻从就业结构偏离度与就业弹性两个方面对我国三大产业的就业吸纳能力进行实证分析，研究结果显示：随着劳动效率的大幅提高、高素质劳动力的

不断增加以及第三产业内部结构的逐步调整，第三产业将成为我国吸纳就业的主要产业，而创业投资支持的高技术企业大多属于第三产业。樊秀峰、周文博和成静在对我国产业结构与就业吸纳能力的研究中也发现：第三产业拉动就业的潜力明显比第一、第二产业更大，劳动力也逐渐向第三产业转移。实践证明，创业投资对提高就业吸纳能力有着积极的影响。

二是产业集聚，形成较强的区位优势。产业集聚通常是指某一产业为了追求集聚效益，即外部经济、创新效益、竞争优势等自发在某个区域内高度集中的过程。一方面，创业投资受产业集聚强大外部作用的影响，通常倾向于提供更多的资本，对具有专门技术、好的创新创业项目但缺乏启动资金的创业家进行资助，解决了创业者的融资难题，实现了创业企业家的梦想。随着越来越多的创新创业企业在该地区不断聚集，加速了该地区的产业集聚，在此过程中也创造了大量就业机会，提高了该地区的就业水平。另一方面，创新创业园区资源的开发、基础设施的建设、生产设施以及配套设施的建设，使得该区域对劳动力的需求进一步加大。因此，创业投资从某种程度上提高了就业水平。

三是创业投资加速了传统行业技术升级。创业投资为大量处于萌芽阶段的初创企业提供了资金支持，也在一定程度上推动了企业技术的创新，促进我国传统行业技术的升级。近年来，国内外的大量研究表明，传统行业技术的升级对就业有正反两方面的影响。在一些学者看来，企业生产技术升级，生产力也随之提高，直接导致了企业生产效率的大幅提高，大机器设备逐步取代人工，相对减少了对劳动力的需求。而另一些学者认为，由于技术上的进步，企业得到了更好的发展，由于企业追求自身价值最大化，企业的规模有可能会进一步扩大，进而增加对劳动力的需求。也就是说传统行业技术升级是把“双刃剑”，有可能促进就业也有可能减少就业，其对就业的最终影响需要通过比较二者影响程度的相对大小。许多学者分析认为，从短期来看，传统行业技术升级会导致部分人失业，然而从长远来看，技术的进步，会提高整个社会经济体的就业吸纳能力，促进就业，同时也有利于改善人们的就业质量。

四是创业投资催生新的产业，提供了大量就业机会。近年来，新兴产业大量涌现，蓬勃发展。在《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》中，国务院把新能源、新材料以及新一代信息技术产业等列为国家七大战略新兴产业，作为拉动我国经济增长、促进就业的重要举措。研究发现，每个新兴产业的产生和发展都离不开创业投资的支持。2015年1月，国务院决定设立总规模为400亿元的国家新兴产业创投引导基金，主要用于支持创新创业型企业的起步和发展，而新兴产业作为新的“就业池”，将会极大地增强整个社会经济体的就业吸纳能力。

综上，创业投资对就业的影响存在着积极作用。从就业机会提供者的角度看，创业投资通过产业聚集、传统行业技术升级、催生大量新兴产业增加了创业企业的就业吸纳能力，从而增强了产业和整个社会经济体的就业吸纳能力，促进了就业；从就业者自身来讲，创业投资的溢出效应通过信息技术的掌握、先进经验的积累提高了自身素质，增加了个人就

业机会，进而提高了整个社会的就业水平。

2. 创业投资的溢出效应比较明显

创业投资溢出效应是指通过提高员工个人素质水平来改善他们的就业质量、增加就业机会，间接地影响就业。相关研究表明创业投资的溢出效应对员工的长期职业生涯有着积极的影响。从员工的角度理解创业投资对就业的影响主要表现为：更大的就业机会、更高的薪资水平、更短的“失业期”。

高波（2011年）在对创业投资溢出效应的研究中指出：创业投资从知识创新、技术扩散、组织成长与制度变迁以及人力资本积累四个方面实现其独特的溢出效应。创业投资溢出效应的实现过程同时也对员工的就业产生了积极的影响。创业投资溢出效应主要体现在两个方面：一是员工对信息技术的掌握；二是员工对先进经验的积累，即员工学习曲线效应。

员工对信息技术的掌握。信息技术主要是利用电子计算机和现代通信手段实现信息的获取、加工、传递和利用等。随着互联网的迅猛发展，创业投资对信息技术更加重视。国内外研究表明，信息技术的迅速发展导致缺乏创业投资的企业员工更容易遭受技能贬值，从而经历薪水缩减、被解雇、失业、就业质量降低、就业的机会减少等一系列过程。而那些有创业投资的企业员工，尤其是从事与信息技术有关的职业员工，已经从创业投资的溢出效应中受益。刘春梅（2010）在对信息产业对经济增长质量的影响研究及实证分析中发现：知识技术密集型的信息技术行业会提高劳动者的素质，从而显著增加劳动者的就业机会。该研究还发现对信息技术行业的投资已经改变了人们对技能的需求，这些技能随着时间的推移在各种行业中越来越被看重，并且新的技能通常可以在雇主间转移，促进了员工个人的长期就业。

员工学习曲线效应。创业投资支持的对象通常是技术含量高、创新性较强的科技项目，创业企业也一般为高新技术企业。创业企业的员工通过长期的学习和实践，在高新技术行业积累了先进的工作经验，在运用高新技术及产品时比没有经验的人更加熟练。这些经验同样为人才市场所重视和需要。因此。创业企业的员工即使后来被解雇或者员工为了自身更好的发展离开企业，由于市场对这样人才的迫切需要，使得他们会比其他没有相关经验的人经历更短的“失业期”。

从信息技术的掌握和先进经验的积累两个方面受益，提高了员工自身的就业水平，间接地促进了就业。结合创业投资在我国发展的现状，应着力培育和发展合格的投资者，拓宽创投资金的来源渠道。在保证风险可控、安全流动的前提下，银行、信托保险公司、养老基金等各类机构投资者和具有风险识别与承受能力的个人可以发展成为创投基金的来源。同时，应建立和完善创业投资信用机制。通过建立投资者和创业者个人的信用档案，减少合作双方信息的不对称，降低投资者的投资风险。鼓励和支持“创业苗圃+孵化器+加速器+产业园区”创新创业型企业一体化发展，积极引导新型创业服务平台众创空间的建设，共同构建起一个更加完善的创业孵化体系，通过创新创业带动就业。

2.2.2 创业投资与科技进步

创业投资和科技创新是一对孪生兄弟，创业投资作为连接金融和创新的桥梁，是弥补“创新缺口”即创新与其商品化之间差距的资本。与传统融资方式不同，创业投资一方面是连接科技创新和金融资本的桥梁和纽带，通过募集资金把资金投向有高成长潜力的高科技创业企业，实现人力资本和金融资本的有效结合；另一方面还是科技创新的孵化器和助推器，是促进高科技发展和创新的强有力推动因素。

1. 创业投资对高新科技发展的贡献

经济学家研究发现，创业投资对于美国技术创新的贡献是宏观政策效应的3倍。美国70%以上的创业资本投资于高新技术领域，从硅谷传奇、半导体行业的兴起到后来的生物工程浪潮、IT行业的蓬勃发展，再到当今世界著名跨国公司，如英特尔、朗讯、戴尔、微软、苹果、谷歌等科技巨头都是在创业资本支持下成长起来的，从而对高新技术产业化起到了极大的推动作用。

以雅虎（Yahoo）为例，1995年4月红杉（Sequoia）对Yahoo在投资前对其估价为400万美元，一年后即1996年4月12日，Yahoo正式上市，市值达到8.5亿美元。与Yahoo的成功经历相似，康柏（Compag）、微软（Microsoft）等这些IT巨头无一不是在这类投资公司的扶持和催化下，快速成长起来的，正是像红杉（Sequoia）这样的创业投资公司才创造了“二战”后美国高科技产业发展的一连串奇迹，可以毫不夸张地说：“20世纪70年代以来，美国高科技领域的发展不仅是信息产业的发展史，也是一部极其生动的创业投资的成功史。”

以色列是一个资源严重匮乏的国家，却是我们众所周知的科技强国，也被称为“创业之都”。2015年，以色列的人均GDP是深圳的1.5倍，达3.6万美元，这完全得益于以色列创业投资的技术创新产生的产品具有很高的技术含量。

我国政府投资的一些高新技术项目的开发之所以未能取得如愿的效果，一个重要原因不是所开发的高新技术缺乏先进性和市场前景，而是简单运用借贷资金使创业投资的连续性在资金供给政策的调整变化中被打断。随着外资创投资本的进入，我国出现了以百度、腾讯、阿里为代表的高科技创业企业。苏州市借鉴以色列的科技金融体系，开创了独特的“苏州模式”，即以银行为中心，以政府打造的产业环境和政策体系为基础，加强与创投机构、保险机构、证券机构等合作，再结合会计师事务所、律师事务所、人力资源机构等科技金融中介机构的服务，为科技企业的发展提供一揽子综合化、专业化的金融服务，“苏州模式”形成了“银行+政府+担保+保险+创投+科技服务中介”统一结合的科技金融体系。

随着我国高新技术企业和技术先进型服务企业税收优惠、国家大学科技园和国家级科技企业孵化器税收减免、企业研发费用加计扣除等政策全面实施，建设国家自主创新示范区工作取得了新突破。目前，我国启动了北京中关村、上海张江、武汉东湖等13个国家

自主创新示范区建设，国家高新区总数达到 83 家，国家高新技术产业化基地 172 家，国家现代服务业产业化基地 48 家，“火炬计划”特色产业基地 259 家，“火炬计划”软件产业基地 35 家，国家科技兴贸创新基地 58 家，一批市场占有率高、竞争力强的高新技术产业集群不断发展壮大，已初步形成了布局较为合理的高新技术产业体系。

2. 创业投资促进高新科技发展的路径

创业投资不仅提供技术创新的资本需求，而且还参与技术创新并提供相关的专业知识与咨询服务，注重技术创新成果的商品化，并且培育一种创新文化，给创业者提供一个创业的机会和平台。

首先，提供资金支持。高新技术创业企业在初期难以获得银行贷款支持，其融资渠道有限，而且从种子期到市场化各阶段的资金需求量以几何级数持续增大，资金短缺是高新技术企业技术创新的瓶颈。为保障“创业”的连续性，创业投资为具有发展潜力的创新型高科技企业提供各阶段所需的足够资金量。

其次，提供增值服务。处于种子期或发展期的高新技术创新型企业，往往不具备产品市场化和营销推广的经验。而创业投资作为活跃在金融市场上的一种灵活的投融资方式，凭借密切关注市场动态的优势，能及时预测和捕捉竞争对手及消费者的信息，并将信息反馈给企业，在市场布局、建立企业营销系统等方面提供帮助，为所投企业带去经营管理等一系列的增值服务，能够帮助企业培育技术创新能力，推动企业成长。

再次，实现科技成果市场化、产业化。前沿的高新技术，一开始必然面临市场认可度的问题，将新产品市场化、产业化是技术创新成功的关键。创业投资使高新科学技术产业与传统金融产品有机结合，把有效的配置资金投入收益更大的各类创新技术、专利的研发与批量生产中，是高新技术产业化、市场化过程中不可或缺的有效资金运转、支持、匹配系统，可使科技成果快速地转化成产品，实现科技成果产业化、市场化。

最后，培育创新文化。在追逐科技与利润的过程中，大多数创业者会遭遇失败。创业投资能够为创业者提供一个试错机制，使高新技术中小企业拥有将自己的技术、发明创新等转化为实际产品的机会，这种试错机制鼓励冒险，允许和容忍失败，利于形成一种不同于传统保守、封闭、害怕失败的创新文化，极大地推动区域创新精神与创新创业环境的形成。

2.2.3 创业投资与福利增长

福利是一个多维度的概念，它包含了抽象与具体、理想与现实、个体与整体的不同概念，既是一种社会意识形态范畴的价值追求，也可以作为一种人们日常生活中的现实事物，同时还是一种国家的政治立场和制度安排。基于价值角度的福利是指促进人们幸福的行动，是一种满意社会生活的追求。

创业投资与福利增长具有相关性、一致性：一方面，创业投资提供资本支持，可促进被投资企业的快速发展与壮大，满足社会对新产品、新技术的需求，企业发展也必然带来

丰厚的利润，同时为投资者带来各种收益，使创业投资与被投资企业共同获益；另一方面，创业投资带来的社会效应也是巨大的，既能创造巨大的经济效应或环境效应，提供丰富多样的新技术、新产品，同时又能促进技术、人力资源、企业文化等方面的快速提升，以及社会公共保障水平的提高。近年来，创业投资涉足移动互联、清洁技术、新农业、远程教育、医疗健康、文化创意等领域，给人民物质文化和精神文明建设带来了巨大变化，丰富了人们的生活。

1. 创业投资促进经济增长

创业投资极大地促进了技术进步，通过对生产力三要素的渗透和影响，提高了生产率，推动了经济的增长。在高科技基础上形成的独立的创新企业，其产值直接成为国民生产总值的组成部分和经济增长的重要来源。

科学技术是知识形态的生产力，它一旦加入生产过程，就可转化为物质生产力。科学技术在当代生产力发展中起着决定性作用，技术进步已成为推动经济增长的首要因素。对经济增长的作用体现在经济增长方式的转变，即从数量型增长方式向质量型增长方式的转变；由消耗型增长方式向效率型增长方式的转变；从“粗放型”向“集约型”转变；从“外延型”向“内涵型”转变。

创业投资带来的经济增长与其他两个重要概念有所区别：一是与经济周期波动中产出的恢复性增长不同，经济增长在此来说是一个长期概念，其实质是潜在国民产出的增加或经济系统生产能力的增长；二是经济增长不同于“经济发展”（economic development）。如果说经济增长是一个单纯的“量”的概念，那么经济发展就是一个比较复杂的“质”的概念，其衡量的是一个国家以经济增长为基础的政治、社会、文化的综合发展。

创业投资已经成为影响经济增长的重要因素，其对经济增长的贡献已明显超过资本和劳动力的作用。高科技及其产业是当代经济发展的“火车头”，发展高科技及其产业已经成为一般世界性潮流。一个国家鼓励创新创业投资，其根本目的是发展生产力，而只有走以创新创业为依托的内涵式扩大再生产方式的新路，努力提高科技进步在经济增长中的含量，促进整个经济由粗放经营向集约经营转变，才是发展经济的唯一选择。

2. 创业投资满足社会多样化需求

从商业活动角度看，创业投资寻求高收益回报的投资领域，创业取得巨大商业成功的标志除了增加投资人、创业者及相关利益方收益之外，最主要的是福利的增长，即满足了社会多样化的需求。首先，创业主要投资目标是那些将科技和社会影响相结合的企业。这些企业主要通过科技手段提高盈利能力以及社会影响力。传统意义上的企业也可以通过使用技术得到有效的扩展，并为客户、社会和投资者创造价值，但在提供产品、服务，满足多样化需求方面仍然有不足之处，而创业投资在投资筛选上始终把创新性、产品新颖性、市场前景等多个因素作为标准，以具有高成长创业企业为投资对象，通过股权投资方式，为所投资企业提供增值服务，保证了被投资企业具有较好的收益和良好的社会福利预期，在商业营利前提下满足社会需要，实现了社会价值最大化。

3. 创业投资有效扩充市场容量

企业发展需要多要素推动，当发展到一定阶段时，往往会面临各种各样的瓶颈，包括资金、技术、人才、市场、政策支持等。企业是否或何时引入投资机构，由自身实际需求决定。创业投资是一种股权投资，具有优秀的管理团队，通过专业化资本运作和管理方式，会对被投资企业从财务规范、内部治理、上下游产业链拓展等方面进行全方位的增值服务。科技创新型企业由于其轻资产、高风险的特征，一直面临融资难、融资贵的问题。创业板的启动为创业投资提供了有效的渠道。截至 2017 年 10 月 27 日，创业板累计 IPO 融资规模达 3 481 亿元，股权再融资规模达 2 576 亿元，有力支持了创业创新企业成长，有效发挥了资本市场资源配置功能作用。

4. 创业投资有效改善被投企业治理结构

创业投资可以间接通过限制 CEO 的上限和投票权从而制衡内部董事的权力，致使少数股东的权力得到更好的保障。有创业投资支持的公司有更多独立董事和有相关行业经验的独立董事，有利于公司建立独立性更强以及监督功能运行更好的董事会。风险投资企业股权治理得到改善，可促进公司产权分离，使治理结构合理化，有助于改善财务结构，降低融资成本和负债率，提高流动比例、速动比例，提高公司现金流以及盈利能力，提升监管部门和未来资本市场上投资者的认可度，拓宽企业发展领域。国外学者 Bourseslietal(2006) 分析了风险投资介入对公司治理结构影响的两个方面：董事会席位构成和 CEO 持股比例。研究发现：风险投资的介入对这两方面有显著提升，表现为风险投资介入公司后，会增加董事会中独立外部董事的比例，从而提高董事会的独立性；对股权结构的影响则会使得 CEO 持股比例趋于合理。

2.3 创业投资管理理论

2.3.1 创业投资资本管理

创业投资之所以不同于消极的赌博，并由少数精英的个别行为发展为一个庞大的产业，是因为其经过半个世纪的发展，建立起了一套行之有效的管理原则，这些原则能够使投资风险降低，投资收效率提高。

从创业投资活动看，创业投资管理可分为两个层次，一个是对创业投资资本的管理，另一个是对创业企业的管理。创业投资资本的管理应坚持以下原则：

(1) 组合投资原则。即将创业资本按一定比例投向不同行业、不同企业（项目），或联合几个创业投资公司共同向一家企业投资。其目的是既可以分散风险、降低风险，又可以借助其他创业投资者的经验和资金，以较少的投资使创业企业获得足够资金，迅速发

展达到合理规模，尽早取得收益。

(2) 分阶段逐步投资原则。分阶段逐步投资原则是根据高新技术企业从初创到长成的五个阶段（设想、萌芽、产品开发、市场开拓、稳定发展）的不同特点，确定适当比例，分期分批投入资金。这样一旦某阶段发现失败难以避免时，就可果断采取措施，防止大量投资深陷其中而被套牢，丧失机会或扩大损失。在分阶段投资时，一定要避免错误（承诺）使投入增加。

(3) 分类管理原则。一般根据创业企业战略、机会、资源等要素，把创业企业可分为成功、一般、失败三类，进行分类管理。对于成功企业加大投资、强化管理，促使其尽快成熟，及上市，使其收益达到最大化；对于一般企业应保持其稳定发展，促成企业间的并购，创新管理方式，或寻找新机会；对于失败企业必须尽早提出警告，协助其改变经营方向，或宣布破产，以把风险降低到最低限度。

(4) 投资来源多元化原则。投资来源多元化不仅有利于形成资本规模，还有利于形成彼此之间的制约。在美国，创业资金来源相当广泛，既有政府、财团法人资金，也有来自大众游资、民间企业和海外投资，还有养老保险基金的参与。

(5) 坚持专家审查评估制度。即强化对立项的约束，防止投资的盲目性。在创业投资的规划、方案设计阶段，规范投资项目方案设计评审流程，加强对投资阶段各环节的监控，达到确保投资计划、进度、效果和控制质量的目的。

2.3.2 创业投资企业管理

创业投资企业同其他类型企业有许多不同之处，其以创业为出发点，开发具有一定技术特点的产品或创新事业，投资对象中资本、技术、人才是不可缺少的要素；在考察财务指标之前更注重项目市场前景、技术水平、发展战略和管理团队素质；创业投资以股权资本为主，创业投资家与企业共担风险，甚至直接参与管理；创业投资一般不以分红为目的，而是着眼于企业未来；创业投资是周期性的中长期投资，历经不同阶段；与传统产业相比，高风险、高收益。因此，创业投资企业应遵循与其特点相适应的管理原则和方法。

1. 生命周期管理原则

美国 Ichak Adizes 教授认为，创业企业就像生命体一样，具有出生、成长、老化、死亡等不同周期阶段，不同阶段有不同的问题，面临不同的管理任务。

追求成长（创业）期——盼寻焦虑。这一阶段创办人通过推销自己的点子，寻找愿意承担风险、分享承诺的投资人。管理重点在于探究未来可能性，其首要任务是建立起足够的信任。创办人应该以满足市场需求、创造价值与意义作为自我期许，创业者必须对现实问题给出切实回答，一味强调投资报酬率并非上策，否则出现问题其承诺将难以为继。

婴儿期——忙碌不堪。这一阶段主要任务是追求生存、实现业绩。但此阶段制度、政策、预算、程序等都非常有限，基本上仍然是以个人作用为主，容易陷入困境。同时，由

于企业发展的不确定性，当创办人感到回报不能补偿付出时，容易失去热忱和专注。因此，管理重点是关注环境、预测业务、规划现金流量。创办人依靠对自己心血毫无保留的投入和奉献而产生的工作动力来呵护企业，保持适当集权，强化取得现金的能力。

学步期——信心十足。这一阶段产品获得市场接受，有稳定现金流，企业管理者信心十足，感觉良好。但此时管理者往往认为自己无所不能，容易产生错误决策或承诺。管理任务是把个人激情转变为理智的思考，把企业活力转变为稳定的企业结构与制度。管理者要认识到资源总是有限的，避免盲目扩张；应为企业发展安排先后顺序，分清轻重缓急、安排好时间与资源；应建立稳定的管理团队，围绕核心业务展开运作；企业要逐步做到规范化、制度化，避免掉入“创业者陷阱”。

青春期——矛盾重重。该阶段是企业从建立到成熟的过渡阶段，企业经营与管理日益复杂化，各种矛盾纷纷爆发，最大的问题是不能做好转换，容易陷入混乱。管理主要任务是强化制度建设，协调各种冲突，从“人治”走向“法治”。一是要明确团队内部分工、使创业者与管理团队分享权力，建立起平等合作关系；二是对组织使命、宗旨、发展方向进行定义，使之成为团队的共同认知，避免“人人一把号，各吹各的调”；三是按照组织使命，而不是个人喜好、特长建立、完善、落实各种制度；四是不要急于求成，要安排切实可行的步骤与措施。

壮年期——成熟稳健。这一阶段事业到达巅峰，应在制度的刚性与管理的弹性、企业愿景与现实政策中找到契合点。管理者力图把这一状态通过一个固定模式稳定下来，易导致企业活力减退或消失。因此，管理者必须时刻保持年轻心态、创业激情，时刻关注环境变化，注意培育新兴事业，通过创新文化建设，降低管理成本，对组织的各种习惯保持不断怀疑的态度。

2. 效益管理原则

效益管理是指组织的各项管理活动都要以实现有效性、追求高效益作为目标的一项管理原理。它表明现代社会中任何一种有目的的活动，都存在着效益问题。影响创业企业效益的因素是多方面的，包括科学技术水平、管理水平、资源消耗和占用的合理性以及创新性等。从管理的这一具体因素来看，管理的目标就是追求高效益。有效地发挥管理功能，能够使企业的资源得到充分地利用，带来企业的高效益。“向管理要效益，管理出效率”，已成为人们的共识。创业企业效益管理原理体现了价值原则、投入产出原则、边际分析原则，即效益的核心是价值，必须通过科学而有效的管理，对人、对组织、对社会有价值的追求，实现经济效益和社会效益的最大化。效益是一个对比概念，通过以尽可能小的投入来取得尽可能大的产出可实现效益的最大化。在许多情况下，通过对投入产出微小增量的比较分析来考察实际效益的大小，可做出更加科学的决策。

所有的管理都是致力于提高效益，但并不是所有的管理都是有效的。从管理的角度来看效益的提高，涉及的因素是多种多样的，如管理思想、管理制度、管理方法、管理环境和管理措施等，这些因素对管理效益的影响是十分重大的，尤其是像管理者的思想观念、

行为方式，能够直接影响着管理的决策、组织、领导和控制的一系列活动，并对管理效益产生着直接的作用。因此，遵循效益原则，需要管理者把握以下几个方面。

(1) 确立可持续发展的效益观。将可持续性发展与效益原理结合起来，就是要兼顾需要与可能，在讲究经济效率的同时，保持与生态环境和社会环境的协调发展，既要注重技术的先进性、经济上的合理性，又要注重对社会的效用性与和谐性。

(2) 提高管理工作的有效性。管理学家德鲁克认为，作为管理者，不论职位高低，都必须力求有效。管理的有效性，应是管理的效率、效果和效益的统一。其实现的重要途径是要确立有效管理的评价体系。一是在评价标准上要注意直接的成果和价值的实现。从组织获取的产值、利润等方面看组织目标实现的状况，以考察组织在产品或服务的质量方面所获得的效果和效益。二是在评价内容上应以工作绩效为主，以贡献为主，并分清主客观条件对工作绩效的影响。具体来讲，对管理者的评价主要结合德、能、勤、绩等方面的内容加以考察；对管理集体的评价，要考察其管理上的服务态度与质量，与相关管理部门的协调性等。三是在评价方法上应综合不同评价主体的评价结果。一般来说，评价主体可以是管理者（机构）本身，也可以是上级主管或职工，还可以是有相互工作往来、服务关系的其他管理者或管理部门。

(3) 处理好局部利益和全局利益的关系。全局效益是一个比局部效益更为重要的问题。如果全局效益很差，局部效益提高就难以持久。不过，局部效益是全局效益的基础，没有局部效益的提高，全局效益的提高也是难以实现的。局部效益和全局效益是统一的，有时又是矛盾的。因此，当局部效益与整体效益发生冲突时，管理者必须把全局效益放在首位，做到局部效益服从整体。管理者在实践中把握这一关系，首先应该遵循整体优化原则。因为整体优化是决策的关键步骤。它要求经过系统的分析和综合，提出各种不同方案、途径和办法，从不同的方案中，选出符合整体优化原则要求的方案，进行科学的决策。无论在哪一类组织中，从事任何一项工作，都应该考虑两个以上的方案，并将远期和近期、直接和间接的效果进行整体分析比较，因事、因时、因地制宜做出整体而科学的评价。通过比较分析各种方案带来的影响和后果，进而考虑各种方案所需的人力、物力、财力等要素的条件，选择最优方案。在选择整体优化方案之后，有时还要进行局部试验，成功之后再进行全面推广，实行由点到面的工作方法。其次，遵循要素有效性原则。任何一个组织的管理都离不开人、财、物、时间和信息，它是由这些互为作用的要素组合而成。为取得组织整体效益的最优化，管理者必须充分激发每个要素的作用。这一原则要求管理者用科学手段来处理系统内的矛盾，以便做到人尽其才、财尽其用、息（信息）尽其流。在现代管理中，人是管理要素中的主宰，只有充分发挥人的积极性、主动性和创造性，才能使系统内各要素各尽所能，为组织创造更多、更好的经济效益和社会效益。

(4) 追求组织长期稳定的高效益。管理者要追求组织长期稳定的高效益，一方面，不仅要“正确地做事”，更为重要的是要“做正确的事”。这是因为效益与组织的目标方向紧密相联：如果目标方向正确，工作效率越高，获得的效益越大；如果目标方向完全错

误，工作效益越高，反而效益会出现负值。因此，管理者在管理工作中，首要的问题是确定正确的目标方向，搞好组织的战略管理，并在此前提下讲究工作的高效率。只有这样，才能获得较高的经济效益和社会效益。另一方面，组织管理者必须具有创新精神。如企业管理者不能只满足眼前的经济效益水平，而应该居安思危，不断地推行新产品，以高质量、低成本的优势去迎接市场的挑战。只有不断地积极进行企业的技术改造、技术开发、产品开发和人才开发，才能保证企业有长期稳定且较高的经济效益。

3. 弹性管理原则

弹性管理是一定程度上的自由调整和发挥空间。针对弹性管理，学者有多种解释，我们较倾向于认为：弹性管理是管理的原则性和灵活性的统一，即通过一定的管理手段，使管理对象在一定条件的约束下，具有一定的自我调整、自我选择、自我管理的余地和适应环境变化的余地，以实现动态管理的目的。弹性管理最突出的特征就是“留有余地”，或者说，在一定弹性限度内有一个弹性范围。弹性又可分为系统内部弹性（如“弹性工作时间”“弹性工资”）和系统整体弹性（如“弹性计划”）。弹性管理使组织系统内的各环节能在一定余地内自我调整、自我管理以加强整体配合；同时，使组织系统整体能随外界环境的改变而在一定余地内自我调整以具有适应性。弹性管理是以规范化的制度管理为基础的灵活机动的管理方法。要根据内部诸因素和外部环境的变化，突出灵活性、变通性和情感性，以期达到预期的管理目标。规范化的制度管理，是保证工作正常有序运转的基本管理，具有相对的稳定性和显效性，是弹性管理的基础。弹性管理要求不能忽视变化了的情况和事物之间的辩证统一关系。任何一种管理方法，如目标管理、制度管理、舆论管理、情感管理都要适应变化了的情况，满足心理需要，以符合心理承受能力为出发点。可见，弹性管理是一种强调灵活性和变通性的艺术化管理。实施弹性管理，最关注的首先是能否促进员工的自主发展，高度重视管理的情感性。

弹性管理体现在计划工作中。整个计划要具有应变能力。在制订计划时，要在行动方案、计划指标上保持适当的可调节度，以利于各要素能自行调整、补充、配合、完善；在实施计划时，要根据内外环境的变化，及时对计划进行修正和完善，采取必要的措施，确保计划顺利进行。

弹性管理体现在组织工作中。首先，人员安排上要保持一定的弹性；其次，组织结构要保持一定的弹性。组织工作中的集权与分权、稳定性与适应性的关系，都是一种弹性的体现。

弹性管理体现在决策工作中。决策包括程序化决策和非程序化决策。程序化决策，一般按固定程序进行，弹性较小。非程序化决策，要求管理者创造性地发挥管理才能，灵活机动，科学决断，弹性较大。首先要科学地预测。其次，可供选择的方案必须尽可能地列出。

体现在控制工作中。在控制的各个环节，特别是关键步骤，要可塑或可调。规章制度既要严密、严格，又要可行，使人能够做到。在具体执行时，还要特殊情况、特殊对待，灵活地把它用到控制工作中。

4. 创新管理原则

德鲁克（1985）认为，招徕了新的顾客，才算得上创业和具有创业精神。首先，我们应把创业看成是企业管理的一种手段和指导思想。在不同企业的管理和发展的过程中，甚至在同一个企业中，可以采用多种思维方式来指导企业的行动。例如，战略管理是一种管理思想，它以培养、增强和利用企业的“竞争优势”为导向，这些优势涉及产品的正确定位，企业资源与能力的有效利用，与其他企业的竞争合作关系，等等。创业也是一种管理思想，它强调通过创新、变化，以把握机会和承担风险而创造价值。因此，创业是一种无论是新创企业还是现有企业都可以采用的管理思想。其次，从实际情况来看，现有企业特别是大企业更需要弘扬创业精神，才能赢得更多的利润和企业长久的发展。在创立初期，企业一般都比较强调变革与创新，但随着业务的发展和壮大，企业将逐渐染上“大企业病”，表现为机构臃肿、部门林立、等级森严、程序复杂、官僚主义严重、反应迟钝、效率低下。100年前入选道·琼斯工业股票指数的第一批美国最重要的30家大企业，如今只有通用电气公司一家仍留在其中。又“大”又“老”的通用电气公司之所以能够保持充沛的活力，其根本原因在于它独特的创业式管理。1981年上任至今的通用电气公司第八任总裁韦尔奇（Jack Welch）把通用电气公司治理成“精力旺盛、富有创业精神的企业”，使企业爆发出强大的活力。中国的企业也正在探索着创业式的管理，如很多企业提出了“二次”创业、“三次”创业的阶段性发展目标，联想集团则提出了“我们永远不变的是变化”的理念，并“不断地”准备打一场艰苦的创业战。当然，需要说明的是，虽然创业既包括新企业的创业，同时也包括现有企业的创业，但真正意义上的创业应该主要指的是基于新创企业的创业。尽管如此，基于新创企业研究得出的方法，特别是所得出的管理思想还是可以应用到现有企业的创业管理之中的。

2.3.3 创业投资机构管理

创业投资机构在对创业企业投资的同时，也派出管理专家参与企业的经营决策，通常采用的方法有以下几个。

（1）商业模式清晰化。任何一个商业构想，都应该表明清晰的商业运作模式和盈利点。创业投资当然也会选择概念，但一定要清楚概念背后的商业模式与盈利机会，以及实现这个机会的概率。

（2）管理制度规范化。当一个企业较小时，谈不上规范化管理；但当企业发展到一定规模时必须建立一套严格的管理规范，使企业实现由“人治”到“法治”的飞跃，避免创业企业因迅速发展带来的管理混乱。规范化常用的方式是组织结构的重构和调整，企业的组织结构应与企业发展战略和长期经营目标相适应。创业企业的组织结构应具备充分的柔性、敏感性和适应性，以适应企业快速发展的需要，减少相应的风险。

（3）经营决策科学化。提倡集体决策，充分发挥创业企业技术人才素质高的优势，

保持政令畅通，实施可行。同时，可建立企业信息中心，降低因信息不完全所带来的风险。

(4) 项目管理高效化。创业企业多具有创新性、高技术性的特点，企业要在瞬息万变的市场上取胜，除了不断开发新产品、提高技术创新能力之外，最重要的要求是企业需加强项目从立项、开发、中试到生产等环节的科学、高效管理。

2.4 创业投资委托代理理论

20世纪30年代，美国经济学家伯利和米恩斯因为洞悉企业所有者兼具经营者的做法存在着极大的弊端，于是提出“委托代理理论”（Principal-agent Theory），倡导所有权和经营权分离，企业所有者保留剩余索取权，而将经营权利让渡。“委托代理理论”早已成为现代公司治理的逻辑起点。

委托代理理论的主要观点认为：委托代理关系是随着生产力大发展和规模化大生产的出现而产生的。其原因一方面是生产力发展使得分工进一步细化，权利的所有者由于知识、能力和精力的原因不能行使所有的权利了；另一方面专业化分工产生了一大批具有专业知识的代理人，他们有精力、有能力代理行使好被委托的权利。但在委托代理的关系当中，由于委托人与代理人的效用函数不一样，委托人追求的是自己的财富更大，而代理人追求自己的工资津贴收入、奢侈消费和闲暇时间最大化，这必然导致两者的利益冲突。在没有有效的制度安排下代理人的行为很可能最终损害委托人的利益。不管是在经济领域还是在社会领域都普遍存在委托代理关系。

2.4.1 委托代理理论建立基础及意义

1. 委托代理的理论基础

委托代理理论是建立在非对称信息博弈论的基础上的。非对称信息（asymmetric information）指的是某些参与者拥有但另一些参与者不拥有的信息。信息的非对称性可从以下两个角度进行划分：一是非对称发生的时间，二是非对称信息的内容。

从非对称发生的时间看，非对称性可能发生在当事人签约之前（ex ante），也可能发生在签约之后（ex post），分别称为事前非对称和事后非对称。研究事前非对称信息博弈的模型称为逆向选择模型（adverse selection），研究事后非对称信息的模型称为道德风险模型（moral hazard）。

从非对称信息的内容看，非对称信息可能是指某些参与人的行为，研究此类问题的，我们称为隐藏行为模型；也可能是指某些参与者隐藏的信息，研究此类问题的模型我们称

之为隐藏信息模型。

委托代理理论是制度经济学契约理论的主要内容之一，主要研究的委托代理关系是指一个或多个行为主体根据一种明示或隐含的契约，指定、雇用另一些行为主体为其服务，同时授与后者一定的决策权利，并根据后者提供的服务数量和质量对其支付相应的报酬。授权者就是委托人，被授权者就是代理人。

委托代理关系起源于“专业化”的存在。当存在“专业化”时就可能出现一种关系，在这种关系中，代理人由于相对优势而代表委托人行动。现代意义的委托代理的概念最早是由罗斯提出的：“如果当事人双方，其中代理人一方代表委托人一方的利益行使某些决策权，则代理关系就随之产生。”委托代理理论从不同于传统微观经济学的角度来分析企业内部、企业之间的委托代理关系，它在解释一些组织现象时，优于一般的微观经济学。

2. 委托代理理论建立的意义

委托代理理论是过去 30 多年里契约理论最重要的发展之一。它是 20 世纪 60 年代末 70 年代初一些经济学家深入研究企业内部信息不对称和激励问题发展起来的。委托代理理论的中心任务是研究在利益相冲突和信息不对称的环境下，委托人如何设计最优契约激励代理人。由于委托代理关系在社会中普遍存在，因此委托代理理论被用于解决各种问题。如国有企业中，国家与国企经理、国企经理与雇员、国企所有者与注册会计师，公司与股东与经理，选民与官员，医生与病人，债权人与债务人都是委托代理关系。因此，寻求激励的影响因素，设计最优的激励机制，将会被越来越广泛地应用于社会生活的方方面面。委托代理理论是股权激励的理论基础之一。股权激励是代理成本的支付方式之一，是对经营层拥有人力资本最直接的承认。薪酬，尤其是股权薪酬，是解决代理问题的主要手段。设计科学而合理的股权激励方案，能够有效地激励管理层使股东价值最大化。股权激励方案可以帮助企业构建起打通战略、治理、薪酬、考核、资本运作、文化等各个模块的中枢机制。总而言之，委托代理理论对我国企业，特别是创业投资企业发展壮大具有重要指导意义。

2.4.2 创业投资的委托代理关系

1. 委托代理关系

委托代理关系是一种居于信息优势与处于信息劣势的市场交易者之间的相互关系。关于代理关系，广义泛指承担风险的委托人授予代理人某些决策权并与之订立或明或暗的合约。狭义则专指公司的治理结构，即作为委托人的出资人授予代理人在合约（如公司章程）中明确规定的权利（控制权）。凡在合约中未经指定的权利归属委托人。

现代意义上的委托代理关系最早是由罗斯提出（Ross.S, 1973）。如果当事人双方，其中代理人代表委托人的利益行使某些决策权，则代理关系随之产生。从法律上讲，当 A

委托 B（代理人）根据委托利益从事某些活动时，委托关系就产生了。

经济学上的委托代理关系泛指任何一种涉及非对称信息的交易，交易中有信息优势的一方称为代理人，另一方称为委托人。在这一契约关系中，主动设计契约形式的当事人称为委托人，被动地接受或拒绝契约形式中的当事人称为代理人。

2. 创业投资的委托代理链

创业投资在运作过程当中，资金首先从原始投资者流向创业投资公司，然后再经由创业投资公司流向创业企业，而创业企业就以这些创业资金作为支撑来对企业进行经营与发展，逐渐使创业资本得到增值，之后再流向创业投资公司，创业投资公司将这份收益所得回报给原始投资者，形成一条创业资金的周转链，使得原始投资者、创业投资公司与创业企业三者都能得到利益，即形成委托代理链，如图 2.1 所示。

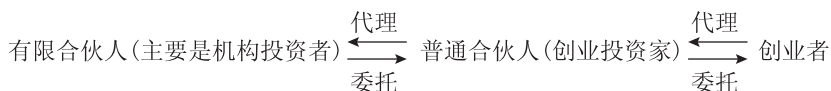


图 2.1 创业投资委托代理关系

创业投资活动中存在两种委托代理关系：一种是原始投资者与创业投资公司委托代理关系，另一种是创业投资公司与创业企业委托代理关系。

3. 原始投资者与创业投资公司委托代理关系

在原始投资者与创业投资公司之间的委托代理关系中，信息不对称尤为明显。原始投资者在签约前后对创业投资公司运作能力和运营类型、投资项目的成功概率分布等都不甚了解，使得原始投资者投资活动具有很大的风险性。因此，代理成本高低是衡量一个组织制度好坏与否的重要标准。通常来说，代理成本主要包括两个部分。一是原始投资者的激励与监督成本。在一项创业投资活动中，创业投资公司是为了使原始投资者及自身利益最大化而努力的，原始投资者通过一定措施对创业投资公司进行适当激励、约束以及监督，从而产生了一定的费用，这种费用成为代理成本的一部分。二是创业投资公司的保证支出费用。原始投资者为了防止创业投资公司偏离对其利益最大化的行事，以及为了约束创业投资公司某些行为，便可以向创业投资公司索取一定的保证金，而创业投资公司向原始投资者所支付的保证金就成为了其代理成本的一部分。

4. 创业投资公司与创业企业的委托代理关系

创业投资公司在做出向创业企业进行投资的决定以后，双方就要开始商量签订契约。在契约的签订过程中，创业投资公司会设计很多条款来防范投资的风险，这些条款分为正面协议、负面协议。正面协议是指创业投资公司强制要求创业企业必须要履行的行为；负面协议则指创业投资公司明令禁止创业企业所从事的特定行为。通过签订契约，创业投资公司可以很好地对创业企业的道德风险进行防范。创业公司若要进一步防范风险的发生，就要在创业企业中保留一定的控制权，如在企业董事会中占有一定优势地位或要求表决权不按照股权类型进行分配等。

2.4.3 创业投资委托代理风险

1. 委托代理风险的含义

所谓委托代理风险，是指由于代理人目标函数与委托人目标函数不一致，加上存在不确定性和信息不对称，代理人有可能偏离委托人目标函数而委托人难以观察并监督之，而出现代理人损害委托人利益的现实。因此，委托代理问题的实质是通过设立一系列约束与激励条件（契约），使代理人受到有效激励并全心全意为委托人服务，使各自利益达到最大化。

2. 委托代理条件

委托代理有三个基本条件：一是委托人和代理人是两个相互独立的利益主体，双方都以自身效用最大化为追求目标；二是委托人和代理人都面临不确定性和风险；三是委托人和代理人之间信息不对称，代理人的信息优势可能影响委托人的利益。

从委托人方看，委托人要为代理人的行为承担责任，如补偿责任、免除法律责任、留置权。从代理人方看，代理人对委托人责任为：没有许可，不能再代理；不能把自己放在与委托人利益冲突的地位；保密责任和诚信责任。

3. 委托代理责任及其风险形式

委托代理关系并不必然会导致委托代理风险。如果委托人有完全的理性，那么在签订委托代理契约时，可以把代理人可能的机会主义行为全部写进契约，此时将不会产生委托代理困境；如果委托人与代理人不存在着信息不对称，或者说委托人可以不增加任何成本地监督代理人，此时，不会产生委托代理困境；如果代理人没有机会主义动机，完全忠诚，也不会产生委托代理困境；如果委托人与代理人目标函数完全同构，也不会产生委托代理困境。

委托代理困境在于存在两类特别相关的问题：一是“代理”问题，它产生于委托人和代理人之间的目标冲突和改变代理行为的困难性（或高成本）；二是“风险共享”问题，它产生于委托人和代理人对风险的不同态度。委托代理风险的焦点在于委托人和代理人之间的契约和从委托人角度如何使契约执行得更有效的方法上。创业投资委托代理的问题具体表现在委托代理的关系当中。由于委托人与代理人的效用函数不一样，委托人追求的是自己的财富更大，而代理人追求自己的工资津贴收入、奢侈消费和闲暇时间最大化，这必然导致两者的利益冲突。此外委托人与代理人之间存在信息不对称，代理人拥有内部信息，处于信息优势地位，委托人处于信息劣势地位，在双方利益不一致的情况下，在没有有效的制度安排下代理人的行为很可能最终损害委托人的利益。在创业投资中主要的代理关系和利益冲突可以分为三种。

(1) 创业投资企业股东与管理层。股东作为创业企业的所有者，委托管理层经营企业，但是，管理层工作创造的财富不能由其单独享有，而是由全股东分享，因此，管

理层希望在提高股东财富的同时，能够享受更多的额外补贴。但是，所有者则希望以最小的管理成本获得最大的股东财富收益，由此便产生了管理层个人目标与股东目标的冲突。

(2) 股东与债权人。当企业向债权人借入资金后，股东在实施其利益最大化目标的同时，股东与债权人对投资项目的风险偏好不同。相对来说，债权人偏好风险较小，即收益不确定性较小的项目；股东则偏好风险较大，即收益不确定性较大的项目，所以容易导致两者投资决策上的冲突，这也是投资不足产生的根源。由于股东与债权人的预期投资项目风险高低不同，使得债权人的风险和收益不对等，这在一定程度上损害了债权人的利益。

(3) 大股东与中小股东。大股东通常指控股股东，他们持有企业的大多数股份，能够掌握企业的重大经营决策，拥有对企业的控制权。而大多数持有股份数量很小的中小股东由于与控股股东之间存在着严重的信息不对称，使得他们的权利很容易被大股东以各种形式侵害。这样就形成了企业中大股东与中小股东的利益冲突，在我国这种利益冲突的情况尤其突出，这种突出主要表现在三方面：在选举董监事时的冲突，股利分配上的冲突和公司并购中的冲突。

2.4.4 创业投资委托代理风险管理原理

委托代理理论认为：代理人和委托人是两种不同的人。他们之间存在两方面的不对称：一是利益的不对称，股东追求的是公司利润和股东权益最大化，而管理层作为代理人追求的是个人收入最大化；二是信息的不对称，委托人了解的信息是有限的，而代理人在掌握信息方面存在明显优势。

1. 利益不一致源于经济学假设

(1) 经济人假设。该假设认为委托人和代理人都是追求自身利益最大化的经济人，这是委托代理关系产生的必要条件。

(2) 目标函数不一致假设。作为独立的经济人，委托人与代理人都有着较强烈的自利倾向，追求既定条件下的自身利益最大化，两者之间不可避免地存在利益冲突。

(3) 信息不对称假设。该假设认为委托人和代理人在信息占有关系中地位是不对等的，委托人一般处于劣势，从而给委托人的监督和控制带来很大困难，增大交易和谈判成本。

(4) 不确定性假设。代理结果除了受代理人努力程度的影响外，事实上还受许多代理人难以把握的不确定性因素的影响。

2. 代理成本

由于委托人和代理人都是独立的经济人，并具有不一致的目标函数，代理人有可能利用信息不对称关系中的优势地位谋求自身利益的最大化；同时不确定性因素的存在，加大了委托人对代理人的监督难度和成本，在企业的代理链条中必然出现非效率或低绩效现象。由于上述问题的存在，不可避免地产生了代理成本。由于信息不完全所导致的次优契约使利润潜力丧失 60% ~ 70%，加上代理人“风险中立”，利润实现程度可以回升约 20 个百

分点，因此，在全部代理成本中，信息不完全的成本占到 2/3，而由代理人风险规避所导致的代理成本占到 1/3（相当利润潜力的 20%）。

3. 经理人的逆向选择和道德风险

(1) 逆向选择。由于信息的不对称，即使当管理者有效地使用了生产要素，股东并不知道管理人的行为，会认为其没有有效利用生产要素，这将导致管理人的不努力，从而导致生产要素运用的不合理。

(2) 道德风险。由于股东与管理人的目标利益函数的差别而存在激励不相容，管理者作为经济人可能利用信息优势，在经营过程中以损害公司利益和股东利益为成本追求个人利益，如侵占公司资产、在职消费、寻租现象等。

4. 管理层腐败

在制度设计上，代理人仅是一个雇员，必须维护所有者的利益，但是，代理人是具体的管理者，具有管理经验和信息优势，很有可能滥用委托人的授权，蒙骗所有者，中饱私囊，从而损害委托人的利益，这就产生了腐败。如克利特加德强调“从委托人（或公众）的利益与代理人（或公务员）的利益之间区别的角度解释腐败”，认为“当代理人违背委托人的利益而谋求自己的利益时，腐败就出现了”。

2.4.5 创业投资委托代理风险治理机制

由于创业投资委托代理中存在的风险，使得创业投资在运作发展中，必须设计一套行之有效的治理机制，缩小投资者与创业投资公司、创业投资公司与创业企业之间的目标距离，提高创业投资的成功率。

1. 投资者与创业投资公司间委托代理风险的治理机制

为了克服投资者选择创业投资公司时出现的逆向选择问题，投资者需要通过各种途径了解创业投资公司管理水平、信誉、业绩及道德水平等方面的信息。对于创业公司可能出现的道德风险防范，投资者主要通过签署一系列协议，有效地激励、约束和监督创业公司行为。

(1) 实施与创业资本经营业绩相联系的激励机制。最直接、最重要的是设立创业投资家报酬激励机制。投资家报酬包括固定报酬和变动报酬两部分，即由管理费用和一定比例的基金期末利润两部分组成。

假设： Y 是创业投资者收入， A 是管理费， α 是管理费率， bX 是业绩报酬， β 是收益分成率， C 是创业资本金初始额， r 是资金运作的回报率（可正，也可负），则将 $Y=A+bX$ 扩展为：

$$Y=A+bX=\alpha(C+C \cdot r)+\beta \cdot C \cdot r, 0)$$

其中， $\delta Y / \delta r = \alpha C + \beta C = (\alpha + \beta) C$

在设置参数时，投资者希望创业投资家收入与其业绩高度相关，业绩收入应大于管理

费，否则激励效应不强。投资者相应采取的措施主要有：一是采用可变的费率，即契约规定在运作初期采取较高的费率，随后降低，以鼓励创业投资公司尽早归还投资成本；二是在利润分配过程分配给投资者和创业投资经理人的现金和有价证券，随着投资开始清算时就开始。这种设置是为了将创业投资的报酬和投资者目标联系起来。通过以上契约安排，创业投资家线性报酬结构较好地解决了对创业投资家的激励问题。

(2) 通过契约设置创业投资家行为的约束机制。在信息不对称的情况下，无论哪一种报酬结构，都存在效率损失，为了减少这种效率损失，投资者还需设计一种约束机制，以使创业投资家更加努力地工作。

第一，要求创业投资家投入一定比例的资本，约为融资总额的1%。这种安排使得创业投资家也成为自己资产的代理者，提高其努力工作的程度。根据这一理论可将创业投资家的收入修正为：

$$Y=A+bX-B=\alpha(C+C \cdot r)+\text{mas}(\beta \cdot C \cdot r, 0)-(1-p)c$$

其中 B 为创业投资家注入的个人资本损失， c 为创业投资家注入的个人资本， p 为创业投资家选择项目成功的概率。通过上式可知，当创业投资家注入个人资本之后，为了获得更高的收益，创业资本家必定会提高投资项目成功的概率 p ，所以创业投资家会努力工作，选择优质的投资项目。

第二，通过契约对资金运用、创业投资家的行为等做出限制，主要包括投资对象、投资范围、投资方式的限制，以防止创业投资家为了稳定获取高额管理费而将资金投放到安全性很高的资产上或倾向于利用杠杆融资增加收益，增加期权价值而给投资者带来不必要的经营风险，另外，还应限制创业投资家向投资对象投入个人资本等。

第三，对创业投资家实施监督。世界各国的创业投资基金均倾向于建立创业投资的有限合伙制。设立董事会或监事会形式，监督创业投资家的行为。

2. 创业投资公司与创业企业间委托代理风险的治理机制

创业投资家在选择创业企业过程中，对于可能出现的逆向选择问题的防范，主要是通过严格的审核。首先，通过金融机构、咨询机构等中介，得到需要被投资创业企业的信息。其次，为了从各种渠道提供的众多项目中筛选出符合自己标准的项目，创业投资家要有一套严格的评估程序。

就创业投资公司而言，面对突出的信息不对称，需要通过安排有效的治理结构来协调创业投资家与企业经理层之间的关系，抑制“道德风险”。

(1) 赋予创业企业经理层更多的剩余索取权的激励机制。创业企业经理层拥有一部分企业控制权，根据剩余索取权与企业控制权相匹配的原则，就需要给予其一定的剩余索取权，从而与创业投资家的利益一致，实现所谓激励相容。

创业投资家对创业企业管理层的激励，一般包括以下两个方面：一是管理层的股权安排。创业企业家的经济收益可以分为两部分：管理创业企业的薪酬收入和创业投资变现时的股份收入。创业投资家可以给予创业企业家较高的股份比例，以此来激励创业企业家努

力工作。当然，创业投资家应综合考虑投资额、预期收益率及无形资产价值等因素，确定一个适当的股权比例，使创业企业的剩余索取权与控制权尽可能匹配。二是管理层的期权安排。即允许管理层在实现未来经营目标时按照事先约定的较低价格或无偿增持股份。

(2) 赋予创业投资家更多的企业控制权来强化约束机制。一是采取阶段性投资方式。创业投资是一种渐进式的多轮投资过程，创业投资家按照创业企业发展的各个阶段分期投入。创业企业家只提供企业发展到约定期限所需的资金，但保留放弃追加投资的权力，即中断机制。二是选择合适的投资方式。对创业投资的各个阶段应采取不同的投资工具。在创业企业的早期发展阶段采取优先股作为投资工具。贷款、购买企业债券方式一般在企业发展比较稳定、信息不对称程度较低的成熟期比较合适。三是协议保证。创业投资协议是创业投资家用以监控创业企业经理人员行为，维护自身利益的基本契约，包括肯定及否定契约条款。

2.5 创业投资的组合投资理论

组合投资指投资者根据项目（企业）不同发展阶段对投资入股形式的要求（必需的和可能接受的方式），创业投资家采取股权、债权、准股权、担保等多种形式的组合投资策略，既保证项目（企业）对资金的需要，又尽可能减少项目（企业）失败造成的损失。同时，对多家风险企业进行投资，通过投资组合分散投资风险，不会因一项投资的失败而满盘皆输。在创业投资行业，“不把所有的鸡蛋放在同一个篮子”是对这种投资方式最恰当的比喻。

与组合投资相对应的一个概念是联合投资。联合投资（也称辛迪加投资），是指多个创业投资者联合对同一风险企业进行投资，联合投资和组合投资是分散风险的重要措施，一方面，有利于创业投资者之间的信息共享，提高项目选择的准确性，加强投资监管和提供更多的增值服务；另一方面，可以保证对风险企业的投资总额达到合理规模，增大了投资成功的可能性。

美国经济学家马考维茨（Markowitz）1952年首次提出投资组合理论（Portfolio Theory），并进行了系统、深入和卓有成效的研究，他也因此获得了诺贝尔经济学奖。该理论包含两个重要内容：“均值一方差”分析方法和投资组合有效边界模型。在发达的证券市场中，马科维茨投资组合理论早已在实践中被证明是行之有效的，并且被广泛应用于组合选择和资产配置。

从狭义的角度来说，投资组合是规定了投资比例的一揽子有价证券，当然，单只证券也可以当作特殊的投资组合。人们进行投资，本质上是在不确定性的收益和风险中进行选择。投资组合理论用“均值一方差”来刻画这两个关键因素。所谓均值，是指投资组合的

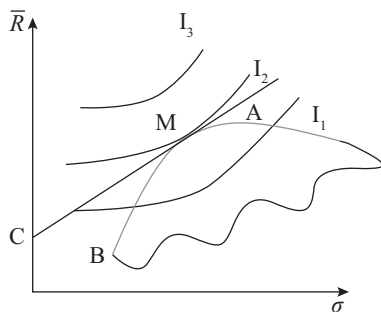
期望收益率，它是单只证券的期望收益率的加权平均，权重为相应的投资比例。当然，股票的收益包括分红派息和资本增值两部分。所谓方差，是指投资组合的收益率的方差。我们把收益率的标准差称为波动率，它刻画了投资组合的风险。

投资组合理论研究“理性投资者”如何选择并优化投资组合。所谓理性投资者，是指这样的投资者：他们在给定期望风险水平下对期望收益进行最大化，或者在给定期望收益水平下对期望风险进行最小化。

2.5.1 最优投资组合的选择

最优投资组合是指某投资者在可以得到的各种可能的投资组合中，唯一可获得最大效用期望值的投资组合，有效集的上凸性和无差异曲线的下凸性决定了最优投资组合的唯一性。

将优化投资组合以波动率为横坐标，收益率为纵坐标，在二维平面中描绘出来，可形成一条曲线。这条曲线上有一个点，其波动率最低，称之为最小方差点。这条曲线在最小方差点以上的部分就是著名的（马考维茨）投资组合有效边界，对应的投资组合称为有效投资组合。投资组合有效边界是一条单调递增的凸曲线。如果投资范围中不包含无风险资产（无风险资产的波动率为零），曲线 AMB 是一条典型的有效边界。 A 点对应于投资范围中收益率最高的证券。如果在投资范围中加入无风险资产，那么投资组合有效边界是曲线 AMB 。 C 点表示无风险资产，线段 CM 是曲线 AMB 的切线， M 是切点。 M 点对应的投资组合被称为“市场组合”（见图 2.2）。



最优投资组合 (optimal portfolio) 的选择

图 2.2 投资组合选择

如果市场允许卖空，那么 AMB 是二次曲线；如果限制卖空，那么 AMB 是分段二次曲线。在实际应用中，限制卖空的投资组合有效边界要比允许卖空的情形复杂得多，计算量也要大得多。

在波动率 - 收益率二维平面上，任意一个投资组合要么落在有效边界上，要么处于有效边界之下。因此，有效边界包含了全部（帕雷托）最优投资组合，理性投资者只需在有效边界上选择投资组合。

2.5.2 投资组合理论的主要内容

马克维茨投资组合理论的基本假设为：投资者是风险规避的，追求期望效用最大化；投资者根据收益率的期望值与方差来选择投资组合；所有投资者处于同一单期投资期。马克维茨提出了以期望收益及其方差（ E, δ^2 ）确定的有效投资组合。

以期望收益 E 来衡量投资收益，以收益的方差 δ^2 表示投资风险。投资组合的总收益用各个投资资产预期收益的加权平均值表示，组合资产的风险用收益的方差或标准差表示，则马克维茨的优化模型如下：

$$\begin{aligned}\min \delta^2(rp) &= \sum \sum w_i w_j \text{cov}(r_i, r_j) \\ E(rp) &= \sum w_i r_i\end{aligned}$$

式中： rp ——组合收益；

r_i, r_j ——第 i 种、第 j 种资产的收益；

w_i, w_j ——资产 i 和资产 j 在组合中的权重；

(rp) ——组合收益的方差即组合的总体风险；

$\text{cov}(r_i, r_j)$ ——两种资产之间的协方差。

马克维茨模型是以资产权重为变量的二次规划问题，采用微分中的拉格朗日方法求解，在限制条件下，可得组合风险组 $\delta^2(rp)$ 最小时的最优投资比例 W_i 。从经济学的角度分析，就是说投资者预先确定一个期望收益率，然后通过 $E(rp) = \sum w_i r_i$ 确定投资组合中每种资产的权重，使其总体投资风险最小，所以在不同的期望收益水平下，得到相应的使方差最小的资产组合解，这些解构成了最小方差组合，也就是我们通常所说的有效组合。有效组合的收益率期望和相应的最小方差之间所形成的曲线，就是有效组合投资的前沿。投资者根据自身的收益目标和风险偏好，在有效组合前沿上选择最优的投资组合方案。

根据马克维茨模型，构建投资组合的合理目标是在给定的风险水平下，形成具有最高收益率的投资组合，即有效投资组合。

2.5.3 创业投资组合投资原则

1. 分散原则

一般说来，投资者对于投资活动所最关注的问题是预期收益和预期风险的关系。投资者或“证券组合”管理者的主要意图，是尽可能建立起一个有效组合。那就是在市场上为数众多的证券中，选择若干股票结合起来，以求得单位风险的水平上收益最高，或单位收益的水平上风险最小。有些风险与其他证券无关，分散投资对象可以减少个别风险，由此个别公司的信息就显得不太重要。

个别风险属于市场风险，而市场风险一般有两种：个别风险和系统风险，前者是指围

绕着个别公司的风险，是对单个公司投资回报的不确定性；后者是指整个经济所生的风险，无法由分散投资来减轻。

虽然分散投资可以降低个别风险但并非绝对。首先，有些风险是与其他或所有证券的风险具有相关性，在风险以相似方式影响市场上的所有证券时，所有证券都会做出类似的反应，因此投资证券组合并不能规避整个系统的风险。其次，即使分散投资也未必是投资在数家不同公司的股票上，而是可能分散在股票、债券、房地产等多方面。最后，未必每位投资者都会采取分散投资的方式，因此，在实践中风险分散并非总是完全有效。

在创业投资实践中，应时刻记住不要把所有的鸡蛋都放在一个篮子里面，否则“倾巢无完卵”。组合中资产数量越多，分散风险越大。

2. 现代投资组合原则

现代投资组合的思想，即最优投资比例。投资组合的目的是：按照投资者的需求，选择各种各样的证券和其他资产组成投资组合，然后管理这些投资组合，以实现投资的目标。投资者需求往往是根据风险来定义的，而投资组合管理者的任务则是在承担一定风险的前提下，使投资回报率实现最大化。投资风险与预期收益之间有关，可用相关系数反映其关系。相关系数是反映两个随机变量之间共同变动程度的相关关系数量的表示。对投资组合来说，相关系数可以反映一组投资中，每两组投资之间的期望收益作同方向运动或反方向运动的程度。在一定条件下，存在一组使得组合风险最小的投资比例。随着组合中资产种数增加，组合的风险会下降，但是组合管理的成本也会提高。当组合中资产的种数达到一定数量后，风险将无法继续下降。

在投资组合的实际运行环境下，组合成本结构的调整、股东权益、客户及关系、内部流程、组织学习和提升能力等众多因素会对组合产生方方面面的影响，投资组合管理要确保在这些影响下各组件仍然能够保证预计的收益。

本章小结

(1) 创业投资是一种重要的经济行为，预期收益是创业者创业的主要动因。创业者个人收益和社会财富间呈现一种正相关关系。从微观角度来看，创业管理是发挥并协调各种经济资源的中心；从宏观的角度来看经济发展的动力在于创业者的创新行为。创业投资管理是通过战略导向，发现机会、把握机会，获取资源、调动资源的一个持续不断的变化和发展过程。

(2) 创业投资是一种投资活动，其投资的增长过程可以为投资经济体带来有效的就业创造效应，进而推动就业增长；同时，创业投资可以有效推动科技创新，进而推动投资经济体的科技进步；另外，随着创业投资增长，在促进经济增长的同时，又会有效增加消费需求，进而有效推动社会福利增长。

(3) 创业投资管理可分为两个层次，一个是对创业投资资本的管理，另一个是对创

业企业的管理。创业投资资本的管理应坚持组合投资原则、分阶段逐步投资原则、分类管理原则、投资来源多元化原则以及专家审查评估制度。

(4) 委托代理理论是制度经济学契约理论的主要内容之一，其主要研究的委托代理关系是指一个或多个行为主体根据一种明示或隐含的契约，指定、雇用另一些行为主体为其服务，同时授予后者一定的决策权利，并根据后者提供的服务数量和质量对其支付相应的报酬。

(5) 组合投资是投资者根据项目（企业）不同发展阶段对投资入股形式的要求（必需的和可能接受的方式），创业投资家采取股权、债权、准股权、担保等多种形式的组合投资策略，既保证项目（企业）对资金的需要，又尽可能减少项目（企业）失败造成的损失。

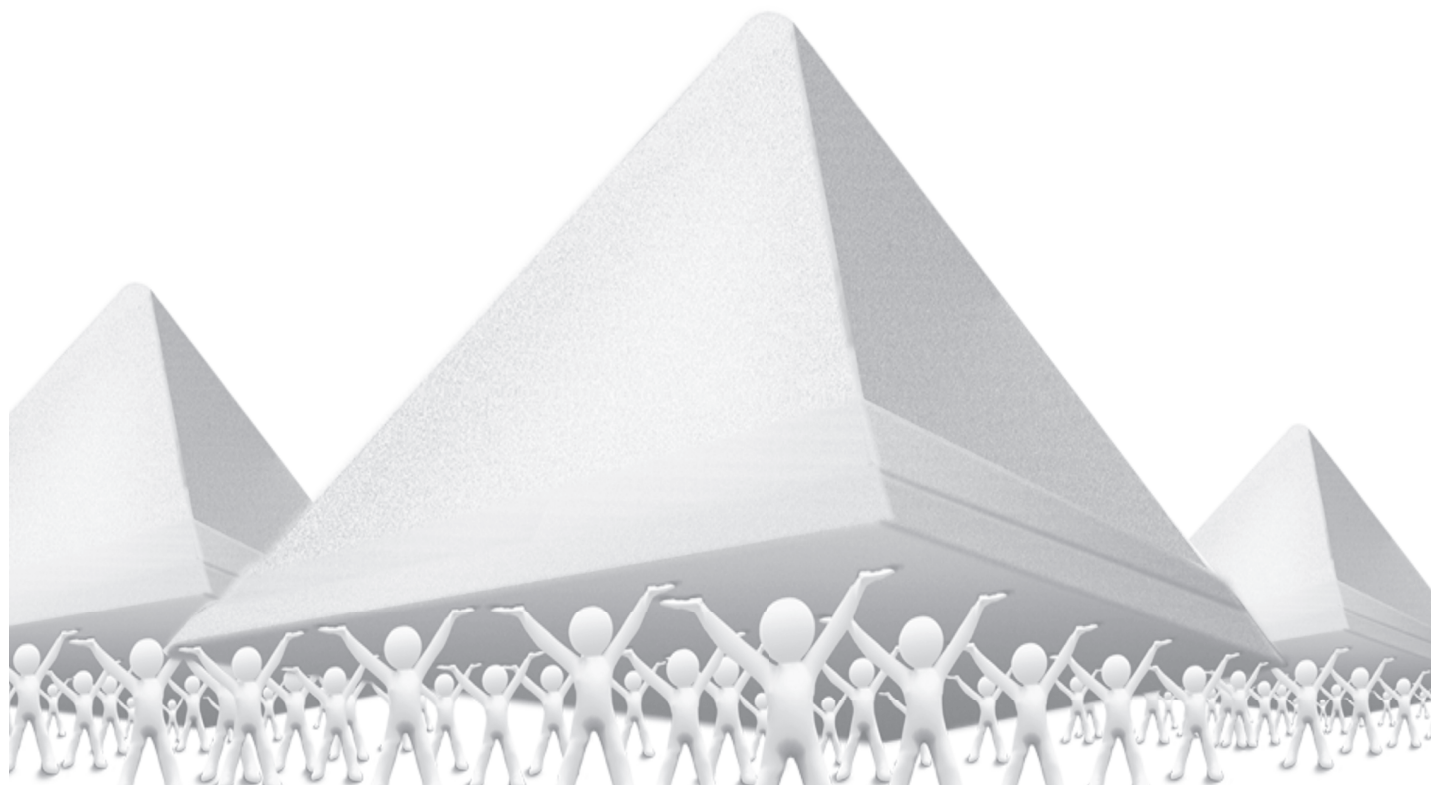
关 键 术 语

创业投资原理 就业创造 科技进步 福利增长 资本管理 企业管理 机构管理 委托代理 组合投资 代理风险 治理机制 组合投资 辛迪加 理性投资者

思 考 题

1. 简述创业投资原理的核心要义。
2. 简述创业投资的社会效应。
3. 简述创业投资管理理论的核心要义。
4. 简要分析创业投资委托代理理论的核心要义。
5. 简要分析创业投资组合理论的应用原理。





第3章

创业投资环境

创业投资环境包括创业投资市场环境、创业投资政策环境和创业投资法规环境。

3.1 创业投资市场环境

创业投资从性质上讲是一种权益资本投资，创业者从其创业资本的投融资到其创业资本的退出均离不开资本市场。从金融市场的角度考察，创业投资作为优化资本配置、支持实体经济发展、促进经济结构调整的重要投资方式，已经成为多层次金融体系和资本市场的重要组成部分。

3.1.1 创业投资与资本市场

1. 资本市场构成

(1) 主板市场。主板市场也称为一板市场，指传统意义上的证券市场（通常指股票市场），是一个国家或地区证券发行、上市及交易的主要场所。主板市场对发行人的营业期限、股本大小、盈利水平、最低市值等方面的要求标准较高，上市企业多为大型成熟企业，具有较大的资本规模以及稳定的盈利能力。中国大陆主板市场的公司在上交所和深交所两个市场上市。主板市场是资本市场中最重要的组成部分，很大程度上能够反映经济发展状况，有“国民经济晴雨表”之称。

(2) 二板市场。二板市场又称为创业板市场（growth enterprises market, GEM），是地位次于主板市场的二级证券市场，以纳斯达克市场为代表，在中国特指深圳创业板。创业板市场在上市门槛、监管制度、信息披露、交易者条件、投资风险等方面和主板市场有较大区别，其目的主要是扶持中小企业，尤其是高成长性企业，为风险投资和创投企业建立正常的退出机制，为自主创新国家战略提供融资平台，为多层次的资本市场体系建设添砖加瓦。2012年4月20日，中国深交所正式发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》，并于当年5月1日起正式实施，同时将创业板退市制度方案内容落实到了上市规则之中。

(3) 三板市场。在中国，三板市场又称全国中小企业股份转让系统（national equities exchange and quotations, NEEQ），是经国务院批准设立的全国性证券交易场所，全国中小企业股份转让系统有限责任公司为其运营管理机构。2012年9月20日，该公司在国家工商总局注册成立，注册资本30亿元。上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司、上海期货交易所、中国金融期货交易所、郑州商品交易所、大连商

品交易所为该公司股东单位。由于新三板市场的定位是“以机构投资者和高净值人士为参与主体，为中小微企业提供融资、交易、并购、发债等功能的股票交易场所”，因此，其市场生态、研究方法、博弈策略、生存逻辑等，都和以中小散户为参与主体的沪、深股票市场有着显著的区别，但三板市场从资本市场架构上也从属于一板市场。

(4) 四板市场。四板市场又称区域性股权交易市场，是指为特定区域内的企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场，一般以省级为单位，由省级人民政府监管，是我国多层次资本市场的重要组成部分，也是中国多层次资本市场建设中必不可少的部分。四板市场对于促进企业特别是中小微企业股权交易和融资，鼓励科技创新和激活民间资本，加强对实体经济薄弱环节的支持，具有积极作用。

2. 创业投资市场构成要素

投资者、创投机构、创业企业、创业板市场四者相结合，共同构成了中国创业投资市场的主体运行体系。

(1) 投资者。投资者在创业投资市场的运作中扮演资金供给者的角色，他们拥有闲置的社会资本。就国内而言，投资者一般指政府、金融机构、各种基金以及资金充裕的工商企业法人和个人投资者。投资者为了参与产业投资、分享产业报酬将自有闲散资金投入创投机构中，并委托创投机构代为管理，以期获得投资回报，并以其投入资金承担投资风险。

(2) 创投机构。创投机构是创业投资市场的核心，同时也是连接投资者和创业企业的媒介。创投机构通常会聘请拥有丰富行业经验和金融市场知识的人来担任经理人，这些人成为了资本在产业界和金融市场的纽带，他们帮助投资者筛选项目、甄别风险，为创业企业筹集发展资金，并以其丰富的知识和经验帮助创业企业更快成长，在创业投资的运作中起到了十分重要的作用。

(3) 创业企业。创业企业从创投机构获得资金，通常属于高科技、高增长行业的中小规模企业。依照企业发展的生命周期理论，创业企业可以被分为种子期、成长期以及成熟期几个阶段，处于不同生命周期的创业企业，在企业规模、风险和资金需求上都体现着不同特征。

(4) 创业板市场。资本市场是创业资本退出的主要途径，只有多层次、高度发达的资本市场，才能为创业投资成功退出并实现超额收益提供便利。在中国，深圳中小企业板和创业板市场的建立使这一目标得以初步实现，这对于中国创业投资行业的发展也同样具有举足轻重的意义。

3.1.2 创投公司与资本市场

1. 创投公司的投资目标

创投公司只投资于还没有公开上市的企业，他们的兴趣不在于拥有和经营创业企业，其兴趣在于最后退出并实现投资收益。由于创业投资的资本较公共股票市场投资资本流通

性要低很多，所以其追求的回报率也相对高一些。大部分创投公司为了减少风险，不谋求在企业的控股地位，只有在投资公司谋求控制被投资公司的经营方向时才会刻意追求成为最大股东；投资公司管理人员一般也不参与被投资企业的日常管理，主要依赖于在投资前用一套详细的项目可行性审查程序，评估投资成功的可能性。分红不是创业投资家经营运作追求的目标，创投公司的唯一目的就是希望通过被投资企业的快速发展来带动它的投资增值，并在恰当的时候套现退出。退出的方式可以是公开上市（IPO）、出售股权给第三方（trade sale）、创业企业家回购（buy back）、清盘结算（liquidation）。

2. 创投公司的资金来源

创投公司可以被视为资金的零售商，它们从大的基金（fund of fund）如退休基金、保险基金、大型银行、上市公司或政府机构（我们可把这些基金看作资金的批发商）那里融来资金（raise fund）并成立创业投资基金，然后创投公司再把钱投给有潜力的、高速发展的成长型企业（通常是高科技公司），并拥有这些被投资企业的股份。一般而言，创投公司的资本投入期在2~7年。

创投公司关注的是资金来源、有潜力的企业和套现出路。创业投资公司的赢利方法（ways of making profit）主要是把先期投资的股权以高于原价的价钱售出。创业投资的退出主要有三种方式，就是股票上市、股份转让和清算。其中股份转让的接受方可以是其他投资公司、企业并购的买方或创业企业家。

3. 创投公司的收入来源

创投公司一般都有自己的投资资金，同时也代理其他基金的投资业务。对于代理投资业务，创业投资公司一般收取1.5%~3%的代理费，另外再收取资金增值部分的20%~25%。创业投资公司的收入来源除了增值转让股权和投资管理代理费外，可能还包括债券或债权的利息，股票投资收益以及咨询收入。

4. 创投公司的退出途径

创业投资退出，是指创业企业发展到一定阶段以后，创投公司认为有必要将资本从企业中退出，因而选择一定的方式，通过资本市场将资本撤出，以实现投资收益或降低损失，为介入下一个项目做准备。创投公司资金的成功退出是实现高收益的保证，可行的退出机制是创投公司成功的关键。

创投公司的资金退出通常有如下几个渠道：

（1）竞价式转让——股份公开上市（IPO）。这是指创投公司通过创业企业的股份公开上市，将拥有的私人权益通过资本市场转手出售以实现资本增值。股份公开上市被一致认为是理想的退出渠道，其主要原因是在证券市场公开上市后可以使创投公司取得高额回报。

创业企业股份上市离不开“第二证券市场”的作用。在欧美发达国家中，著名的“第二证券市场”有：美国专为没有资格在纽约证券交易所等主板市场上市的较小的企业的股

票交易而建立的 OTC（柜台交易）市场以及在此基础上发展起来的纳斯达克市场（全国证券自营商协会自动报价系统）；英国于 1980 年建立的 USM（未正式上市公司股票市场）；日本政府于 1983 年在大阪、东京和名古屋建立的“第二证券市场”等。

（2）契约式转让——出售或回购。这是指其他企业按协商的价格收购或兼并创业企业或创投公司所持有的股份的一种退出渠道，也称收购。股份回购是指创业企业或企业家本人出资购买创投公司手中的股份。由于 IPO 门槛和上市费用较高、上市资源较为稀缺，随着企业间兼并的发展，创投公司更多地采用回购或出售的方式退出。

（3）强迫式转让——破产清算。对于创投公司来说，一旦确认创业企业失去了发展的可能或者成长太慢，不能给予预期的高额回报，就要果断地撤出，将能收回的资金用于下一个投资循环。不同退出方式的优缺点比较，如表 3.1 所示。

表 3.1 不同退出方式的优缺点比较

退出渠道	优点	缺点
公开上市 (IPO)	<p>(1) 投资获益最高，往往是投资额的几倍甚至几十倍，有的甚至更高；(2) 创投公司获得大量现金流入，增强了流动性；(3) 提高了创业企业的知名度和公司形象，便于获得融资便利；(4) 对参加回购计划的职员，股票上市乃是很大的激励，可以留住核心层人员并吸引高素质人才进入；(5) 风险投资家以及创业企业的创始人所持有的股权可以在股票市场套现</p>	<p>(1) 有上市限制；(2) 对出售股权的限制会影响投资创始人投资收入的变现；(3) 上市成本很高，上市的费用十分昂贵</p>
出售或回购	<p>(1) 这种契约式转让最大的优点在于符合风险资本“投入——退出——再投入”的循环，创投公司可以在任意时期将自己拥有的投资项目股权限时变现，使创投公司的收益最大化；(2) 操作相对 IPO 简单，费用低，可以实现一次性全部撤出且适合各种规模类型的公司；(3) 股份的出售或回购还可以作为创投公司回避风险的一种工具</p>	<p>(1) 由于收购方太少，导致创业企业价值被低估，收益率与公开上市相比明显偏低，只有它的大约 1/4 ~ 1/5；(2) 就出售而言，创业企业被收购后就不易保持独立性，企业管理层有可能失去对企业的控制权；(3) 就回购来说，如果企业创始人用其他资产（如其他公司股票、土地、房产等）和有一定利息的长期应付票据支持回购，涉及变现及风险问题；(4) 我国许多高科技企业是从原国有企业或研究机构中诞生，产权界定不清晰，再加上国有产权交易市场不发达，产权交易成本过高，阻碍这种退出渠道的运用</p>
清算	<p>是创投公司投资不成功时减少损失的最佳退出方式</p>	<p>(1) 承担很大程度上的损失，是投资失败的必然结果；(2) 我国《公司法》要求在出现资不抵债的客观事实时才能清算，从而很可能错过投资撤出的最佳时机，也就在无形中扩大了创投公司的损失</p>

资料链接 1

红杉资本、优势资本、达晨创投、中科招商 四大机构投资情况及退出率分析

1. 红杉资本中国基金

红杉资本于1972年在美国成立，是全球著名的风险投资公司之一。曾先后投资了苹果、思科、甲骨文、谷歌等著名科技公司。红杉资本中国基金于2005年9月在中国成立，截至2016年11月，红杉中国投资了494个项目，其中包括：京东商城、聚美优品、饿了么、诺亚财富、大众点评网、美团网等诸多国内知名企业。主要关注的细分领域有企业服务、电子商务、医疗健康、金融、本地生活、文化娱乐和教育。

据统计，从2005年成立至2016年11月，红杉中国共完成投资514.3亿元。其中，数千万元级的投资和上亿元的投资在总的投资项目中占比分别为55%和31%。红杉中国的投资阶段为天使阶段、A轮、B轮和C轮，这3个阶段的投资数量占投资总量的92%。在红杉中国所投资的494个项目中，有近1/2的项目进入了后面的融资，有54个项目的估值超过了10亿元。

据统计，在红杉中国所投资的494个项目中，有48个是通过IPO退出的，有24个通过并购退出，7个通过股权转让退出，3个通过管理层回购退出。总共退出项目82个，投资项目退出率为16.6%。其中的代表性项目——聚美优品的投资回报倍数高达88。

2. 优势资本

优势资本创立于2002年，集团总部位于中国上海，其秉承“发现价值、挖掘价值、提升价值”的核心投资理念，贯穿于创业企业发展全周期：风险投资、私募股权投资、产业并购及资产管理业务。优势资本致力于成为“立足中国、面向世界，具有国际竞争力的世界一流投资控股集团”。

优势资本具有敏锐的投研能力，在所关注的几个特定领域进行持续深入的行业研究，深刻理解行业长期内在发展规律和业务逻辑，并能准确地把握行业与市场的变革要素和时间。持续深入的复合式行业研究，长期结构性业务模式偏好，集中投资、轮轮追加、长期持有，关注风险调整后收益，成就优势资本良好的投资回报率及品牌美誉度。

优势资本自2002年以来一直是国内领先的股权投资机构，管理规模达80亿元、累计投资项目152个。据统计，在优势资本所投资的已上市项目中，市值逾100亿元的企业有10家。在所投资的项目中，有42家企业在国内外资本市场IPO上市或并购退出，投资项目退出率为27.63%。

3. 达晨创投

成立于2000年4月的达晨创投是国内最早的市场化运作的本土创投机构之一。达晨创投是伴随着中国私募股权投资市场一同成长发展的。达晨创投在17年的发展历史中经历的潮起潮落是中国私募股权投资市场跌宕起伏发展史的真实写照。2006年6月，达晨创投6年前投资的同洲电子在中小板上市成为本土风投公司在国内资本市场退出的

第一个成功案例。同洲电子的上市也是达晨创投发展史上的转折点，从那时起，中国私募股权投资市场也步入了发展的快车道。

根据该公司官网的披露，截至2017年年初，达晨创投共管理18期基金，管理基金总规模200亿元。成立至今，累计投资了385个项目（后续投资于同一个项目仅算1个），累计投资金额近150亿元。达晨创投除了关注TMT、消费服务、医疗健康、节能环保4大热点方向之外，同时，也在军工、智能制造和大数据等3个特色细分行业进行了广泛布局。

据统计，在达晨创投385个项目中，有56个通过IPO（1家借壳上市）退出，有14个通过并购退出，32个项目通过转让或管理层回购退出，项目退出率为26.49%。

4. 中科招商

中科招商成立于2000年，是国内最早的私募股权投资机构之一。经过10多年的发展，中科招商已经成为国内私募股权投资行业中具有举足轻重的机构之一。中科招商将文化消费、健康医药、节能环保、电子信息、现代农业、先进制造、新材料七大行业作为主要的投资关注方向。

根据公司新三板挂牌时所披露的数据，截至2014年8月底，公司在管基金111只，基金认缴总额为607亿元。根据2015年和2016年上半年的增量数据可以推算出中科招商在2015年年底和2016年年中所管理的基金数量和基金规模。截至2016年6月30日，中科招商管理共有132只私募投资基金，累计认缴资金820亿元，共完成投资项目342个，投资金额超过200亿元。在342个投资项目中，38个通过IPO退出，12个通过并购退出，1个通过借壳上市退出，项目退出率为14.91%。

数据来源：清科私募通，公司公告，中国股权转让研究中心整理。

资料来源：http://www.sohu.com/a/160629925_355027。

3.1.3 我国创业投资市场环境

一个完善的多层次资本市场，对于经济转型、新兴产业发展都将发挥关键性的推动作用。目前，我国多层次资本市场体系已构建起包括主板、二板、中小板、创业板在内的场内市场，以及包括全国股转系统和地方区域性股权市场在内的场外市场。这样的市场格局将成为我国创业创新的重要支撑，有助于创业投资市场的发展。

1. 创业投资市场的重要作用

（1）资本市场是资源配置的重要平台。一个成熟的多层次资本市场的功能就是优化资源配置效率，提升市场微观经济主体活力。也正因此，关于大力发展多层次资本市场的相关举措频频，尤其是近几年来，资本市场加强监管转型创新，不断夯实市场发展的制度基础，加大对投资者的保护力度，着眼点就是要让资本市场担起促进实体经济发展的重任，

让金融成为一池活水，更好地浇灌实体经济之树。国务院提出的发挥主板、创业板和地方性股权交易场所功能，完善全国中小企业股份转让系统交易机制，显然有助于创新创业企业发展，有助于创业投资机构实现可持续发展的资源配置。

(2) 资本市场是创业投资退出的重要渠道。对于股权投资来说，除了前期的资金募集、项目投资以外，后续投后管理尤其是创业资本的退出，无疑是另一个重要的维度，也直接影响着一些创业投资的投资风格和风险偏好。在股权投资退出方面，除了重组并购、协议转让等方式之外，所投企业通过资本市场挂牌交易退出，是非常重要的途径。统计显示，2016年上半年，中国股权投资市场共发生退出案例2 053笔，其中80%为新三板挂牌退出。而此前设立的中小板和创业板，都曾成为前些年创业投资退出的重要场所，也曾造就了不少创业投资的“神话”。

2. 我国创业投资市场不完善的表现

(1) 创投基金机构逐年减少。在经历过去几年创业投资的高增长后，2017年年底我国的股权投资市场却出现明显下滑，甚至有人将其称为中国创业投资与私募股权投资的“寒冬”。创业投资与私募股权研究机构（清华科技研究中心）发布的2016年上半年中国股权投资市场数据显示，2016年上半年，天使投资人、VC和PE机构共新募集909只可在投资于中国大陆的基金，新募基金数量同比下降46.2%。在投资方面，2016年上半年股权投资市场避险情绪较重，早期投资缩量明显。另据统计，中国私募股权投资市场2016年上半年共计完成3 476起投资事件，投资案例数同比下滑24.7%。这组数据在一定程度上说明，要更好地推动中国创业创新的发展，除了使创业投资的上市、股权转让、并购重组等退出渠道通畅外，无疑对当前多层次资本市场发展提出了新的要求，同时更需要重视对创业投资机构的政策扶持。

(2) 创投资本退出渠道严重不畅。我国资本市场的快速发展在促进创业投资行业健康成长的同时，依然不能忽视我国间接融资比例过大对创业企业的不利影响。以美国为例，美国创新企业能蓬勃发展，如雨后春笋般不断涌现，和美国的资本市场能很好地对接创新性企业，为企业提供必要的融资是密不可分的。美国为创新企业融资的典型路线是天使投资，A、B、C轮，每轮都能有一个比较明显的估值提升，这也是伴随着公司的快速发展而发生的。创业公司发展达到一定规模，挂牌、上市，创投公司成功退出或者继续进行战略投资。因为创投的性质，必然是小公司死亡率极高，依靠成功公司的极大盈利去平衡收益风险比。因此，在创投公司成长期各个阶段都应该有适应的退出机制。有新的投资人对接各个阶段的创投投资退出资金，形成一个完整的创投生态圈。中国的资本市场，由于过去不能有效对接创投的这个退出需要，才使得很多优质的企业去美国上市这在很大程度上削弱了国内创业投资市场的重要功能。

3. 完善我国创业投资市场环境的政策举措

(1) 改善创业投资市场流动性。2016年，我国发布了《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，专门就拓宽创投资本退出通道做出了规定。此次公布的意见提

出，充分发挥主板、创业板、全国中小企业股份转让系统以及区域性股权市场功能，畅通创业投资市场化退出渠道，完善全国中小企业股份转让系统交易机制，改善市场流动性。支持机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场开展直接融资业务。鼓励创业投资以并购重组等方式实现市场化退出，规范发展专业化并购基金。

(2) 规范化创业投资市场正常有效的运转。《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》中提出了建立多渠道创业投资资本退出方式的要求，有利于鼓励创投机构加大投资；而鼓励创业投资以并购重组的方式退出，在解决目前股权投资退出难问题的同时也整合了社会资源并提高了资源配置效率；同时还从政策面加强了创投和并购行为的关联度，让更多的优质项目以并购的形式更早进入开放性的资本市场，通过市场化的选择为二级市场快速置入更多的优质标的，同时也通过二级市场更有效率地满足优质企业的资金需求。此外，2017年证监会还提出研究建立所投资企业上市解禁期与上市前投资期限长短反向挂钩的制度安排，这一政策是在挤压交易型风格的股权投资基金生存空间，鼓励这部分资本向价值挖掘和价值创造转型。

资料链接 2

企业如何成功挂牌

(1) 中小企业在新三板和新四板市场挂牌需应具备的条件：公司依法设立且存续满两年，有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，存续时间可以从有限责任公司成立之日起计算。申请时股东人数未超过200人（含200人）的股份公司，直接向全国股份转让系统公司申请挂牌；申请时股东人数超过200人的股份公司，取得中国证监会核准文件后，向全国股份转让系统公司申请办理挂牌手续。提出申请的公司专注主营业务，公司自成立以来有持续的经营且具有持续经营能力；公司治理机制健全，合法规范经营；公司成立、出资、增资行为合法合规，公司历次股权转让合法合规，公司股权明晰，不存在法律纠纷。此外，参与申请的企业还需得到主办券商的推荐及持续督导，双方签署《推荐挂牌并持续督导协议》，主办券商应完成尽职调查和内核程序，对公司是否符合挂牌条件发表独立意见，并出具推荐公示。

(2) 新四板的挂牌条件则相对简单：依法设立、权属清晰、规范经营的各行各业的中小微企业，都可以在区域性股权交易市场挂牌，无财务指标、成立时间以及企业规模大小的限制，有上市意愿的企业可根据公司的实际情况去选择适合自己的板块挂牌。

3.2 创业投资政策环境

由于创业投资政策是影响创业活动和新创企业的公共政策，这决定了创业政策结构与创业活动结构必须具有一定同构性。换言之，从理论上讲，完全的创业投资政策是对创业

活动要素的全对应，完全的创业投资政策体系结构是对创业投资活动结构维度的全组合。以我国为例，我国的创业投资政策框架大体上可以分为创业投资的舆论宣传政策、教育培训政策、开业优惠政策、财政及金融政策和产业引导及综合服务政策等，除此之外还有所有制优惠政策、企业退出政策、社会保障政策、生活配套政策、风险规避政策等其他服务政策。因此，创业投资政策的基本框架是上述各项政策的总和。

3.2.1 大学生创业政策环境

1. 大学生创业政策文件条目

近年来，中国每年有数百万的高校毕业生，大学生就业形势严峻。失业人数的增多无疑是一个社会问题，会危害到社会的稳定与和谐。因此，我国各级政府不断出台鼓励大学生创业的各类政策文件，积极树立“以创业带动就业”的意识，鼓励引导大学生创业，给大学生提供大量创新创业的优惠服务和相关优惠政策，不断改善创业环境和条件，使大学生的创业意识明显增强，创业活动和创业人数逐年增加。表 3.2 中列举了中央各部门颁布的相关大学生创业政策。

表 3.2 我国大学生创业政策相关文本

政策文件名	发布时间	发布部门	政策文号
关于做好 2016 届全国普通高等学校毕业生就业创业工作的通知	2015.11	教育部	教学〔2015〕12 号
关于深化高等学校创新创业教育改革的实施意见	2015.05	国务院办公厅	国办发〔2015〕36 号
关于实施大学生返乡创业行动的通知	2015.04	共青团中央办公厅等	中青办联发〔2015〕3 号
《关于高校共青团积极促进大学生创业工作的实施意见》的通知	2015.01	共青团中央办公厅	中青办发〔2015〕2 号
《关于做好 2015 年全国普通高等学校毕业生就业创业工作》的通知	2014.12	教育部	教学〔2014〕15 号
关于做好 2014 年全国普通高等学校毕业生就业创业工作的通知	2014.05	国务院办公厅	国办发〔2014〕22 号
人力资源社会保障部等九部门关于实施大学生创业引领计划的通知	2014.05	人力资源社会保障部	人社部发〔2014〕38 号
关于做好 2013 年全国普通高等学校毕业生就业工作的通知	2013.05	国务院办公厅	国办发〔2013〕35 号
关于进一步做好普通高等学校毕业生就业工作的通知	2011.06	国务院	国发〔2011〕16 号
关于大力推进高等学校创新创业教育和大学生自主创业工作的意见	2010.05	教育部	教办〔2010〕3 号

续表

政策文件名	发布时间	发布部门	政策文号
关于加强普通高等学校毕业生就业工作的通知	2009.01	国务院办公厅	国办发〔2009〕3号
关于引导和鼓励高校毕业生面向基层就业的意见	2005.06	中央办公厅、国务院办公厅	中办发〔2005〕18号
关于做好2003年普通高等学校毕业生就业工作的通知	2003.09	国务院办公厅	国办发〔2003〕49号
关于2003年普通高等学校毕业生从事个体经营有关收费优惠政策的通知	2003.06	国家工商行政管理总局	工商局〔2003〕第76号
关于进一步深化普通高等学校毕业生就业制度改革有关问题意见的通知	2002.03	国务院办公厅	国办发〔2002〕第19号

2. 大学生创业政策的特点

从表 3.2 中可以看出，与大学生创业投资相关的政策呈现以下两个特点：

(1) 大学生创业政策文件的发布部门较多，其中有多项政策文件为多个部门联合印发，参与制定及发布的部门有国务院办公厅、教育部、财政部、共青团中央、人力资源社会保障部等，仅国务院及其办公厅发布或参与制订的文件多达 8 个，教育部发布的政策文件有 4 个。上述情况表明了政府层面对于大学生创业的高度重视。

(2) 大学生创业政策内容涵盖范围较广。从政策工具的内容上划分，可以分为供给类、需求类和环境类三种。每种政策工具在大学生创业阶段所起的作用不同，其中供给类政策在大学生的创业初期能够给予相关支持，是推动大学生在创业阶段进行技术研发、成果转化等方面的政策支持，能够帮助大学生更好地开发新的技术并顺利进行成果转化。这方面的政策主要包括教育辅导类、资金扶持类和公共平台类。环境类政策则在大学生创业的过程中提供各类政策的扶持，主要是间接对大学生创业产生影响的政策因素，包括对大学生创业的整体引导、风险及产权保护、人力管理及法律援助等方面。需求类政策则在大学生创业成果的转化上给予了支持，主要以帮助大学生创客完成研究成果的市场转化为目的，是为大学生创客的产品营销平台提供支持，从而促进了大学生不断对研究成果进行创新和深化，主要包括采购平台的搭建、市场拓展的控制及政府采购行为等。

3. 大学生创业政策的主要内容

大学生创业政策基本包含以下五个方面的内容：

第一，制定大学生创业的战略，为大学生创业政策的制定设定总体目标和方向。为了引导和支持更多的大学生创业，人力资源社会保障部、国家发展改革委、教育部、科技部、工业和信息化部、财政部、人民银行、工商总局、共青团中央决定，2014—2017 年实施新一轮“大学生创业引领计划”。该计划就普及创业教育、加强创业培训、便于工商登记和银行开户、提供多渠道资金支持、提供创业经营场所支持、加强创业公共服务等方面创业政策的制定设定了总体目标和方向。

第二，优化监管政策环境，减少进入障碍，创造有利于大学生创业投资的制度环境。为了鼓励大学生创办新企业，减少金融门槛，针对大学生的开业优惠政策主要有开业指导、放宽出资方式、放宽住所登记条件、放宽经营范围、放宽创业行业和领域、简化登记程序、开辟“绿色通道”等优惠政策。部分有关政策具体包括以下内容：

(1) 大学毕业生在毕业后两年内自主创业，到创业实体所在地的工商部门办理营业执照，注册资金（本）在50万元以下的，允许分期到位，首期到位资金不低于注册资本的10%（出资额不低于3万元），1年内实缴注册资本追加到50%以上，余款可在3年内分期到位。

(2) 凡应届高校毕业生从事个体经营的，除国家限制的行业（包括建筑业、娱乐业以及广告业、桑拿、按摩、网吧、氧吧等）外，自工商部门批准其经营之日起，1年内免交登记类和管理类的各项行政事业性收费，免收的具体收费项目主要包括：法律、行政法规规定的收费项目，国务院以及财政部、国家发展改革委（含原国家计委、原国家物价局，下同）批准的收费项目。例如，工商部门收取的个体工商户注册登记费；税务部门收取的税务登记证工本费；卫生部门收取的民办医疗机构管理费、卫生监测费、卫生质量检验费、预防性体检费、预防接种劳务费、卫生许可证工本费；民政部门收取的民办非企业单位登记费（含证书费）；劳动保障部门收取的劳动合同鉴证费、职业资格证书费；公安部门收取的特种行业许可证工本费；烟草部门收取的烟草专卖零售许可证费（含临时的零售许可证费）；国务院以及财政部、国家发展改革委批准的涉及个体经营的其他登记类和管理类收费项目以及各省、自治区、直辖市人民政府及其财政、价格主管部门批准的涉及个体经营的登记类和管理类收费项目。从事个体经营的高校毕业生，应当向工商、税务、卫生、民政、劳动保障、公安、烟草等部门的相关收费单位出具本人身份证、高校毕业证以及工商部门批准从事个体经营的有效证件，经收费单位核实无误后按规定免交有关收费。

(3) 政府人事行政部门所属的人才中介服务机构，免费为自主创业毕业生保管人事档案（包括代办社保、职称、档案工资等有关手续）2年；提供免费查询人才、劳动力供求信息，免费发布招聘广告等服务；适当减免参加人才集市或人才劳务交流活动收费；优惠为创办企业的员工提供一次培训、测评服务。

第三，提高大学生创业教育和技能开发，使大学生为创业做好精神和物质准备，为他们成功创业打下基础，这方面的政策主要包括以下几方面：

(1) 加强创新创业教育课程体系建设。把创新创业教育有效纳入专业教育和文化素质教育教学计划和学分体系，建立多层次、立体化的创新创业教育课程体系。

(2) 加强创新创业师资队伍建设。引导各专业教师、就业指导教师积极开展创新创业教育方面的理论和案例研究，不断提高在专业教育、就业指导课中进行创新创业教育的意识和能力。

(3) 广泛开展创新创业实践活动。通过举办创新创业大赛、讲座、论坛、模拟实践等方式，丰富学生的创新创业知识和体验。省级教育行政部门和高校要积极创造条件对创

新创业活动中涌现的优秀创业项目进行孵化，切实扶持一批大学生实现自主创业。

(4) 建立质量检测跟踪体系。省级教育行政部门和高等学校建立在校和离校学生创业信息跟踪系统，以反馈和指导高等学校的创新创业教育、教学，建立有利于创新创业人才脱颖而出的教育体系。

(5) 加强理论研究和经验交流。教育部成立高校创业教育指导委员会，开展高校创新创业教育的研究、咨询、指导和服务。省级教育行政部门和高等学校要加强先进经验材料汇编和大学生创业成功案例集，定期组织创新创业教育经验交流会、座谈会、调研活动，总结交流创新创业教育经验。

(6) 积极开展创业培训。加强对在校生的创业风险意识教育，帮助学生了解创业过程中可能遇到的困难和问题，不断提高防范和规避风险意识和能力。

(7) 全面加强创业信息服务。省级教育行政部门和高等学校要利用就业信息服务平台，广泛收集创业项目和创业信息，开展创业测评、创业模拟、咨询帮扶，有条件的要抓紧设立创业咨询室，开展“一对一”的创业指导和咨询，增强创业服务的针对性和有效性。

(8) 高等学校要出台促进在校学生自主创业的政策和措施。高校可通过多种渠道筹集资金，普遍设立大学生创业扶持资金；依托大学科技园、创业基地、各种科研平台以及其他科技园区等为学生提供创业场地。同时，有条件的高校要结合学科专业和科研项目的特点，积极促进教师和学生的科研成果、科技发明、专利等转化为创业项目。

第四，促进技术交流和创新，为大学生高端创业提供外部条件和创业平台，具体主要包括以下几个方面：

(1) 全面建设创业基地。教育部会同科技部重点建设一批高校学生科技创业实习基地。省级教育行政部门通过多种形式建立省级大学生创业实习和孵化基地，推动本地区大学生创业实习或孵化基地建设。

(2) 明确创业基地功能定位。大学生创业实习或孵化基地是高等学校开展创新创业教育、促进学生自主创业的重要实践平台，主要任务是整合各方优势资源，开展创业指导和培训，接纳大学生实习实训，提供创业项目孵化的软硬件支持，为大学生创业提供支撑和服务，促进大学生创业就业。

(3) 规范创业基地管理。大学科技园作为“高校学生科技创业实习基地”的建设主体，要确定专门的管理部门负责基地的建设和管理；加强与依托学校和有关部门的联动，高度重视大学科技园在创新创业人才培养中的作用，出台有利于大学科技园开展学生创业工作的政策措施和激励机制。

(4) 提供多种形式的创业扶持。大学生创业实习或孵化基地要结合实际，开辟较为集中的大学生创业专用场地，配备必要的公共设备和设施，为大学生创业企业提供至少12个月的房租减免；要提供法律、工商、税务、财务、人事代理、管理咨询、项目推荐、项目融资等方面的创业咨询和服务，以及多种形式的资金支持；要为大学生开展创业培训、实训，建立公共信息服务平台，发布相关政策、创业项目和创业实训等信息。

第五，改善金融支持，为大学生创业者提供多种财税政策支持，具体主要包括以下几个方面：

(1) 大学毕业生新办咨询业、信息业、技术服务业的企业或经营单位，经税务部门批准，免征企业所得税两年；新办从事交通运输、邮电通信的企业或经营单位，经税务部门批准，第一年免征企业所得税，第二年减半征收企业所得税；新办从事公用事业、商业、物资业、对外贸易业、旅游业、物流业、仓储业、居民服务业、饮食业、教育文化事业、卫生事业的企业或经营单位，经税务部门批准，免征企业所得税一年。

(2) 各国有商业银行、股份制银行、城市商业银行和有条件的城市信用社要为自主创业的毕业生提供小额贷款，并简化程序，提供开户和结算便利，贷款额度在2万元左右。贷款期限最长为两年，到期确定需延长的，可申请延期一次。贷款利息按照中国人民银行公布的贷款利率确定，担保最高限额为担保基金的5倍，期限与贷款期限相同。

(3) 对拥有《就业失业登记证》的，在3年之内根据每一户每一年8000元的标准作为限定数额挨次扣减其该年原本该缴纳的税额。对于有关规定之内的企业，在最新增添的岗位中，对于其中新录用的拥有《就业失业登记证》的相关人员，同其签订1年以上期限的劳动合同并且依照法律缴纳社保费用的，于3年之内根据现实情况中录用的人数给予根据一定数额挨次扣除、减免相关税额。

(4) 免于征收部分费用。在相关部门登记过失业的大学生并且进行自主创业的，如果没有足够的资金，能够申请低于或等于5万元的贷款；对于在相关大学生当地政府规定内的部分小型微利项目，能够根据相关规定在一定程度上享用贴息扶持。

资料链接 3

2017 毕业生自主创业优惠政策

(一) 初创企业的优惠政策

(1) 初创企业时，允许按行业特点放宽资金、人员准入条件，注册资金可分期到位。

(2) 按照相关规定可将家庭住所、租借房、临时商业用房等作为注册地点及创业经营场所。

(二) 享受资金扶持政策

(1) 在当地人力资源和社会保障机构登记求职后从事个体经营，自筹资金不足的，可按规定申请小额担保贷款，从事微利项目的，可按规定享受贴息扶持，合伙经营和组织起来就业的，贷款规模可适当扩大。

(2) 视当地情况，可申请“大学生创业资金”。

(三) 实行税费减免优惠

(1) 毕业两年以内从事个体经营时，自在工商部门首次注册登记之日起三年内，可免交管理类、登记类和证照类等有关行政事业性收费。

(2) 从事农、林、牧、渔、环境保护、节能节水等行业，开办高新技术企业、软件企业、动漫企业或小型微利企业等，均可依法享受国家现行规定的税费减免政策。

（四）提供培训指导服务

（1）登记求职后，可参加当地人力资源社会保障部门举办的不少于10天的创业培训，符合条件的可领取创业培训补贴。

（2）进入“高校学生科技创业实习基地”创办企业，可以享受减免12个月的房租、专业技术服务与咨询、相应的公共设施以及公共信息平台服务等。

（3）在办理自主创业行政审批事项时，可以通过“绿色通道”享受联合审批、一站式服务、限时办结和承诺服务等。

（4）自主创业的高校毕业生申报灵活就业时，可以免费享受劳动保障和人事代理服务。

资料链接 4

大学生创业如何申请无息贷款

（一）申请条件

大学生想要自主创业，但是没有创业资金，这个时候很多人会想到去申请贷款。其实国家有专门针对大学生创业推出的一系列的贴息政策，只要申请到了，在它所规定的期限里都是可以享受无息贷款的。那么，大学生创业无息贷款要如何申请呢？首先申请者需要满足申请贷款的条件，这些条件具体有：（1）年龄在18周岁或18周岁以上，有自己有效的身份证和自己贷款行所在地的合法的居住证明，有自己固定的住所或工作的地方；（2）申请人必须从事正当的生产经营项目，并有当地工商管理部门颁发的营业执照，有稳定的收入和偿还贷款的能力；（3）申请人申请的贷款要符合法律规定以及银行信贷政策的规定；（4）在申请贷款进行的投资项目里，要存在一定的流动资金，并且在申请贷款的银行开设一个结算账户，项目执行后营业收入需经过银行结算。

（二）申请程序

1. 大学生创业申请贷款相关事宜请向银行部门咨询。

2. 办理营业执照程序包括：（1）到市工商局及各分县工商局登记注册大厅领取登记表格；（2）向登记机关申请公司名称预先核准登记；（3）填写公司登记表格并提交验资报告、公司章程及场地证明，向登记机关递交公司登记申请。

（三）相关申报材料

在满足以上申请大学生创业无息贷款的条件后，申请人就可以拿着相关的资料到人事局进行申请，然后把资料交由人事局并由他们进行初步的审核，如果初审通过后，人事局会给你填写一个推荐表，并且进行申请者创业能力评估。然后申请人拿着推荐书回到你所在地的人事局交由他们进行复审，复审通过后，他们会将结果报给当地的担保机构，担保机构同意后会为申请人担保，最后申请人带着以上办理好的资料，再到银行进行审批。如果审批通过后，就可以办理贷款了。

4. 地方政府关于大学生创业的激励政策

为了激发地方经济活力，促进产业结构调整，各地方政府均结合各地实际情况对中央各部委的创业政策进行细化落实。由于各地区经济条件差异大，产业结构和资源禀赋不同，各地方政府促进大学生创业的政策也有不同。整体来看：沿海地区、一线城市和高等教育资源丰富的省市政策支持力度相对较大。曾建国（2014）通过调研、比较分析北京、上海、长沙地区大学生社会创业环境状况后发现北京、上海、长沙三个城市社会创业环境呈现出不同态势，上海最优，北京次之，长沙最不理想。下面以北京、深圳和陕西为例介绍地方政府的大学生创业政策内容。

（1）北京大学生创业政策内容。北京市各部门先后出台一系列政策文件，从创业设施、教育培训、资金支持等多方面提供扶持。如《北京市关于进一步促进大学科技园发展的若干意见》提出通过财务补贴等方式，支持大学科技园发展。《中关村国家自主创新示范区大学科技园及科技企业孵化器发展支持资金管理办法（试行）》要求通过直接财政资金扶持、推动大学科技园及科技企业孵化器发展。《加快推进高等学校科技成果转化和科技协同创新若干意见（试行）》提高高校科技成果转化所获收益比例，鼓励大学生创业。对高校教师作为天使投资人投资的学生科技创业项目，政府会给予股权投资的配套支持。

《关于做好2014年普通高等学校毕业生就业创业工作的实施方案》对高校毕业生创办的小型微型企业，实施税收优惠。《北京地区大学生创业引领计划实施方案》开展创业及相关内容培训，对支持创业早期企业的投资，给予税收优惠或其他政策鼓励。《关于支持北京高校大学生创业的实施细则》要求投入专项资金，用于支持大学生创业团队和初创企业，鼓励高校开展系统化、专业化的大学生创业培训，发挥其示范引领作用。《北京高校高质量就业创业计划》设立北京高校大学生就业创业专项资金，支持市校两级创业园建设、示范性创业中心建设、创业团队及创业实践项目。《北京高校大学生就业创业项目管理办法》支持北京高校大学生创新、创意、创业实践项目，专项资金对创意团队进行支持。

系列政策的出台和实施，使得北京大学生创新创业环境持续优化，创业氛围愈加浓厚，创业人数逐年增多，创业成果不断涌现。北京共有包括北京大学科技园、清华大学科技园和北京理工大学科技园等15家国家级大学科技园和中关村国际孵化园、海淀留学人员创业园等数十家留学生创业园及各类创业孵化器。在中关村诞生了一批以3W咖啡、创客空间为代表的创新型孵化器，成为大学生创新创业重要平台。2014年起，启动北京地区高校大学生创业优秀团队评选，给予优秀创业团队（企业）最多20万元资助，并优先入驻大学生创业园。首批103个大学生创业优秀团队扶持资金1300万元。2015年预计资助400个优秀团队，扶持资金3200万元。开展“北京高校大学生创新、创意、创业实践项目”支持，计划支持100个左右大学生创业团队、400个左右大学生创新创业、创业实践团队。设立北京青年创业小额贷款担保基金，推出10万元以下初创型企业小额贷款和500万元以下成长型企业小额贷款项目。将个体工商户小额担保贷款最高担保额度和享受财政贴息最高贷款额度提高至20万元，将小微企业担保贷款最高担保额度和享受财政贴息最高贷

款额度提高至 100 万元。

(2) 深圳大学生创业政策内容。在国家宏观创业政策的指导下,深圳市政府、人力资源和社会保障局等有关部门近年来制定多项优惠政策大力鼓励和支持大学生创业。但是对深圳市 1992—2015 年创业政策梳理后发现:深圳市大学生创业政策比较少,而为引进人才的创业政策比较多,这主要与深圳市以吸引优秀人才为主的人力资源发展模式有关。深圳本土院校数量少,主要以吸收海外留学生、国内知名高等院校大学毕业生为主,针对大学生创业的扶持政策略显不足。深圳市大学生创业促进政策措施包括以下三方面:

①创业教育政策,具体包括:鼓励普通高校加快推进创业教育,积极培养创业型人才;鼓励社会上有丰富创业经验的企业家、专业管理人员加入师资队伍;激励教师开设创业教育课程,积极构建创业平台;鼓励学生修读创业指导课程,激发大学生的创业意识;深圳市大学生毕业后可以免费参加创业培训。

②创业孵化政策,具体包括:积极扶持大学生创业孵化基地建设,充分利用高新科技园、工业区、文化产业园等机构组织,积极开展创业孵化基地建设;对符合深圳市认定的创业孵化基地,给予免费创业实训场地和资金补贴支持;对于深圳市认定的孵化基地进行创业的大学生,按月给予租用场地补贴;对于在非深圳市认定的孵化基地租用场地从事创业活动的大学生,给予一定的租金补贴。

③创业支持政策,具体包括:对于符合创业规定的创业大学生可给予一次性创业资金资助;对于创业大学生,免收前三年的登记类、管理类和证照类等行政事业性收费;从事个体经营的大学生,可在规定年限内减免城市维护建设税、营业税、个人所得税和教育附加费等。

(3) 陕西大学生创业政策内容。由于陕西是教育大省,高校资源丰富,在校大学生人数众多,为了减少毕业生外流,增加高端人才本地就业创业的吸引力,陕西省出台了诸多优惠政策。陕西省大学生创业政策措施包括如下三方面:

①创业教育政策,具体包括:鼓励高校推进创业教育,鼓励社会上有丰富创业经验的企业家、专业管理人员加入师资队伍;积极构建创业平台,推动教师开设创业教育课程,激发大学生的创业意识;运用优惠政策鼓励大学生参加创业培训等。

②创业孵化政策,具体内容包括:积极扶持大学生创业孵化基地建设;对符合认定的创业孵化基地,给予免费创业实训场地和资金补贴支持;鼓励高校加强创业实践、推进创新创业基地建设、积极扶持大学生创新创业;支持陕西省博士后创新基地建设,吸引高端人才,经批准新设立的陕西省博士后创新基地,由省财政一次性给予每个新设站单位 10 万元奖励;大力支持博士后创新创业,凡在我省创办高新技术企业的博士后科研人员,经申请,由省财政一次性给予 50 万元启动补助资金;支持省级以上高新区建立科技创业基地,支持社会资本在高新区组建公司性质的科技企业孵化器,对孵化成效明显的,给予 100 万元奖励;省政府先期投入 5 000 万元设立“陕西省高校毕业生创业基金”,用于扶持高校毕业生自主创业;建设完善一批投资小、见效快的高校毕业生创业园和创业孵化基地,并

给予相关政策扶持。

③创业支持政策，具体包括：第一，放宽科技型中小企业注册条件，科技人员创办、领办的企业，符合条件的，可享受西部大开发有关政策；第二，省级以上企业技术中心、高新技术企业和创新型企业研发经费占销售收入的比重必须高于国家有关规定 1 个百分点，对投入超过上述规定标准的部分，按实际发生额的 2% 给予不超过 100 万元的奖励；第三，创业投资企业采取股权投资方式，投资于未上市的科技型企业 2 年以上的，可以按照其投资额的 70%，在股权持有满 2 年的当年抵扣该创业投资企业的应纳税所得额；当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣；第四，扩大小微企业享受减半征收所得税优惠范围，年应纳税所得额上限由 30 万元提高到 50 万元，实施“小微企业创新创业基地建设行动计划”，对认定的省级小微企业创业创新示范市（县）、示范基地分别给予不低于 400 万元和 50 万元奖励资金，扶持培育省级中小微企业创新研发中心，推行科技创新，实施中小微企业“专精特新”培育行动，鼓励科技成果向小微企业转移，支持小微企业协同创新；第五，经专家论证、评审等级为优秀的创业项目，可申请 3 万至 10 万元的免担保贷款，创业贷款期限一般为 3 年，对于经营周期较长的项目，经审批可延长至 5 年，而创业贷款的还款额设一年的宽限期，即创业贷款自放款之日起一年内不还款，第二年起按月等额还款，创业贷款用于高校毕业生自主创业或合伙经营，不得挪用；第六，扩大享受优惠政策的高校毕业生范围，免收高校毕业生申办个体工商户各项费用，高校毕业生创办的企业减半收取企业开业注册登记费，积极引导高校毕业生选择申办不同类型的企业自主创业；第七，加大小额担保贷款工作力度，完善创业资金支持体系，建立创业载体和平台，完善创业服务体系，培育创业主体，完善扶持政策，强化服务意识，优化创业环境。

资料链接 5

2017 年全国大学生创业重点优惠政策汇总

江西：高校学生休学创业最多可保留 7 年学籍，财政每年注入 1 000 万元资金充实青年创业、就业基金，每年重点支持 1 000 名大学生返乡创业。

天津：对高校毕业生、留学回国人员注册资本 50 万元以下的公司可零首付注册，开辟“绿色通道”支持自主创业。

浙江杭州：大学生创业项目申请无偿创业资助的，资助金额的额度从原来的最高 10 万元提高到 20 万元；“实行房租补贴机制”——大学生创业园所在城区政府为入园企业提供两年 50 平方米的免费用房，对在创业园外租房用于创业的，由纳税地财政在两年内按标准给予房租补贴，补贴标准为第一年补贴 1 元/平方米·天、第二年补贴 0.5 元/平方米·天（实际租用面积超过 100 平方米的，按 100 平方米计算；房租补贴超过实际租房费用的，按实际租房费用补贴）。

重庆：半年以上未就业有固定户口的大学毕业生可在其户口所在地居委会登记，申请 3000—4000 元人民币的银行抵押和担保贷款；自谋职业的毕业生，根据本人意愿，

可将户口和人事档案暂存就读学校2年或由市大中专毕业生就业指导中心存管2年,存管期间免收档案管理费。

四川:大学生创业可享受有万元创业补贴、创业培训补贴和在校大学生创业担保贷款贴息等福利。

福建:2014—2017年,引领3万名大学生实现创业,在全省各地和高校扶持建设50个创业孵化基地(创业园)。每年为1000名创业大学生提供孵化服务,评选资助一批优质大学生创业项目。

江苏南京:河西金融集聚区的专项资金将由每年6000万元,扩充至每年1亿元。建邺区财政将每年安排3000万元,设立专项扶持资金,用于扶持大学生创业小额担保贷款贴息等,凡在建邺区工商登记注册的初始创业大学生,按每人1000元的标准给予创业补贴。凡经市级验收评定为“大学生创业园”的,给予30万元的一次性建园奖励补贴。

陕西:高校毕业生可接受SYB模块培训(“创办你的企业”),培训合格后6个月内成功开业且在开业后6个月内提供不少于3次后续跟踪指导服务、开业单位(企业)正常经营的,再按800元/人对创业培训机构给予补贴;每人每年可享受一次;组织相关专家对创业项目进行论证,提供开业过程中的信息咨询,指导办理工商、税务注册登记手续;个人自主创业且符合申请小额担保贷款条件的,可申请不超过10万元的贷款扶持;合伙经营或组织起来就业的,可申请不超过50万元的贷款扶持。

资料链接 6

陕西省高校毕业生创业基金贷款须知

(一) 创业贷款的对象、期限和还款方式

(1) 创业贷款的对象是毕业五年以内、本人档案在陕西省内各级政府所属人才交流服务中心管理的普通高校毕业生。

(2) 省内户籍、大专以上学历、在省内创办公司制企业;非省内户籍、本科以上学历、在省内创办公司制企业。

(3) 对有过“农村基层人才队伍振兴计划”“高校毕业生到村任职计划”“大学生志愿服务西部计划”项目经历的高校毕业生给予优先扶持。

(4) 创业贷款为无息贷款,期限为3年。对于经营周期较长的项目,经审批可将贷款期限延长至5年。

(5) 创业贷款自放款之日起一年内不还款,第二年起按月等额还款。

(二) 创业贷款类型

(1) 担保贷款:①创业担保贷款,可申请3万至10万元贷款;②合伙经营性贷款,借款人数不超过5人,可申请50万元以下的贷款。

(2) 免担保贷款:对于符合省人力资源和社会保障厅、省财政厅批准的《陕西省

高校毕业生创业基金（贷款）免担保项目评选办法（试行）》的项目，经专家论证、评审等级为优秀的，可申请3万至10万元担保贷款。

（三）贷款追加

公司首次申请的借款人已进入还款期并无逾期等情况发生，该公司方可追加借款人。

3.2.2 科技型中小企业创业政策

20世纪80年代以来，我国陆续颁布并实施了一系列有利于促进科技型中小企业发展的法律法规，主要包括两部分内容：一是明确指向科技型中小企业的法律法规；二是在促进技术创新和知识产权保护的法律法规中，对科技型中小企业发展有间接促进作用的法律法规。2003年我国颁布并开始实施《中华人民共和国中小企业促进法》，明确提出要鼓励发展科技型中小企业进行技术创新。随后，国务院有关部门又先后制定多项配套文件，主要包括：国务院2005年发布的《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》；国家发改委、财政部、科技部等12部委2007年发布的《关于支持中小企业技术创新的若干政策》；国务院2009年发布的《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》；科技部2011年发布的《关于进一步促进科技型中小企业创新发展的若干意见》等。这些法律法规完善和补充了《中小企业法》有关中小企业技术创新的内容，成为我国促进科技型中小企业发展的主要政策依据。总的来说，我国明确支持科技型中小企业的法律法规主要从资金支持、技术创新、技术创新服务体系、产业发展和市场保障几个方面，规定了促进科技型中小企业发展的政策框架。

1. 支持科技型中小企业设立与发展的政策内容

（1）资金支持，主要包括：中央预算安排中小企业专项资金、设立中小企业发展基金，通过信贷支持、直接融资、风险投资、信用担保等方式为科技型中小企业提供多层次的融资渠道。例如，中央财政自2006年起实施了中小企业信用担保业务鼓励政策，主要采取业务补助、保费补助及资本金投入等支持方式，支持信用担保机构增强信用担保能力，扩大中小企业担保业务。

（2）技术创新，主要包括：鼓励科技型中小企业通过产学研合作、科技成果转化、科技人员创业等方式进行技术创新；通过补贴机制、创新基金、各类科技计划鼓励科技型中小企业加大研发投入。

（3）技术创新服务，主要包括：通过建设公共服务平台，实现科技资源共享；通过加强技术信息服务、提供知识产权与标准服务、鼓励通过政府购买服务的方式提高服务质量；加强创业服务机构和科技中介服务机构建设。

（4）财税政策，包括预算直接投入政策、杠杆性投入政策和税收政策。预算直接投入政策是指政府以无偿资助、财政补贴等方式为科技型中小企业提供资金支持。杠杆性投入政策是政府通过少量财政资金投入，引导更多社会资本投入到科技型中小企业的发展之

中，起到“四两拨千斤”的作用。对科技型中小企业实行的税收政策，主要包括用于促进科技型中小企业技术创新、减少科技型中小企业经营成本、对服务于科技型中小企业的科技中介服务机构进行税收减免等。

2. 科技型中小企业设立与发展的税收优惠政策

根据我国《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）》若干配套政策的精神，可以梳理出2006年以来我国政府支持科技型创新创业企业和项目的税收优惠和激励政策，其内容如表3.3所示。

表 3.3 我国政府支持科技型创新创业企业和项目的税收优惠和激励政策

具体项目	税收激励政策内容
技术开发费	企业为开发新技术、新产品、新工艺发生的研究开发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，按照研究开发费用的50%加计扣除；形成无形资产的，按照无形资产成本的150%摊销
技术转让所得税	企业一个纳税年度内技术转让所得不超过500万元的部分，免征企业所得税；超过500万元部分减半征收
职工教育经费	企业提取的职工教育经费在计税工资总额2.5%以内的在企业所得税前据实扣除
加速折旧	企业用于研发的仪器设备，单位价值在30万元以下的，可一次或分次计入成本费用，在企业所得税税前扣除；单位价值在30万元以上的，可采取适当缩短固定资产折旧年限或加速折旧的政策
高新技术企业	国家高新技术产业开发区内新创办的高新技术企业自获利年度起两年内免征所得税，两年后减按15%的税率征收企业所得税
创业投资	创业投资企业采用股权投资方式投资于未上市的中小高新技术企业2年以上的，可以按照其投资额的70%在股权投资满2年的当年抵扣该创业投资企业的应纳税所得税；当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣
社会资金捐赠创新活动	对市场主体向科技型中小企业技术创新基金和其他激励企业自主创新基金捐赠给予税前扣除问题
转制科研机构的税收政策	从转制注册之日起，5年内免征科研开发自用土地的城镇土地使用税、房产税和企业所得税

3. 与科技型中小企业有关的金融政策

支持科技型中小企业创业投资的金融政策主要有：政策性银行对科技型中小企业的金融支持；商业银行中小企业贷款优惠；通过建立中小企业集合信托债券基金、发行中小企业集合债扩大融资渠道；建立多层次的创业投资引导基金加大对科技型中小企业的风险投资；推出新三板交易市场、中小企业板和创业板市场等多种退出机制。

3.2.3 科技企业孵化器发展政策

科技企业孵化器是培育和扶植高新技术中小企业的服务机构。孵化器通过为新创办的科技型中小企业提供物理空间和基础设施，提供一系列服务支持，降低创业者的创业风险和创业成本，提高创业成功率，促进科技成果转化，帮助和支持科技型中小企业成长与发

展，培养成功的企业和企业家。它对推动高新技术产业发展，完善国家和区域创新体系、繁荣经济，发挥着重要的作用，具有重大的社会经济意义。

1. 中国科技企业孵化器的发展演变

中国科技企业孵化器起源于 20 世纪 80 年代中后期，1987 年中国诞生了第一个科技企业孵化器——武汉东湖创业服务中心。经过 30 来年的发展，科技企业孵化器的数量持续增长，孵化能力不断增强。据 2003 年年底的统计，全国已有包括创业服务中心、留学人员创业园和大学科技园在内的各类科技企业孵化器 489 家。截至 2010 年年底，全国纳入火炬计划统计体系的科技企业孵化器达到 896 家（其中国家级 346 家），孵化面积超过 3 000 万平方米，服务和管理人员队伍达 1.5 万余人，在孵企业 56 382 家，其中留学生企业 7 677 家，留学回国人员 16 184 人。我国孵化器的数量和规模均跃居世界前列，中国孵化器事业发展进入历史最好时期，初步完成了全国区域布局。到“十二五”期间，我国孵化器发展突飞猛进，数量全球领先，并完成全国布局。2015 年年底，全国纳入火炬计划统计的孵化器达 2 530 家，其中国家级孵化器 736 家，从业人员近 4.3 万人，孵化面积超过 8 600 万平方米。京津冀、长三角、珠三角、川渝等成为孵化器重要集聚区，实现对欠发达地区全覆盖，省级地区 80% 以上建立了孵化器协会体系。我国孵化器为社会贡献了大量高成长企业。2011 年至 2015 年，累计毕业企业数量从 39 562 家上升为 74 838 家，呈不断增长态势。专业孵化器与综合孵化器、留学人员创业园、国际企业孵化器等面向不同创业主体的孵化器深化发展。国有企事业孵化器与民营孵化器协同共进，孵化器的社会公益性与营利性融合互补。众创空间、孵化器、加速器形成了服务种子期、初创期、成长期等围绕创业企业发展的全孵化链条，创业孵化作为科技服务业的重要组成部分显现出勃勃生机。

目前，我国孵化器行业进入全面深化发展阶段，创业企业对各种创业要素和孵化服务的需求正在发生深刻变化。创新创业空前活跃导致创业服务的巨量需求，孵化质量提升要求孵化器向专业化、链条化、多层次、立体化方向发展；新型创业服务平台大量出现，带动孵化器的建设主体更加广泛，管理团队更加专业；创业社区、集团发展、连锁经营等新组织模式出现逐渐实现了孵化器跨地区、跨行业发展。孵化器行业正经历的变革，需要更多、更好的创业孵化载体和更多元化的孵化服务，强化资源集聚、人才团队、运营管理等多方面的能力建设，以更高水平的孵化器行业规范迎接历史发展新阶段。

2. 发展科技孵化器的具体政策

为了迎接全球新一轮科技和产业革命浪潮，紧抓我国“大众创业、万众创新”的时代契机，促进创新型经济发展，激发全社会创新创业活力，持续推进我国从孵化器大国向孵化器强国迈进，提出了创新发展科技孵化器的如下政策要求：

(1) 市场主导，政府引导。发挥市场在资源配置中的决定性作用，加强政府在宏观规划、政策支持和资源整合等方面的引导作用。

(2) 多元共存，协同发展。坚持孵化器建设主体多元化、运行机制多样化，促进孵

孵化器新模式、新类型和新机制的不断衍生和发展。

(3) 强化服务, 持续创新。综合运用众创、众包、众扶、众筹等手段, 提升服务深度和广度, 推动孵化资源基础化、创新技术资本化、孵化资本密集化、孵化流程链条化、服务行为职业化、服务要素生态化、孵化过程定制化。

(4) 面向大众, 服务实体。扩大“双创”的源头供给, 推进龙头企业、高校、科研院所开放共享创新资源, 以科技型创业为引领, 构建经济发展新功能。

(5) 科学评价, 分类指导。发挥科学合理的考核、评价、跟踪监测体系的作用, 加强分级分类指导, 促进孵化器绩效提升。

3. 创新发展科技孵化器的政策目标

(1) 总体目标: 到2020年, 围绕大众创新创业需求, 完善多类型、多层次的创业孵化服务体系, 汇聚国内外资源、融合全球各类孵化要素, 以强化导师辅导与资本化服务促进高水平创业, 以打造一支职业化孵化队伍提升服务能力、质量和效率, 以孵化未来、成就梦想的孵化文化引领更加浓厚的创新创业氛围, 激发创业企业和高成长企业大量涌现, 催生新技术、新服务、新产品、新产业快速发展。

(2) 具体目标: ①载体建设呈现新格局。到“十三五”末, 全国各类创业孵化载体达到10 000家, 国家级孵化器超过1 500家, 国家备案众创空间超过3 000家。30%的国家级孵化器建成科技创业孵化链条, 专业孵化器超过40%, 形成一批特色众创集聚区。②孵化绩效达到新水平。五年累计新增孵化创业企业和创业团队达20万个, 孵化毕业企业达5万家; 对在孵企业累计投入超过1 000亿元, 获得有效知识产权超过20万件; 创造就业岗位超过300万个, 吸纳大学生就业50万人, 上市和挂牌企业超过2 000家。③服务能力实现新提升。到“十三五”末, 国家级孵化器和国家备案众创空间中, 50%以上具有创业投资功能, 60%搭建或共享公共技术服务平台, 70%以上从业人员接受专业培训, 80%形成创业导师辅导体系, 孵化器从业人员突破10万人, 孵化器合作中介服务机构超过2万家。④开放发展迈上新台阶。“十三五”期间, 累计吸引超过10万个留学生和海外创业者来华创业, 引进海外孵化机构100家, 在海外建立孵化机构100家。

4. 创新发展科技孵化器的九大重点任务

(1) 服务大众创业, 支持孵化器多元化发展。具体来讲, 即加强创业孵化链条建设, 推动众创空间质效提升, 实现专业化发展, 促进科技企业加速器发展, 加大专业孵化器布局力度。鼓励孵化模式创新, 支持集团连锁孵化、企业内生孵化、平台开放孵化等新型孵化器建设, 形成多元孵化、协同促进的孵化器发展新格局。

(2) 优化金融服务, 推进投资孵化融合发展。具体来讲, 即强化孵化器投融资服务, 加强资本驱动功能, 围绕创业链部署资金链, 建立由孵化器自有资金和外部资本共同构成的多层次创业孵化投融资服务体系, 满足不同阶段的创业企业对资金的需求, 深化“投资+孵化”发展模式。

(3) 提升孵化质量, 带动创业服务精益发展。具体来讲, 即以创业者的需求为导向,

强化“创业导师+创业辅导员”制度和职业化管理服务队伍建设，扩大孵化器与第三方专业服务机构合作，建立专业化、网络化、开放化的服务机制，扩大创业服务供给，提升增值服务水平。

(4) 促进开放协同，加速创业孵化生态发展。具体来讲，即运用互联网思维和信息技术手段提升孵化器开放发展水平，实现线上、线下服务协同，强化市场化资源整合链接能力，整合各类创业要素。支持各类创新创业孵化集聚区建设，构建开放协同的创业孵化生态。

(5) 增强区域合作，构建孵化器协调式发展。具体来讲，即加强区域内和跨区域孵化器的交流合作，完善区域孵化器网络，发挥行业组织促进区域合作的平台作用，强化中心城市和高新区对周边县市区的辐射带动作用，推动形成区域内部协同、跨区域协调、各层级全覆盖的孵化器发展格局。

(6) 融入全球网络，注重孵化器国际化发展。具体来讲，即加强创新创业的全球链接，支持孵化器“走出去”和“引进来”，通过参与和举办国际性的孵化器行业活动，促进全球创新创业要素的资源流动和跨国配置，进一步增强国内外孵化器间的交流合作，全面提升我国孵化器发展水平。

(7) 推动改革创新，促进孵化器可持续发展。具体来讲，即继续推动国有企事业孵化器改制，鼓励各类孵化器开展机制创新，推动孵化器探索政府采购、市场化服务及创业投资相结合的多维运营模式，鼓励孵化模式创新，实现健康可持续发展。

(8) 营造创业氛围，引领创业文化繁荣发展。具体来讲，即紧抓“大众创业、万众创新”战略机遇，以实施“创业中国”行动和举办“孵化器30周年系列活动”为契机，开展全方位、多层次、立体化的创业孵化活动，加强创业文化宣传推广。

(9) 强化自律规范，促进孵化行业健康发展。具体来讲，即为顺应大众创新创业需求、不断创新服务模式和提升服务能力的现实要求，充分发挥各层次行业组织的统筹协调作用，加快建立孵化服务行业标准体系，推动孵化器行业研究常态化，形成规范与发展并重、有序与创新并举的良性局面。

3.3 创业投资法规环境

3.3.1 美国的创业投资法规

美国的创业投资是指风险投资，其风险投资业的真正发展开始于1958年美国国会通过的《小企业投资法案》。该法案授权小企业管理局制定和实施小企业投资计划，其目的是通过设立政府风险投资基金，引导并带动民间资本进入风险投资领域。该法案规定：由

小企业管理局批准设立的小企业投资公司，每投资1美元可以从政府得到4美元的低息优惠贷款，并享受政府提供的特殊税收优惠。在《小企业投资法案》的激励下，美国的风险投资业得到了迅速发展。

然而，在20世纪70年代，美国的风险投资业由于美国股市的下跌及美国的税务改革，陷入了长达8年的持续低迷状态。到了20世纪80年代，美国政府为了拯救风险投资市场，1978—1981年，美国国会连续通过了一系列鼓励和促进风险投资业发展的法案，在这些法案的保障和刺激下，美国的风险投资业又得到了迅速发展。1980—1987年的8年期间，风险投资资本总额增长了4倍，年平均增长率为22.3%。到了20世纪90年代，美国对原来的小企业投资计划进行了较大的改革，如1990年，美国证券交易委员会通过了《144A法案》。在这种法规下，美国的私募证券无须注册即可自由在某些机构投资者之间自由交换，与有组织的私人权益资本市场相比，144A法规所规范的私人证券发行方大多数都是上市公司，而不是非上市股份公司或私人公司。这些上市公司之所以进入市场，是因为它们在法规下想快速地投资并避免注册。又如1992年，美国国会又通过了《小企业股权投资促进法案》，提出了“证券参与计划”，法案规定，小企业管理局以政府信用为基础，可为从事股权类投资的小企业投资公司提供公开发行长期债券的担保，规定长期债权自然产生的定期利息由小企业管理局代为支付，当小企业投资公司实现了足够的资本增值后才一次性偿还债券本金，小企业管理局分享10%的收益提成。这些法案的推出再次推动了美国风险投资业的进一步发展，使得美国风险投资业出现了前所未有的繁荣景象。

3.3.2 我国创业投资法规的形成与发展历程

随着改革开放的不断深入和非公有制经济合法地位的逐步确立，我国创业投资法规的形成经历了一个历史变迁过程。创业投资相关法规制度的历史变迁与经济体制改革是同步的，并受社会就业形势的影响，大体可分为四个发展阶段。

1. 第一阶段：鼓励个体经济发展的相关法规（1978年10月—1987年10月）

1981年《关于城镇非农业个体经济若干政策规定》明确规定了城镇个体经济的性质、经营范围及相关政策。同年国务院又出台了《关于广开门路 搞活经济 解决城镇就业问题的若干决定》，改变那种歧视、限制、打击、并吞集体经济和个体经济的政策措施，相应采取引导、鼓励、促进、扶持的政策措施。1984年在《关于农村个体工商业若干规定》中国家鼓励和支持农村剩余劳动力去经营社会急需的行业。1987年《关于进一步推进科技体制改革的若干规定》提出，要有计划地组织科技人员或鼓励和支持科技人员走出科研机构或高等院校，兴办技术开发、技术服务、技术贸易机构，以及创办中小型股份公司等，允许他们为社会创造财富的同时取得个人合法收入或红利，让部分科技人员先富起来。1986年，经国务院批准，国家科委、财政部共同出资成立了我国第一家创业投资公司——中国新技术创业投资公司（以下简称中创公司），成立的初衷是为了配合国家“火炬计划”

的实施。相关创新创业政策的出台，对科技成果转化成为生产力、科技型企业的产生起到了有利的推动作用。

2. 第二阶段：鼓励私营经济发展的相关法规（1987年10月—1992年9月）

1987年党的《十三大报告》明确规定了非公有制经济，特别是私营经济存在和发展的必要性，此后，鼓励创办私营企业的创业投资法规开始加速发展。1988年《中华人民共和国企业法人登记管理条例》建立了企业法人登记管理制度，对企业法人登记注册、开业、变更和注销等事务做出了规定。同年《中华人民共和国私营企业暂行条例》规定，私营企业可以在国家法律和政策允许的范围内从事工业、建筑业、餐饮业、服务业等生产和经营活动。1988年，由科学技术部（原国家科委）组织实施了“火炬计划”。“火炬计划”明确了高新技术成果转化可以通过创办企业来实现。1988年北京中关村科技园区作为我国第一个高新技术产业开发区成立，全国各地结合自身的实际情况，陆续创办高新技术开发区。1991年《关于批准国家高新技术产业开发区和有关政策规定的通知》指出，在全国已有的高新技术产业开发区中，再选定一批开发区作为国家高新技术产业开发区，条件比较成熟的可创办风险投资公司。1991年以来，国务院先后批准了53个国家级高新区，加上宁波高新技术产业开发区（2007年增），我国有54个国家级高新技术产业开发区。

3. 第三阶段：鼓励非公有制经济发展的相关法规（1992年10月—2007年9月）

1993年党的十四届三中全会决定提出：“在积极促进国有经济和集体经济发展的同时，鼓励个体、私营、外资经济发展，并依法加强管理。”2002年党的《十六大报告》提出，“必须毫不动摇地鼓励、支持和引导非公有制经济发展”，非公有制经济从作为社会主义市场经济的必要补充变成了重要组成部分，其地位得到了进一步的确立和巩固。非公有制经济合法地位的确立，使支持创办非公有制企业的相关政策与法律法规也得到了不断完善。1993年《中华人民共和国公司法》规定了有限责任公司和股份有限公司设立的程序、组织机构、股权转让、破产与清算等。1997年《中华人民共和国合伙企业法》对合伙企业的设立程序、企业财产、运营过程、入伙与退伙、解散与清算等进行了规范。1999年《中华人民共和国个人独资企业法》对个人独资企业的设立程序、投资人及事务管理、法律责任等进行了明确规范。一系列相关政策从法律上确认了个人创办企业的合法行为。2002年《中华人民共和国中小企业促进法》作为我国第一部中小企业法律，规定国家要对中小企业实行积极的扶持政策，并且加强对其进行引导，为中小企业创立和发展创造了良好的社会环境。政府相关职能部门应当为中小企业提供必要的信息咨询服务，为中小企业发展创造更有利的条件。

4. 第四阶段：鼓励以创业带动就业的相关法规（2007年10月至今）

根据国家统计部门统计，2009年我国登记失业人数首次突破900万，失业率为4.3%。农民工、大学生和残疾人等社会弱势群体就业矛盾更加突出。创业不仅可以解决个人就业，还可以带动他人就业。因此，创业带动就业成为了我国实施扩大就业发展战略的重要内容。2007年党的《十七大报告》指出：“实施扩大就业的发展战略，促进以创业带动就业。”2008

年《中华人民共和国就业促进法》规定：“国家倡导劳动者树立正确的择业观念，提高就业能力和创业能力；鼓励劳动者自主创业、自谋职业。各级人民政府和有关部门应当简化程序，提高效率，为劳动者自主创业、自谋职业提供便利。”同年9月，人力资源和社会保障部等部门联合发出《关于促进以创业带动就业工作通知》，就完善创业扶持政策，改善创业环境；强化创业培训，提高创业能力；健全创业服务体系，提供创业优质服务等做了明确的规定。2011年《“十二五”中小企业成长规划》强调，鼓励创办小企业，开发更多的就业岗位。2012年以后，随着我国产业升级的需要，创业投资备受中央关注，相关的法规持续出台。2016年国务院印发《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（也称为“创投二十二条”），体现了党中央、国务院对创业投资发展的高度重视，标志着中国创业投资行业发展进入新的历史时期。

综上所述，我国创业投资法规经历了一个从无到有、从不完善到逐渐完善的过程。从创业主体的角度看，从最初支持城乡无业人员的少数群体创业，到目前鼓励多数劳动力自谋职业、自主创业；从创业行业的角度看，从最初允许创业者从事服务、餐饮、运输等少数行业，逐步扩展到创业涉及多种行业特别是鼓励高科技技术创业；从创业带动就业效应的角度看，从改革开放初期为了解决创业者自身的就业问题，发展到现阶段以创业带动他人就业，我国创业投资法规变迁的轨迹印证了改革开放的历史过程。特别是2015年3月5日，提出“大众创业、万众创新”的战略部署以来，党中央和地方政府关于鼓励支持创新创业及加强创业投资管理方面的法规建设也得到了进一步的丰富和发展。

3.3.3 我国具体的创业投资管理法规

创业投资的成功发展离不开国家政策的支持和管理法规的不断完善。具体来讲，我国促进创业投资行业发展并规范其投资活动的法规条例主要包括三大方面：一是内资企业创业投资管理法规；二是外资企业创业投资管理法规；三是关于（外资）创业投资管理企业相关审批事项。

1. 创业投资企业暂行管理办法

《创业投资企业暂行管理办法》是于2005年11月15日由国家发展改革委、科技部、财政部、商务部、中国人民银行、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国银监会、中国证监会、国家外汇管理局联合发布，自2006年3月1日起施行的一部为促进创业投资企业发展，规范其投资运作，鼓励其投资中小企业特别是中小高新技术企业的法规文件。

该办法规范了在我国境内注册、设立的主要从事创业投资的企业组织。凡遵照本办法规定完成备案程序的创业投资企业，应当接受创业投资企业管理部门的监管，投资运作符合有关规定的可享受政策扶持。未遵照本办法规定完成备案程序的创业投资企业，不受创业投资企业管理部门的监管，不享受政策扶持。创业投资企业的备案管理部门分国务院管理部门和省级（含副省级城市）管理部门两级。国务院管理部门为国家发展和改革委员会；

省级（含副省级城市）管理部门由同级人民政府确定，报国务院管理部门备案后履行相应的备案管理职责，并在创业投资企业备案管理业务上接受国务院管理部门的指导。外商投资创业投资企业适用《外商投资创业投资企业管理规定》。依法设立的外商投资创业投资企业，投资运作符合相关条件，可以享受本办法给予创业投资企业的相关政策扶持。

该办法规定创业投资企业可以以有限责任公司、股份有限公司或法律规定的其他企业组织形式设立。申请设立创业投资企业和创业投资管理顾问企业，依法直接到工商行政管理部门注册登记。在国家工商行政管理部门注册登记的创业投资企业，向国务院管理部门申请备案。在省级及省级以下工商行政管理部门注册登记的创业投资企业，向所在地省级（含副省级城市）管理部门申请备案。该办法具体规定了创业投资企业向管理部门备案应当具备的条件、应当提交的文件、管理部门在收到创业投资企业的备案申请后的回复期限等具体事项。

该办法还规定了创业投资企业在投资运作方面的相关事项，如创业投资企业的经营范围，创业投资企业不得从事担保业务和房地产业务，创业投资企业可以以全额资产对外投资（其中，对企业的投资，仅限于未上市企业；对单个企业的投资不得超过创业投资企业总资产的20%），创业投资企业可以以股权和优先股、可转换优先股等准股权方式对未上市企业进行投资等。

该办法明确对创业投资企业的监管规定包括：管理部门已予备案的创业投资企业及其管理顾问机构，应当接受管理部门的监管；应当在每个会计年度结束后的4个月内向管理部门提交经注册会计师审计的年度财务报告与业务报告，并及时报告投资运作过程中的重大事件；管理部门应当在每个会计年度结束后的5个月内，对创业投资企业及其管理顾问机构进行年度检查。在必要时，对其投资运作进行不定期检查；对未遵守相关规定的，管理部门应当责令其在30个工作日内改正；未改正的，应当取消备案，并在自取消备案之日起的3年内不予受理其重新备案申请等。

2007年新《公司法》取消或修改了原《公司法》在投资方式、股东人数、注册资本数额、出资时间等方面的规定，从根本上改变创业投资运作的商业环境，对创业投资发展产生了积极影响，具体内容如下：

（1）新《公司法》取消了股份有限公司的设立审批程序，并将注册资本最低限度降为500万元，引入授权资本制度，将发起人股份转让限制缩短为一年，使社会资本向创业资本聚合更容易。

（2）从国家法规层面上明确创业资本的基金管理模式，使创业投资的运作与国际接轨。

（3）《合伙企业法》修订案中新增加了“有限合伙的特殊规定”，搭建了一个“能人和富人共舞”的平台，建立了一种有利于风险投资企业运作的组织形式，以优化风险投资公司的运行结构。

（4）新《公司法》取消了对外累计投资额不得超过公司净资产50%的限制，规定创业投资企业可以以股权和优先股、可转换优先股等准股权方式对未上市企业进行投资。缩

短创业企业股东股份转让的最低时间到一年之内。

(5) 新《公司法》扩大了创业企业股东投资的范围和方式，提高了无形资产投资比例。近年来，国家相关管理部门对上述管理法规进行了多次补充和完善。

2. 外商投资创业投资企业管理规定

《外商投资创业投资企业管理规定》，自2003年3月1日起施行，并根据2015年10月28日《商务部关于修改部分规章和规范性文件的决定》进行修正，以鼓励外国投资者来华从事创业投资，建立和完善我国创业投资机制的法律法规。

本规定在界定外商投资创业投资企业和创业投资的基础上，主要明确了以下几点：

(1) 创投企业可以采取非法人制组织形式，也可以采取公司制组织形式。创投企业应遵守中国有关法律法规，符合外商投资产业政策，不得损害中国的社会公共利益。创投企业在中国境内的正当经营活动及合法权益受中国法律的保护。

(2) 设立创投企业应具备的六项条件和必备投资者应当具备的六项条件。

(3) 设立创投企业按报送设立申请书、省级外经贸主管部门15天内完成初审并上报对外贸易经济合作部、审批机构45天内做出批准或不批准的书面决定、获得批准设立的创投企业应持《外商投资企业批准证书》向国家或省级工商行政管理部门申请办理注册登记手续。

(4) 非法人制创投企业的投资者出资及相关变更应符合本规定的相关条款。创投企业设立后，如果有新的投资者申请加入，须符合本规定和创投企业合同的约定，经必备投资者同意，相应修改创投企业合同和章程，并报审批机构备案。非法人制创投企业向登记机关申请变更登记时，上述规定中审批机关出具的相关备案证明可替代相应的审批文件。非法人制创投企业投资者根据创业投资进度缴付出资后，应持相关验资报告向原登记机关申请办理出资备案手续。非法人制创投企业超过最长投资期限仍未缴付或缴清出资的，登记机关根据现行规定予以处罚。公司制创投企业投资者的出资及相关变更按现行规定办理。

(5) 组织机构方面，非法人制创投企业设联合管理委员会。公司制创投企业设董事会。联合管理委员会或董事会的组成由投资者在创投企业合同及章程中予以约定。联合管理委员会或董事会代表投资者管理创投企业。

(6) 受托管理创投企业的创业投资管理企业应具备以受托管理创投企业的投资业务为主营业务、拥有三名以上具有三年以上创业投资从业经验的专业管理人员和完善的内部控制制度这三项条件。创业投资管理企业可以采取公司制组织形式，也可以采取合伙制组织形式。同一创业投资管理企业可以受托管理不同的创投企业。

(7) 此外，本规定还就创投企业经营管理的业务范围、投资方向、禁止投资领域、对外投资期限约定、出售或以其他方式的退出机制、依法申报纳税、属于外国投资者的利润等收益汇出境外的规定、创投企业清算的相关规定等事项进行了详细说明。

3. 商务部关于外商投资创业投资企业、创业投资管理企业审批事项

2009年3月5日发布并施行的《商务部关于外商投资创业投资企业、创业投资管理

企业审批事项的通知》，是为进一步转变政府职能，规范外商投资审批工作，提高工作效率，就外商投资创业投资领域审核管理事项的相关文件，该通知主要规定如下：

(1) 资本总额1亿美元以下的（含1亿美元）外商投资创业投资企业、外商投资创业投资管理企业的设立及变更由省、自治区、直辖市、计划单列市、哈尔滨、长春、沈阳、济南、南京、杭州、广州、武汉、成都、西安、新疆生产建设兵团商务主管部门（以下简称省级商务主管部门）和国家级经济技术开发区依法负责审核、管理。

(2) 省级商务主管部门和国家级经济技术开发区应严格按照《外商投资创业投资企业管理规定》及国家有关法律法规和相关政策要求审核，在收到全部上报材料之日起30天内做出批准或不批准的书面决定。

(3) 商务部批准设立的外商投资创业投资企业、外商投资创业投资管理企业后续变更事项（外商投资创业投资企业单次增资超过1亿美元和必备投资者变更的除外），由省级商务主管部门和国家级经济技术开发区审批。

(4) 省级商务主管部门和国家级经济技术开发区不得再行下放其他地方部门审批，且应及时将审核管理过程中出现的问题上报商务部，如有违规审批行为，商务部将视情况给予通报批评甚至收回审核、管理权限。

(5) 创投企业应于每年3月填写《外商投资创业投资企业情况备案表》，将上一年度的资金筹集和使用等情况报省级商务主管部门和国家级经济技术开发区。省级商务主管部门和国家级经济技术开发区应出具备案证明，作为创投企业参加联合年检的审核材料之一。省级商务主管部门和国家级经济技术开发区应于5月份将情况汇总报商务部。

2016年10月8日，国家商务部发布了《外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法》，进一步细化和完善了创业投资企业备案管理的相关规定。该《办法》明确要求国务院商务主管部门负责统筹和指导全国范围内外商投资企业设立及变更的备案管理工作。各省、自治区、直辖市、计划单列市、新疆生产建设兵团、副省级城市的商务主管部门，以及自由贸易试验区、国家级经济技术开发区的相关机构是外商投资企业设立及变更的备案机构，负责本区域内外商投资企业设立及变更的备案管理工作。备案机构通过外商投资综合管理信息系统（以下简称综合管理系统）开展备案工作。该《办法》明确规定外商投资企业的备案程序、监督管理、法律责任等方面的细则。要求本《办法》实施前商务主管部门已受理的外商投资企业设立及变更事项，未完成审批且属于备案范围的，审批程序终止，外商投资企业或其投资者应按照本《办法》办理备案手续。商务部于本《办法》生效前发布的部门规章及相关文件与本《办法》不一致的，适用本《办法》。自由贸易试验区、国家级经济技术开发区的相关机构依据本《办法》第三章和第四章，对本区域内的外商投资企业及其投资者遵守本《办法》情况实施监督检查，且本《办法》自公布之日起施行。《自由贸易试验区外商投资备案管理办法（试行）》（商务部公告2015年第12号）同时废止。

2017年7月30日商务部进一步完善外商投资企业设立及变更备案管理，发布了《关于外商投资企业设立及变更备案管理有关事项的公告》，公告主要内容如下：

(1) 自由贸易试验区内，国家规定实施准入特别管理措施的范围，自2017年7月10日起，依照《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2017年版）》的规定执行；自由贸易试验区外，国家规定实施准入特别管理措施的范围，自2017年7月28日起，依照《外商投资产业指导目录（2017年修订）》中《外商投资准入特别管理措施（外商投资准入负面清单）》的规定执行。

(2) 外商投资企业设立及变更适用备案管理的，应按照《备案办法》第五条、第六条、第七条的规定，通过外商投资综合管理系统在线填报《外商投资企业设立备案申报表》（以下简称《设立申报表》）或《外商投资企业变更备案申报表》（以下简称《变更申报表》）。其中，境内非外商投资企业变更为外商投资企业的，应当填报《设立申报表》。

(3) 《备案办法》中所称“并购”是指《商务部关于外国投资者并购境内企业的规定》（商务部令2009年第6号）中规定的外国投资者并购境内企业；《备案办法》中所称“战略投资”是指《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（商务部、证监会、税务总局、工商总局、外汇局令2005年第28号）中规定的外国投资者对上市公司的战略投资。

本章小结

(1) 创业投资本质上是一种权益资本投资，作为优化资本配置、支持实体经济发展、促进经济结构调整的重要投资方式，创业投资已经成为多层次金融体系和资本市场的重要组成部分。一个完善的多层次资本市场，对于经济转型、新兴产业发展都将发挥关键性的推动作用。目前我国多层次资本市场体系已构建起包括主板、二板、中小板、创业板在内的场内市场，以及包括全国股转系统和地方区域性股权市场在内的场外市场。

(2) 创业投资政策是影响创业活动和新创企业的公共政策。我国的创业投资政策框架大体上可以分为创业投资的舆论宣传政策、教育培训政策、开业优惠政策、财政及金融政策和产业引导及综合服务政策，除此之外还有所有制优惠政策、企业退出政策、社会保障政策、生活配套政策、风险规避政策等其他服务政策。

大学生创业投资政策内容涵盖范围广，其中供给类政策在大学生的创业初期能够给予相关支持，主要包括教育辅导类、资金扶持类和公共平台类的政策。环境类政策主要是间接对大学生创业产生影响的政策因素，包括对大学生创业的整体引导、风险及产权保护、人力管理及法律援助等方面。需求类政策则在大学生创业成果的转化上给予支持，主要包括采购平台的搭建、市场拓展的控制及政府采购行为等。促进科技型中小企业设立及发展的法律政策主要有资金支持、鼓励技术创新、技术创新服务、财税优惠政策、金融支持政策、发展科技企业孵化器以及做好市场保障等方面。

(3) 美国的风险投资业起始于1958年美国国会通过的《小企业投资法案》。20世纪80年代，美国政府为了拯救风险投资市场，美国国会连续通过了一系列鼓励和促进风险投资业发展的法案，推动了美国风险投资业的进一步发展，使得美国风险投资业出现了

前所未有的繁荣景象。我国创业投资法规的形成经历了一个历史变迁的过程，与经济体制改革是同步的，并受社会就业形势的影响，大体可分为四个发展阶段。我国促进创业投资行业发展并规范其投资活动的法规条例主要包括三大方面：一是内资企业创业投资管理法规；二是外资企业创业投资管理法规；三是关于（外资）创业投资管理企业相关审批事项。

案 例 分 析

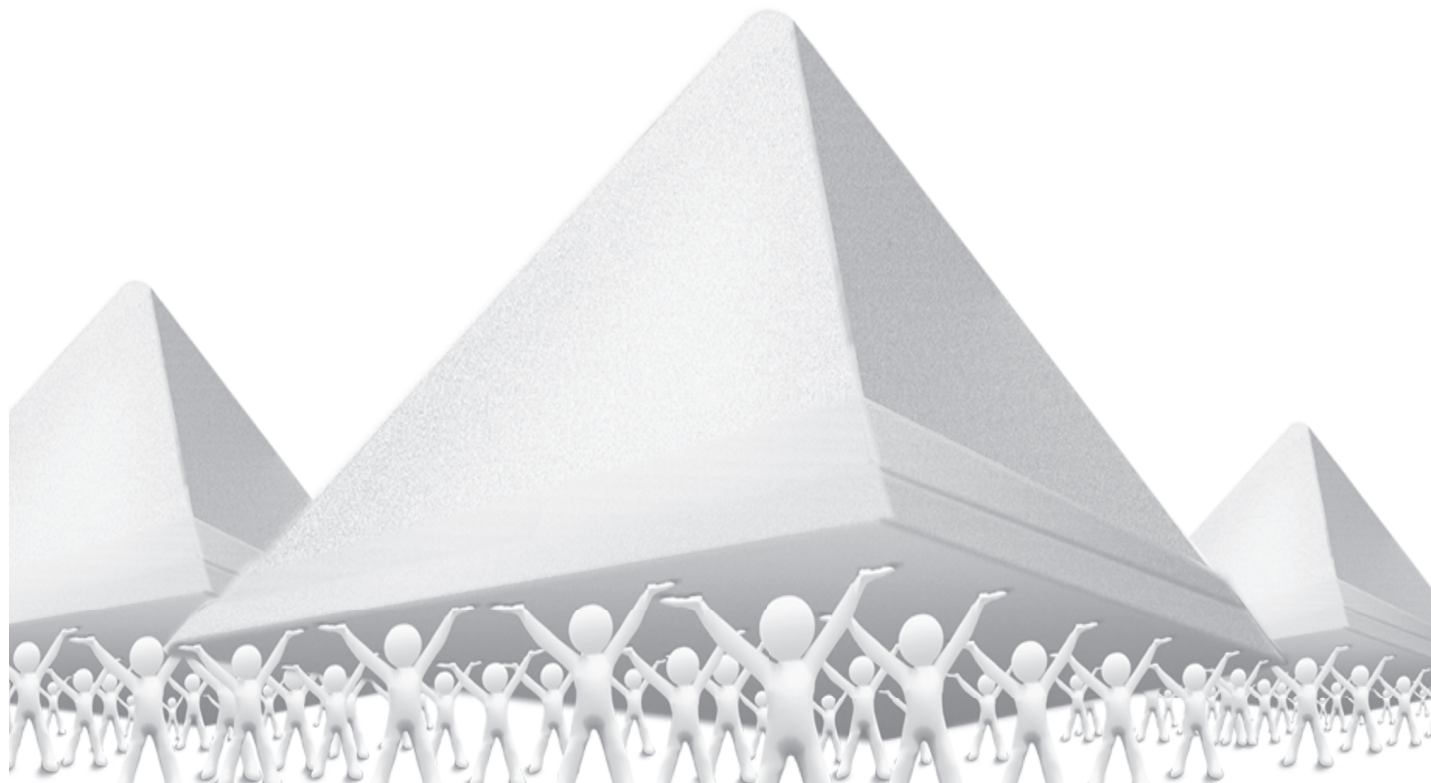


关 键 术 语

创业投资市场 创业投资政策 创业投资法规 创业板 金融政策
税收政策 科技企业孵化器

思 考 题

1. 我国资本市场的主要构成因素有哪些？
2. 我国创业投资政策的发展演变历程是什么？
3. 创业投资政策的内容主要包含哪些方面？
4. 大学生创业投资政策的主要内容是什么？
5. 促进科技型中小企业设立以及发展的政策有哪些？
6. 我国促进创业投资的法规内容主要是什么？
7. 外商创业投资企业管理法规和审批事项的主要规定是什么？



第4章

创业投资决策

创业投资决策是指创业投资者为了实现其预期的创业投资目标,运用一定的科学理论、方法和手段,通过一定的程序对投资的必要性、投资目标、投资规模、投资方向、投资结构、投资成本与收益等经济活动中重大问题所进行的分析、判断和目标选择。创业投资决策是创业者创业初始面临的重要环节。

4.1 创业投资市场调查和预测

创业投资的市场调研主要指创业投资的必要性分析和评价,即对拟投资的市场产品或所提供的服务是否能满足市场需求和得到社会承认所进行的审查、分析和评价。这是创业投资能否实施的先决条件。如果一个创业项目根本没有投资的必要,或者这个产品的产品或服务没有市场需求或需求量较小,这个项目投资的必要性相对就小。因此,只有对投资项目必要性进行严格审查、分析和评估,才能确认其投资的必要程度,从而保证项目投资决策的正确性和合理性。确认投资必要性的主要根据是拟投项目将来的市场需求。

4.1.1 创业投资必要性分析

1. 创业投资项目概况审查

对投资项目概况的审查,主要是依据对创业投资项目调查所得的资料,结合创业项目有关内容着重审查、分析项目投资背景、目的,找出项目目标中存在的问题,判断其是否符合国家、部门、地区的建设方针与产业政策。在审查投资目标时,既要分析确立项目目标的必要性、合理性,也要估计该项目实现目标的可能性,为进一步审查、分析拟投资项目的必要性做好准备。

2. 创业拟投资项目的市场需求与供给分析

市场将来需求与供给分析是确定创业投资项目的基础,是项目评估的前提和重要组成部分,是决定投资项目生命力的重要环节。

市场需求包括具有支付能力的生产消费需求和生活消费需求两个主要方面。决定市场需求两个基本因素,一是社会需求,二是支付能力,这二者均是市场需求的实质性因素。没有社会需求,就不能产生市场需求;没有支付能力,只有社会需求也不会产生市场需求,这二者缺一不可。

掌握了市场需求之后就要了解市场供给,从而判断将来市场的供求关系,为创业项目

投资的必要性提供依据。市场供给是指商品生产者以一定价格向市场提供可供销售的一定数量的商品。市场供给既包括国内供给,也包括国外供给。凡有国际贸易的国家或地区,进口量也是对国内市场的一种供给。

根据拟投资项目生产产品市场需求量和供给量的数据资料,可进行该产品市场供求的综合分析和评价。如果投资项目寿命期内总的预测需求量都超过供给量,说明这个项目产品有比较稳定、可靠的市场;如果需求与供给相比忽高忽低,则说明这个项目产品市场是不稳定的;如果需求与供给基本持平,则认为这个投资项目的产品市场不一定可靠。在后两种情况下,就应该采取进一步分析。例如,这个项目产品的性能、价格、质量如何,是否优于其他同类产品,在市场竞争中能否处于有利地位等。又如,本项产品有无替代产品,后者有无直接出口的可能,其他拟投资项目有无更强的市场竞争力等。如果总的供给量已经大于总需求,那这个项目就没有投资必要了。

3. 拟投资项目的产品竞争能力分析

拟投资项目的产品有市场需求,只是说明该产品有进入市场的可能性,但要使这种进入市场的可能性变为占有市场的现实,还必须靠产品的竞争能力。产品的竞争是同类产品的不同生产者在占领市场方面的竞争,是一种“争夺市场的比赛”。因此,产品竞争能力是某一产品占领市场或夺取市场的能力,它是创业企业综合素质的集中表现。

决定产品竞争能力的基本要素有多个方面,包括产品质量、价格、售后服务等。在以上各要素中,产品质量和价格是产品竞争力的最基本要素,在项目评估中应重点对这两个要素进行分析。一般来讲,在价格相同的同类产品中,质量好的产品竞争力强;在质量相同的同类产品中,价格低的产品竞争力强。但是在两种同类产品中,一种产品的质量好,而另一种产品价格较低,这就需要借助“产品价值”的概念来进行分析了。产品价值分析需要采用一定的方法,一般方法是邀请产品质量评估专家对相互竞争的产品进行质量评价和比较,进而选择市场价值高的产品进行投资。当然,创业项目市场价值的高低主要取决于该产品的技术是否先进,属于国内外领先技术的产品,其市场竞争力自然很强。

4.1.2 创业投资市场调查

创业投资的市场调查是指对拟投资项目产品市场销售和供给两方面的资料进行系统的收集、记录和分析,以了解产品的现实市场和潜在市场,确定其需求量,为将来市场预测和确定是否投资及投资规模大小提供科学的依据。从创业投资角度来看,市场调查主要包括以下基本内容:

1. 市场需求调查

市场需求是指消费者在一定时期和一定市场范围内有货币支付能力购买产品的总数量。一定时期是指投资项目经济寿命期,一定市场范围是指投资项目产品的销售范围,即项目产品所能占有的市场空间。有的可以外销,出口创汇;有的可以替代进口,节省外汇。

当然，还有一些产品只能在国内销售，满足国内消费者的需求。因此，产品市场需求调查包括国内市场需求和国外市场需求调查。市场需求量可区分为市场实际需求量和潜在需求量。实际需求量是指预测市场上的产品实际销售量，潜在需求量是指在预测时，随其影响因素变化的可能增加量，两者之和为产品市场需求量。

(1) 国内市场需求调查。产品国内市场需求受到很多客观因素影响，因此不能简单地把每个人的平均需求量乘以全区或某一地区的人口总数来估算，而应先认真调查这些产品目前的国内需求量，再在此基础上预测未来需求量。国内市场需求调查主要是要搞清国内市场最近或前一段时期对该投资项目产品的需求情况，以便对未来的市场需求进行预测。市场需求的数据来源主要包括商业和物资等产品销售部门、统计部门、主管部门和综合经济部门等。

通过广泛的调查，可以测定过去一定时期内社会对该种产品需求情况的发展趋势，据此推测未来需求。同时也应调查目前是否尚有一部分需求未得到满足，潜在空间有多大。对未满足的需求量调查是很重要的，因为未满足的需求量既可能为产品提供目前的市场，也会影响未来市场需求预测。未满足的市场需求量虽然很难准确估计，但商业部门会有一个大概数据。在某种情况下，现有的市场销售资料也可供参考。

(2) 国外市场需求调查，是指调查预测该投资产品现在与将来有无进入国际市场的可能，以及其数量的多少。开展这项工作时，可先向外贸部门了解情况，尤其是要了解该投资产品的目前出口数量、出口国家地区、过去的出口增长率以及今后的出口计划和前景。对上述调查资料的分析比较，可大体判断产品进入国际市场的可能性及其数量的大小。为了在激烈的国际市场竞争中取胜，应了解国际市场对产品规格、性能、型号、质量等方面比较具体的要求，还要考虑可能受到政治、经济、贸易政策等方面的影响。因此，在调查预测国外需求时，必须充分估计多方面的因素，同时应加强对国外竞争对手的分析，采取有效措施占领和扩大国外市场。

2. 市场供给调查

市场供给是指在一定时期和一定市场范围内可提供给消费者的某种商品或劳务的总量。一定时期是指创业项目经济寿命期内，市场范围包括国内市场和国外市场。市场供给可分为实际供给和潜在供给，前者是指市场的实际供给能力，后者是指可能增加的供给能力，两者之和为市场总供给量。

(1) 调查预测国内供给量。创业投资项目产品的国内供给量主要取决于其在国内的生产能力。因此，调查供给量，首先必须先调查全国或一定地区该同类产品现有的生产能力。所需资料一般可由相关统计部门、有关企业的主管部门以及金融等部门提供，也可以对现有生产企业进行一些实地调查，这些同类产品企业可以提供一些重要的第一手资料。在掌握了目前的供给量后，就可以预测未来的供给量。

(2) 调查预测国外供给量。调查预测国外供给量是指国内可能进口这种产品的数量。如果国内这项产品需求要依靠一部分进口来满足，则应向外贸部门了解，掌握目前进口量