

# 民间资本与创业投资对接:理论诠释综述与展望

陈秀慧 王筱萍(副教授)

(嘉兴学院商学院 浙江嘉兴 314001)

**【摘要】** 本文在梳理创业投资和民间资本投资扭曲两方面相关文献、分析创业投资支持科技创新的资金来源不足和民间资本投资渠道狭窄状况的基础上,基于民间资本与创业投资对接机理的挖掘,针对对接障碍尚未突破的尴尬,提出了民间资本采取结盟方式与创业投资对接,最终促进科技创新企业发展的新思路。

**【关键词】** 民间资本 创业投资 对接 综述 展望

民间资本已经成为推动我国经济发展的重要动力。目前,城乡居民存款在不断攀升,但投资却难以启动。现有文献主要关注创业投资与中小企业融资的对接或是中小企业民间借贷问题,而忽视了民间资本与创业投资的对接,进而促进科技创新的发展。所以通过梳理创业投资和民间资本两方面相关研究成果,探讨民间资本与创业投资对接机理,以便引导民间资本支持科技型中小企业技术创新发展,具有重要的理论和现实意义。

## 一、创业投资的内涵

现代意义上的创业投资起源于美国,是一种有别于一般投资特别是商业投资的金融创新行为,它对风险相对较高的创新活动予以资本支持。根据美国创业投资协会给出的定义:“创业资本是指由专业机构提供的投资于极具增长潜力的创业企业并参与其管理的一种权益资本。”在我国,“风险投资”称为“创业投资”,更能充分体现其通过资本支持和资本经营服务,扶持和辅导企业创业这一本质内涵”。OECD将创业投资定义为对还未取得上市资格成立时间较短小企业的投资,其目的是为了获得高额盈利,而且获得盈利的方式是通过股权转让而不是获得红利。投资者可以为被投资企业提供管理咨询。

学者们也从不同的角度剖析了创业投资的内涵。如刘建钧(2002)认为,创业投资是通过提供创业管理服务、参与创业企业的创业等途径促进企业发展成熟,继而通过转让股权、实现资本增值收益的资本运营方式。Lerner和Gompers(1999)把创业投资定义为“致力于对私有高成长性企业进行权益资本投资的专门资本”。我国著名经济学家成思危(1999)认为,创业投资是指把资金投向高新技术开发领域,虽然蕴藏着较大的投资风险,但项目一旦成功,便能从中取得高收益的一种商业投资行为。

还有学者从投资对象的角度定义创业投资。Rubel

(1972)认为,创业投资的对象集中于初创成长阶段的且未具备上市资格的小型企业,其主要目的不是获取经营权而是获得资本利得。Wise(1990)指出,创业投资的对象是国内外的高科技企业,投资方不仅要提供资金,而且还要提供高新技术的咨询服务。Riggs(1979)则把风险投资定义为:对投资没有长期持有的打算,仅是在其所投资的事业有所发展后立即将股权出售,以获取收益。

## 二、民间资本投资现状

1. 民间资本投资渠道管制明显。杨飞云、翁淑芬(2001)认为,缺乏投资渠道会造成巨大的民间资本闲置。张传富(2012)以城市公用事业的民营化改革为出发点,进行了城市公共事业进入壁垒与管制政策研究,重点放在民间资本投资城市公用事业的壁垒理论分析和实证检验<sup>1</sup>。仇颖(2011)对于民间资本投资渠道狭窄的原因归结为:①政府准入门槛高,垄断性行业改革力度不够;②某些领域虽许可民间资本涉足,但体制性障碍导致明显的不公平竞争;③前置审批环节繁多,准入条件苛刻;④发展所需土地得不到有效保障。

2. 民间资本投资严重扭曲。民间资本已经成为浙江、广东等地部分中小企业融资的主要来源。民间资本的信任机制是内生的,无需辅助力量的推动。但对民间借贷的管制致使民间资本游离于地下,一直处于一种模糊的失范状态,“灰色金融”违约风险时有发生。

根据高塞亚(2012)对江浙一带民间借贷的研究,发现“民资闲置”与“融资困难”的矛盾点是源于供求双方的信息不对称、二元经济强化,最终导致我国民间资本进入金融市场难,形成民间借贷市场。William(1997)认为民间借贷产生的重要原因,就是因为借贷双方信息对称程度较高,与正规金融存在较大的信息不对称相比,民间借贷是有比较优势的。陈瑞菊(2013)肯定了我国民间借贷日

趋活跃,规模不断扩大,已经成为中小企业的重要融资渠道。蔡晓阳(2012)指出,由于受到信贷歧视,民间资金成为中小微企业的主要资金来源。但是民间借贷的畸形发展,形成了一种不同于正规金融的灰色金融体系,影响到金融改革和稳定发展。余有飞(2013)指出,小微企业处于贷款门槛太高、融资渠道单一的困境。浙江不少企业依靠民间高利贷融资,月利率一般为5%~6%,甚至高达10%。有部分银行的信贷资金违规进入民间借贷市场,没有进入实体经济,致使民间借贷风险很大。

### 三、民间资本与创业投资对接机理

张景安(2006)分析了由于我国当前的创业投资文化还处于基础阶段,实施的以财政资金为主、甚至完全依靠政府资金充实创业投资的做法,虽然不适应经济市场化发展需要,且又违背创业投资自身的发展规律,但在一定程度上还是促进了创业投资在我国的萌芽,支持了高新技术企业的成长。陈承国(2011)认为富集的民间资本应当成为创业投资的主体,为创业投资提供充足的资金支持,使全社会形成投资高新技术企业的投资理念,促进产业结构调整。郭明伟(2009)根据中国创业投资研究院的2007年的统计数据,发现我国创业资本构成是政府主导型(相关数据显示:70%以上已注册的创投公司的资本为政府控股或独资)。主体的单一性导致了我国创业投资资金的不足。新华社统计数据显示我国“民间资本丰富闲置”与“科技创新企业融资量大困难”存在两难的尴尬。

1. 降低创业企业投资风险的市场机理。党夏宁(2004)从风险企业和创业投资机构的制度建设和规范、改变政府主导型带来的依赖性、利于健全风险投资体系及多元化资金来源等方面诠释了民间资本的参与可以有效分散投资风险,降低创业投资主体风险。郑均安(2007)指出,民间资本能够健康地发展壮大,原因之一是它们被纳入政府对其进行监管的体系之中。王立强(2006)认为,应当加紧规范并促进创业投资与民间资本的结合,从而通过多元化资金来源分散投资风险。

2. 竞争机制提高效率的机理。民间资本持有者作为理性经济人来讲,将自身闲置的资本投向回报率较高风险较低的市场中,从而获取最大化的经济利益是其投资目标。高塞亚(2012)在研究税收优惠对创业投资影响的基础上提出,税收优惠的实施将会吸引并引导大量的民间资本进入创业投资领域。科技创新企业在获得充裕资金支持后会加速转化高新技术成果,进而引导资金流向效率更高部门,这样既解决了科技产业化过程中的资金不足困境,又能极大促进我国产业结构升级和经济结构调整,提高整个社会的经济效益。

周邦瑶(2013)对民间资本强省江苏、浙江的研究发现,由于大型跨国公司对一般性竞争行业兴趣不大,民间

资本逐渐进入各竞争性领域、部分垄断性行业和公益性领域,有力地推进国有经济布局的战略性调整,并加速企业的技术改造、设备更新和产品结构调整,为江浙两省产业结构的优化和升级、加快工业化进程提供了充足的资金支持<sup>①</sup>。刘金红指出,民间投资的逐利性决定了民间投资活动过程完全受以利益为核心的市场机制支配,生产要素、投资行为完全受市场规律制约,企业在市场竞争中优胜劣汰。民间投资的加入会提高社会效益,尽管只是追求私人经济利益中的溢出效应所致。

3. 优化循环机制的机理。李志英(2008)通过对民间资本与山西科技创新结合的研究,发现对雄厚实力的民间资本加以充分利用,可以实现高新技术带动和提升传统产业、企业资源、人才资源和民间资本资源的有机结合,必将培育出具有时代特征的科技企业家。他们又将为利用民间资本发展高新技术产业提供最有力的人才保障。党夏宁(2004)鼓励民间资本参与创业投资,提出民间资本的加入将大大促进中小科技创新企业的涌现、成长和科技转化水平的提高,并且也为民间资本拓展投资领域、优化投资结构、走向良性循环,开辟新的出路。祖惠(2008)提出由于民间资本的逐利性与退出渠道的不畅性并存,创业投资就无法达到资金增值和良性循环,也就难以吸引民间资本进入到风险投资领域。

### 四、民间资本与创业投资对接的障碍

郑宪强、马衍军(2002)分析了我国创业投资呈现出两头大中间小的哑铃形结构而非橄榄形结构,同时还指出科技创新企业的外部控制机制也因创业投资家缺乏有效竞争而作用微弱。王斌(2005)则对创业投资机制本质进行研究,认为三方当事人两两博弈的委托——代理关系是否均衡与创业投资机构的运作水平和效率息息相关。民间资本进入创业投资除了要面临较高的项目风险外,还可能面临控制委托人和代理人分离而产生的道德风险和逆向选择问题,在这种情况下,民间资本很难介入创业投资。李勇(2008)认同我国民间资本与创业投资无法顺利对接是因为我国有激励而无约束的内部制度安排,不能将风险投资者、风险资本家和风险企业家三者的利益有效地统一结合起来。

张亲(2007)认为我国民间资本参与创业投资需要创新法律架构。王立强(2006)从税法角度分析民间资本进入创业投资领域的障碍,认为对民间资本与创业投资对接给予税收优惠是解决科技型中小企业资金来源的重要渠道,它可为民间资本提供参与创业投资及其科技创新活动并获得利润回报的途径。关于民间资本与创业投资对接的退出机制问题,Sahlman(1991)在研究中指出,NASDAQ市场使已经成熟的风险型高科技企业走向证券市场,使创业资本能顺利地退出创业企业,从而实现创业

投资的良性循环。就是说,20世纪80年代以来美国创业投资的蓬勃发展离不开支持创新的NASDAQ市场。Cummingetal(2006)认为,创业投资的退出渠道和退出程度间接地作用于创业企业的投资回报。退出机制是创业投资体系的核心,而对于我国大多数科技型中小企业来说,难以取得上市资格,创业投资退出渠道不顺畅,再加上我国产权交易市场设有诸多禁区,市场运作尚不规范,还有外资收购国内企业无法可依等现象存在(李勇,2008),所有这些都让民间资本对投资科技型企业望而却步。

### 五、民间资本与创业投资顺利对接的路径重构

从现有文献来看,民间资本与创业投资对接障碍主要集中在制度、法律缺陷以及信息严重不对称、退出渠道不畅等方面。从现实来看,一方面是技术创新急需资金,但另一方面是民间资本投资无门。阻碍两者无法联姻的关键是民间资本自成主体,自担风险,自主决策,故偏好收入水平较为稳定、风险系数较低的行业或项目,热衷向现金流较稳定的服务业和制造业项目投资。对于科技型初创企业,风险不可控,民间资本投资积极性不高。

与其让规模庞大、分布广泛的民间资本充斥于各类投机市场,不如通过合理机制将其引入高新技术领域,为建设创新型省份助一臂之力。如果能够有效打通其中的障碍,民间资本完全可能成为推动经济转型的新一轮发展的“生力军”。创业投资介入技术创新项目的目的是提高投资回报率,因此创业投资一方面对管理技术创新项目的企业进行监督和控制以提高其公司治理水平,减少由于信息不对称而产生的代理成本,从而改善企业绩效;另一方面通过提供增值服务来提升企业价值。因此,以创业投资为中介,建立合理的风险分担机制,使民间资本在投向高新技术领域后不会因为技术创新项目的失败而血本无归。只有让民间资本有了这颗“定心丸”,才能实现民间资本与技术创新项目的对接,加速高新技术成果的转化和高新技术产业的发展将指日可待。

民间资本结盟可使联盟会员共享资金项目信息,化解寻找项目和资金的难题,还可建立联合投资、分享风险机制,减少民间资本向创业企业投资的后顾之忧,引导更多民间资金投向急需资金支持的、风险较高的早期创业企业,从而提高创新项目的成功率。一般而言,地理上的集中、长期商业关系的沟通是实现信息对称的基本方式。与创业投资相比,浙江省中小企业民间投资的运作方式非常类似种子期、起步期的创业企业早期投资,所不同的是创业投资的主要对象是基于高新技术的中小型创业企业,而浙江省民间投资的主要对象大多是传统产业领域中小企业。随着技术创新的扩散和转移,浙江省中小企业要实现劳动密集型向技术密集型转型,民间存在的以社会资本为基础的关系型投、融资制度的服务对象也将慢

慢转向基于技术创新的中小型创业企业。

随着中小企业完成原始资本积累并快速成长的同时,浙江省形成大量的中小企业集群,其形成和发展对区域经济增长产生了巨大的推动力,它们在空间地域上的邻近、集中,有利于减少信息不对称,客观上也有助于民间资本联盟的形成。在新的制度安排下,社会资本推动民间资本结盟,进而演变成具有本地化特色的创业投资,而这种具有本地化特色的创业投资将有力地促进中小企业的技术创新,加速新兴产业的形成。

### 六、结论

本文首先梳理了国内外有关创业投资与民间资本对接的文献,为重构浙江省科技型企业融资路径拓宽了视野。然后在基于已有文献研究的基础上,对浙江省民间资本富裕闲置和科技创新资金严重不足的扭曲现状进行了新的思考,提出了运用结盟组织形式将分散的民间资本进行整合,形成民间资本投资团体,而后与创业投资对接的新型支持科技创新企业的思路。在这个思路下科技型企业的融资瓶颈有望缓解,从而为促进中小企业的技术创新提供了一个新的视角。

【注】本文受浙江省科技厅软科学项目“浙江省民间资本与高新技术创业投资对象的风险分担机制研究”(项目编号:2014C35044)、教育部人文社会科学研究规划基金项目“中小企业集群融资与供应链金融对接:运用模式创新、协同收益分配及契约风险控制”(项目编号:17YJA630062)资助。

### 主要参考文献

1. Gunning, D., Fleming, G., Schwenbacher, A. Legality and venture capital exits. *Journal of Corporate Finance*, 2006; 12
2. 徐攀. 中小企业集群融资与民间资本对接的模式设计. *财会月刊*, 2013; 6
3. 张亲. 民间资本进入高科技风险投资业研究. *经济管理*, 2007; 4
4. 高塞亚. 区域性民间借贷组织的构建——以江浙一带的民间借贷为例. *华东政法大学学报*, 2012; 16
5. 郑均安. 利用民间金融缓解民营企业融资问题的探讨. *商场现代化*, 2007; 3
6. 陈承国. 民间资本参与风险投资的制度供给. *证券投资*, 2011; 18
7. 余有飞. 浙江民间资本投资模式与制度构建研究. *商业经济*, 2013; 5
8. 陈瑞菊. 我国民间借贷发展现状与路径研究. *天津财经大学学报*, 2013; 1
9. 仇颖. 引导民间资本进入民营中小企业融资领域之管见. *现代财经*, 2011; 6