

孵化器与风险投资“联姻”： 障碍分析与策略选择

钟卫东^{1,2}, 张伟¹

(1. 中国矿业大学 管理学院, 江苏 徐州 221008;

2. 厦门大学 科技企业孵化器研究中心, 福建 厦门 361009)

摘要:虽然在理论上孵化器与风险投资存在较多的互补性,但总体而言,两者的合作并没有取得实质上的进展。本文对双方“联姻”中存在的障碍进行了较详细的分析,指出缺乏合作动力和双方自身的一些缺陷是影响“联姻”的主要障碍;在剖析两者主要的“联姻”方式特点的基础上,提出了当前孵化器应该采用练好内功,创造条件,循序渐进地引入风险资本的观点。

关键词:孵化器;风险投资;“联姻”障碍;“联姻”方式

1. 引言

2005年7月,分众传媒成功登陆纳斯达克,江南春成为又一个创造神话的传奇人物。透过这个事件,人们注意到隐藏在分众身后的如UC维众投资、SOFIBANK软银中国、CDH鼎辉投资、美国高盛、美商中经合、英国3等多家国际著名的风险投资机构从中发挥的巨大作用。

在对这些风险资本拍手称颂的同时,需要提醒人们一个重要的事实:分众传媒的成功,不仅是优秀商业创意与风险资本的传奇,也是商业创意、风险资本与孵化器成功结合的典范。据各种媒体的介绍,分众传媒创设伊始,便进驻上海多媒体产业园孵化器(MPVC)。在分众传媒此次赴纳斯达克上市融资之前的这两年内,MPVC帮助其进行战略定位、设计融资模型、制订商业发展计划,并帮助其成功完成了三次私募融资,吸引了数千万美元的国际风险资本。为帮助分众在纳斯达克上市,MPVC还成立了一个由曾做过中国企业海外上市案例的法律、财务专业人士组成的团队,及时帮助其解决在上市申请过程中可能遇到的一些问题。可以说,孵化器在分众传媒成功上市的整个过程中功不可没。

但是,在我国孵化器中,类似分众传媒的成功案例却为数甚少。相对于数量和规模的迅猛扩张,我国很多的孵化器还固守在物业提供等传统的服务领域,在孵企业更为需要的孵化服务品质上亟需提高。要提高孵化器的孵化服务质量,如何改善在孵企业的融资环境是一个首当其冲的问题。而将风险资本导入到孵化器中,促成孵化器与风险投资的“联姻”被认为是一条有效缓解初创科技型企业融资瓶颈的捷径。因此,分析当前

风险资本进入孵化器及其在孵企业的障碍,研究如何有效地将风险投资引入到在孵企业甚至引入到孵化器自身建设中,如何促进风险资本、孵化器和初创科技型企业实现“三赢”,对促进孵化器进一步发展、拓宽风险资本的业务视野、提高孵化器内的初创科技型企业生存和发展能力有着重要和积极的意义。

2. 理论与实际的差距:孵化器与风险资本的“联姻”状况不容乐观

孵化器与风险投资作为推动初创科技型企业成长的两种工具,自从它们诞生起,人们就认识到两者有机结合的必要性。国外一些孵化器早期的研究就认为,孵化器应该将帮助在孵企业获得风险投资列入其主要功能(Campel等,1985^[1];Hisrich 1988^[2])。在我国,刘四大等人(1996)^[3]意识到资金可能是孵化器及其在孵企业发展的瓶颈,而较早将目光投向引进风险资本;洪雷(2001)^[4]也认为仅靠政府的公共资金难以满足在孵企业的需要,孵化器还应该提供融资服务。

很多学者认为孵化器是风险投资的有效载体,孵化器与风险资本相结合是“大好姻缘”。理由是依托孵化器进行投资,既有助于降低投资风险,也便于管理(金石开、罗宣政,2002^[5];项喜章,2002^[6]);李刚等人(2002)^[7]认为,孵化器与风险投资在项目来源、管理、资金和政策上存在互补性,孵化器引入风险投资可以降低双方的成本和风险;刘峰涛和唐勇(2005)^[8]也认为,孵化器与风险投资在起源、作用和互动上存在“天然的联系”,因而应该把风险投资引入孵化器。

但是,参照国内外的经验数据,可以发现事情并没有按照上述理论研究的逻辑发展。在孵化

* 基金项目:国家软科学研究计划(2004 DGQ1D110)

器发源地的美国，孵化器在孵企业并不容易获得风险资本的青睐。Allen和 Rahman (1985)^[9]对早期美国孵化器内的初创企业资金来源作过统计，发现大部分资金是来自创业者自有以及向亲友的借贷，来自风险投资机构的种子资金仅占 3.4%。

由厦门大学科技企业孵化器研究中心 2004 年对我国孵化器的调查结果显示，尽管资金短缺是在孵企业存在的普遍问题，但目前国内大多数孵化器对初创企业的直接资金支持却并不多，当年一百多家样本孵化器的投资收入仅占总收入的 4%，引进风险资本数额为零的孵化器占了被调查孵化器总数的一半左右 (孙大海等, 2005)^[10]。另一项关于长三角地区与珠三角地区孵化器及其在孵企业的对比研究也发现类似的结果：在孵企业认为，金融资助与支持应该是孵化器的核心业务，但他们对孵化器提供的这些服务普遍不满意 (张冬弟等, 2005)^[11]。这就是说，目前我国的孵化器不仅在直接对在孵企业投资上还有很大的拓展空间，与风险投资的合作也需要加强。

3. 孵化器与风险投资的“联姻”障碍

为什么使这么多人看好的“大好姻缘”在实践中却不尽人意呢？

对于这个问题，很容易使人从孵化器与风险投资的主要目的不同上找原因。我国建立的孵化器是以初创科技型企业为主要对象，以促进高新技术科研成果商品化和产业化为主要目的。而风险投资的目的则是通过股本投入分摊企业 (多半关注高科技企业) 创业初期的风险，在投资对象得到高速成长后，出售已经大幅增值的股权，获得高额回报。两者在主要目的上的不同带来了孵化器与风险投资关注的企业发展阶段、具体运作方式、主要服务功能等方面也不相同。由此必然给合作双方带来的一些矛盾和冲突。(当然，在看到障碍的同时，还要看到正是由于两者存在着的差异才产生了双方的互补性。)

这个问题也很容易让人从两者的体制不同上找原因。在我国孵化器的发展进程中，政府一直是其主要的参与者和推动者，大多数孵化器被定性为一种社会公益型服务机构。而在我国风险投资的发展前期，政府特别是科技部也曾经下大力气进行推动，结果在 20 世纪 80 年代中后期成立了一些政府全额出资风险投资机构。但是，随后的实践证明这些政府性质的风险投资机构并不成功。随着对风险资本运作规律了解的深入以及当前国际知名的风险投资机构的进入，我国风险投资机构的政府色彩已经渐渐淡化，在风险投资领域中，市场化运作已经成为共识，即便是政府出资组建的投资机构。因此，要促成仍然在执行政府某些职能的行政色彩浓厚的孵化器与以盈利为目的的风险投资公司的“联姻”，确实存在障碍。

综合地看，由以上两个差异导致的孵化器与

风险投资的“联姻”障碍主要表现在以下两点。

(1) 双方缺乏合作的动力。由于孵化器大多属于政府全额投资创设的机构，即所谓的“社会公益性”服务机构，很多时候在代替政府行使某些公共职能，即使是一些改制为企业的孵化器，仍然将非营利视为自身的属性。于是，自收自支事业单位成为我国孵化器中数量最多的形式，其次是全额拨款和差额拨款事业单位形式 (孙大海等, 2005)。这些由体制因素和组织目标导致的单位属性，导致孵化器在不能完全拥有对利润 (如果有的话) 索取权的同时还要承担国有资产保值增值的责任。这就决定了孵化器大多采取规避风险的稳健财务策略。因而大部分孵化器选择固守房租收入来维持自身运转，而不倾向于进行风险投资。对于外部的风险资本，出于提高自身服务质量的目标，在不需付出较高代价的条件下，不能否定负责任的孵化器有努力引导他们进入在孵企业的良好动机。但是，这种引进方式更有可能流于形式和表面化。因为这种缺乏利益驱动和监督检查机制的纯粹依靠孵化器“自觉”的行为，不具备必然性和经常性。

对风险投资机构来说，也没有必须要与孵化器联姻的理由。虽然如上文所述，两者的确存在很多可以产生互补性的因素。但是作为以追逐资本利得为第一要务的风险投资机构，首先考虑的是投资产生效益的可能性。进驻孵化器的初创科技企业是否比其他地方的企业有更大的升值空间呢？根据吴寿仁等人 (2003)^[12]对上海的孵化器内外企业的比较结果，发现孵化器的在孵企业比孵化器外的初创企业的规模 (注册资本和人员数量) 较小，同时他们还得出孵化器在孵企业的技术创新能力更强的结论。一般来说，规模较小意味着风险资本进入的风险较大，而创新能力更强对风险资本进入的意义却并不明确，因为有很多技术先进的初创企业失败的例子。而且，对于孵化器内企业的能力是否更强的观点也存在争议。许多国外的相关研究表明，并没有充分的证据证明孵化器内外的初创企业在技术创新能力甚至整体生存发展能力有显著差异 (Massey Quintas & Wild 1992^[13]; Siegel Westhead & Wright 2003^[14])，甚至有人还对鼓吹孵化器作用的美国 NBIA 进行了严厉的批评，认为其发表的对孵化器正面作用的评价报告无论从评价方法还是采用的数据上都存在严重的缺陷 (Bears 1998)^[15]。

因此，在风险投资机构的眼中，大多数孵化器的在孵企业可能属于风险较高成长性却未必更好的投资对象。

(2) 孵化器与风险投资自身存在的缺陷，影响了双方的合作绩效。我国很多孵化器都宣称与风险投资机构建立了良好的合作关系，但由于缺乏对初创科技型企业成长规律的深入了解，对进

驻项目严格的筛选制度尚未建立，在项目进驻后的服务停留在物业管理等较低层面上，导致风险资本并不能通过与孵化器的合作，而获得能降低不对称程度的信息。另外，由于我国孵化器发展过程中与政府科技部门或者高新区结成的特殊关系，很多孵化器严重缺乏具有投融资经验的工作人员，这也是影响孵化器引进风险资本的一个障碍。梁蓓（2003）^[16]提出我国当前孵化器的效能不高是对风险投资的吸引力有限的主要原因之一。

另一方面，我国风险投资本身和生存环境存在的不足也限制了孵化器对风险资本的利用。总体看来，目前国内的风险资本仍然存在总量不足、投资结构不合理等缺陷。在赢利的压力下，很多风险资本投向了传统项目和比较成熟的企业。从我国风险投资的生存环境看，对风险投资的优惠政策迟迟不能出台，尤其是缺少鼓励其投向初创科技型企业的优惠政策，风险投资的退出通道不顺畅也是影响孵化器引入风险资本的障碍。风险投资的目的是将持有投资对象的股权通过促成投资对象公开上市或者股权转让等途径，尽快实现套现并盈利。由于国内孵化器的大多数在孵企业距离公开上市还有漫长的路，在退出渠道不明朗的情况下，如果再缺乏相应的鼓励措施，就会限制风险资本投向孵化器的在孵企业。

当然，限制双方“联姻”的障碍还可能存在

表 1 孵化器与风险投资的“联姻”方式

类型	内容
外部合作 (TYPE ₁)	组织上独立，业务上有限合作
内部合作 (TYPE ₂)	风险资本全面介入孵化器各项业务或者仅参与孵化器对在孵企业投资业务
混合型合作 (TYPE ₃)	孵化器与多家风险投资机构合作，当自身的直接投资或者内部合作不能满足需要时，重新寻找外部合作对象
孵化器直接投资 (TYPE ₄)	孵化器参照风险投资的运作独立进行投资

对孵化器来说，以上几种方式各有利弊。以下对这几种不同类型的联姻方式的特点作简要分析。

(1) TYPE₁。由于此类型不改变合作双方原有的各种特征，操作比较简单，因而是现阶段我国孵化器与风险资本合作的主要形式。其缺陷是容易使合作流于形式，难以取得实际成效。具体地说，这种合作具有下列特点：彼此均独立运作；在业务上的合作具有偶然性；不改变双方原来的目标；双方进行有限的合作；孵化器在风险投资机构与在孵企业之间起穿针引线的作用；双方承担的风险没有实质的改变，对方的影响和约束也较小；不改变风险资本原来的投资方向；双方的业务人员的隶属关系不变，收入也几乎不发生变化，对双方的激励不大。

(2) TYPE₂。此类型合作双方的关系比较密

于组织文化冲突、投资策略上的观点相左、信任与控制之间的协调等方面，但本文认为，这些问题多半会出现在“联姻”关系已经建立的阶段。在目前的条件下，仍然以上述两点产生的“联姻”障碍为主。

上述障碍的存在，使得如何化解这些障碍成了目前孵化器与风险投资界都非常关注的问题。这需要两者联姻的方式和特点进行分析，然后提出合适的解决办法。

4. 孵化器与风险投资“联姻”的方式与特点

从孵化器与风险资本联姻的紧密程度看，两者联姻可能的表现形式有四种：其一是风险资本以孵化器为依托进行风险投资，两者在组织上保持独立，只是在业务上发生联系，这种方式可以称之为两者的外部合作；其二是孵化器引入风险资本进行内部合作，即原有的孵化器与风险投资机构合资组建新的孵化器或者在孵化器内部设立相对独立的下属投资机构；其三为混合型合作，是指既进行外部合作也进行内部合作，甚至也有孵化器的直接投资。混合型合作也可以是合作双方根据投资对象的成长特点，在其不同的发展阶段分别由合作的某方进行投资；其四则是孵化器自己筹集资金进行风险投资。两者的“联姻”方式见表 1。

切，并且通过成立新的孵化器或者风险投资公司，使得风险资本既可以选择投资孵化器本身的建设，全面渗入孵化器的各项业务，也可以仅参与孵化器的投资业务。本文引言中提到的分众传媒所入驻的上海多媒体产业园创业有限公司 (MPVC) 就是一家由创业中心和风险投资机构联合组建的企业孵化机构。它于 2003 年 5 月由上海科技创新中心、长宁区技术创新服务中心、新长宁集团、上海维众投资发展有限公司联合投资设立，专业从事多媒体企业孵化、高新技术企业创业投资及高科技园区和孵化基地的管理。

对孵化器来说，这种类型的“联姻”关系有助于增强孵化器的投资意识，扩大孵化器在风险资本市场中的人脉关系，提高孵化器工作人员投资方面的专业技能，也有助于扩大在孵企业的融资来源。对风险资本来说，这种类型的合作可以

近距离观察投资对象,有利于减轻信息的不对称程度。但是,由于不同性质的主体组成新的组织,不可避免将增加管理和协调的难度和成本。在这种类型的合作中,如何建立各合作方的互信互利机制至关重要,否则将带来新的问题。另外,在新的组织中将视合作双方所占出资比例分担由此带来的风险,孵化器承担的风险要比 TYPE1 的风险大,风险资本承担的风险虽说由于与投资对象信息不对称的程度有所改善而降低,但需要注意到此时将带来诸如侵占对方资源的合作风险。因此,对风险资本在联姻之后的风险承担程度究竟是增加还是降低,应该看具体情况。在 MPVC 的例子中,由于维众在其中占有主导权,风险资本承担的总风险应该是降低了。

公开资料表明,江南春、鼎晖投资和维众在分众传媒上市时,就将持有的部分股票抛出套现。但是并没有看到上海多媒体产业园创业有限公司(MPVC)在其中拥有股份,似乎可以推断 MPVC 并没有从中分得一杯羹,如果推断正确的话,MPVC 获得的仅是房租和作为分众传媒驻扎地的名气。以此个案而论,这不能不说是此项合作中存在的缺陷。

(3) TYPE3。此类型的合作主要着眼于满足投资对象在不同发展阶段中不同的资金需求。当企业处于初创期对资金的需求量不大时,由孵化器独立进行投资;随着投资对象对资金的需求增大,则由孵化器与风险资本进行内部合作甚至外部合作对之提供资金。

TYPE3 与前面两种类型相比,不仅孵化器有较高的积极性,也能降低风险资本进入的风险。孵化器先对初创企业进行投资,这意味着距离投资对象最近的机构对其发展前景的肯定,本身就给风险资本提供了一种风险降低的信息。由于关系到自身的利益,孵化器在对象企业以后的融资过程中,也将发挥更积极的作用。

当然,TYPE3 在操作上也比前面两种类型复杂,孵化器承担的风险也比前面的类型高。在与投资对象、风险资本合作的过程中,诸如信任与控制、资源侵占、权责分担等问题也将更为尖锐。因此,这种类型的合作对孵化器人力资源的要求很高,同时还要求孵化器应该以营利为主要目的。

(4) TYPE4。此类型严格地说已经不能称之为与风险资本的合作,而是在已经具备资本实力的孵化器中建立风险投资机构。这种类型的优越性相当明显:孵化器可以贯彻自己的战略,在充分共享内部信息的条件下,集中精力对自己的在孵企业进行投资,有利于提高孵化器的孵化服务质量。当然,此种类型并不排斥与其他实力雄厚的风险资本进行合作,但在合作过程中,孵化器需要根据自身的战略来选择合作伙伴。也就是说,处于 TYPE4 的孵化器拥有比前面的三种类型对投

资对象更大的控制权。

这种类型对国有的以社会公益性为目的的孵化器来说,不怎么适合。因为它可能出现一些问题:因薪资较低而无法吸引专业投资人才;决策层次太多,影响决策效率,错失投资机会;不重视绩效评估;可能隐瞒失败案例,不愿揭露财务损失;在主要领导变动时容易停止需要持续性的投资。

因此,这种类型对孵化器的要求也比其他类型高。首先,要求孵化器拥有数额较大的资本金;其次,孵化器拥有一支高素质的管理队伍,能够胜任投资业务和孵化服务的发展;再次,孵化器拥有广泛的网络关系,尤其是在风险资本领域中拥有良好的关系;最后,孵化器需要建立健全的在孵企业档案以及其他能使投资经验得到积累的学习机制。

5. 孵化器的策略:练好内功,创造条件,循序渐进选择“联姻”方式

虽然“联姻”方式的选择涉及到合作双方,但由于当前我国的风险资本在与孵化器合作中占据了比较优越的位置,其选择的策略比较简单,即哪种合作方式在降低投资风险提高资本收益上更有利就选择那种方式。因此,本文仅讨论孵化器的选择策略。

本文所谓的“联姻”,在很大程度上可以理解为时下热门的战略联盟。Eisenhardt & Schoonhoven (1996)^[17]从资源的角度认为,一个企业就是它所拥有的一系列资源的集合体,这些资源半永久地属于这个企业,而战略联盟是企业间资源整合的结果,是一种战略资源需求和社会资源机会驱动的结果。Eisenhardt & Schoonhoven 的话可以理解为,若要两个企业结成稳定的合作关系,彼此需要具备足够吸引对方的独特资源或者需要有外界足够强大的推动力。因此,孵化器在选择与风险资本合作时,首先应该弄清楚自身的优势资源,然后再选择合作方式,最后才是选定合作伙伴。

(1) 孵化器应加强对拥有资源的管理。资源管理包括识别、利用和保护有价值的资源,它是提高商业绩效的关键因素。资源管理的内容包括:优化利用现存的资源;发展新的资源;保护自有资源,如避免无计划的转移和模仿;在必要条件下获得其它外部资源。

与风险投资机构相比,我国孵化器有价值的资源包括硬件设施(能带来稳定的收入)、与政府的良好关系、具有一定规模的初创科技企业群、关于初创科技企业成长规律的经验 and 知识、了解初创科技企业特点的人力资源等。对于知识、经验、关系这些无形资源,孵化器应该特别重视完善与发展,因为这些是较难模仿和转移的核心资源,是将来合作伙伴可能看重的资源。

(2) 依照循序渐进的原则,按 TYPE1 →

TYPE2→TYPE3→TYPE4的路径选择与风险投资的合作方式,制订长期的发展目标,稳步朝集孵化与投资功能于一体的大型经济实体的目标迈进。

正如前文所述,我国孵化器大多为国有非营利的服务机构,孵化器的这种性质决定了其目前难以选择风险程度较高的TYPE3和TYPE4方式。那么,选择TYPE2与风险投资机构合作,逐渐积累经验,也不失为一条积极的策略。另外,国外的经验也表明,孵化器有朝企业化发展的趋势。我国的孵化器就更需要做好准备,积极应对将来的挑战。

(3) 利用与政府的密切关系,推动当地产权市场、技术交易市场等配套设施建设,促成当地政府制定针对风险资本进入初创科技型企业的优惠政策。

风险资本的推出通道是否顺畅,将直接影响风险资本进入孵化器的积极性。虽然孵化器对资本市场的影响力有限,但对当地的产权市场和技术交易市场的建设还是可以做一些力所能及的推动工作。在这方面,身为我国第一家孵化器的武汉东湖创业服务中心已经进行了有益的尝试,并取得了良好的效果。

另外,目前我国的风险投资,还没有像美国一样有针对性的优惠税制。据说在2000年《风险投资法》就已被列入了应届人大的立法计划,但是到现在仍然尚未出台。但对于孵化器,很多地方已经形成共识,已经制定了一些特别法规和扶持政策,所以,孵化器可以利用这些优势,先争取地方政府对风险资本进入孵化器及在孵企业的支持。

参考文献:

[1] Campbell C, R C Kendrick and D S Samuelson. Staking the Latent Entrepreneur: Business Incubators and Economic Development [J]. Economic Development Review, 1985, 3 (2): 43 - 49.

[2] Histich R D. New Business Formation Through the Enterprise Development Center: A Model for New Venture Creation [J]. IEEE Transactions on Engineering Management, 1988, 35 (4): 221 - 231.

[3] 刘四大,傅崇伦,杨红.促进我国高新技术创业服务中心的发展 [J].软科学,1996 (4): 38-40

[4] 洪雷.企业孵化器的融资服务及延伸

[J].经营与管理,2001,(08):28-29.

[5] 金石开,罗宣政.风险投资、孵化器与新经济 [J].特区经济,2002 (03): 30-32.

[6] 项喜章.基于孵化器的风险投资:特点与优势 [J].统计与决策,2002 (08): 38-39.

[7] 李刚,张玉臣,陈德棉.孵化器与风险投资 [J].科学管理研究,2002,20 (03): 18-22.

[8] 刘峰涛,唐勇.孵化器投资研究 [J].西北农林科技大学学报(社会科学版),2005 (02): 47-51.

[9] Allen D N and Rahman S. Small Business Incubators: A Positive Environment for Entrepreneurs [J]. Journal of Small Business Management, 1985, 23 (3): 12-22.

[10] 孙大海,钟卫东,林莉,乐文.科技企业孵化器面面观 [M].厦门:厦门大学出版社,2005,120-154.

[11] 张冬弟,范伟军等.中国科技企业孵化器问题研究报告 [J].科技创业,2005 (2): 44-56.

[12] 吴寿仁,李湛,王荣.孵化企业与非孵化企业的比较研究 [J].科学学与科学技术管理,2003 (9): 106-108.

[13] Massey D, Quintas P, Wield D. High Tech Fantasies: Science Parks in Society, Science and Space [M]. London: Routledge, 1992.

[14] Siegel D, Westhead P, Wright M. Science Parks and the performance of new technology-based firms: a review of recent UK evidence and an agenda for future research [J]. Small Business Economics, 2003, 20: 177 - 184.

[15] Bearse P. A Question of Evaluation: NBI's Impact Assessment of Business Incubators [J]. Economic Development Quarterly, 1998, 12 (1): 322-334.

[16] 梁蓓.风险投资与孵育体系研究 [J].管理现代化,2003,(05):24-26.

[17] Eisenhardt K M, & Schoonhoven C B. Resource-based view of strategic alliance formation: Strategic and social effects of entrepreneurial firms [J]. Organization Science, 1996 (7): 136 - 150.

(编辑校对:余朝锡 史爱平)