

分类号\_\_\_\_\_

密级\_\_\_\_\_

U D C\_\_\_\_\_

编号\_\_\_\_\_

# 厦 门 大 学

## 博 士 后 研 究 工 作 报 告

孵化器与风险投资结合：动机、模式与绩效

Motivation, Model and the Performance of Cooperation between  
Business Incubator and Venture Capital

博士后姓名 钟卫东

合作导师（企业） 孙大海教授

合作导师（学校） 计国君教授

工作站名称 厦门高新技术创业中心博士后工作站

流动站名称 厦门大学工商管理博士后流动站

专 业 名 称 企业管理

工作完成日期 2008.12.10

报告提交日期 2008.12.20

厦门大学

2008年12月

## 厦门大学博士后研究报告著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用博士后研究报告的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交该报告的纸质版和电子版，有权将该报告用于非赢利目的的少量复制并允许该报告进入学校图书馆被查阅，有权将该报告的内容编入有关数据库进行检索，有权将博士后研究报告的标题和摘要汇编出版。保密的博士后研究报告在解密后适用本规定。

本研究报告属于： 1、保密（ ）， 2、不保密（ ）

纸本在 年解密后适用本授权书；

电子版在 年解密后适用本授权书。

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

## 内 容 摘 要

企业孵化器与风险投资是推动经济发展的两种有效工具。现实中,中国的企业孵化器和风险投资却分别存在提供服务表浅化与投资阶段后移的问题。因此,很多文献提出通过加强两者的合作与渗透来解决彼此存在的问题,并促进科技型企业的发展。然而,目前中国企业孵化器与风险投资的结合紧密程度还比较低。为此,本研究从中国企业孵化器与风险投资机构结合的现状入手,从理论分析和实证研究两个方面分析两者结合的动机和模式,重点从企业孵化器的角度探讨其与风险投资结合的动机和模式对其运行绩效的影响,并提出相应的管理对策。

在理论分析方面,首先,论文通过文献研究对企业孵化器与风险投资的理论以及区别与联系进行了归纳;其次,以战略联盟理论、网络理论等作为理论基础,分析了企业孵化器与风险投资结合时可能出现的动机和模式,并对这些动机和模式的特点进行了讨论;第三,对企业孵化器与风险投资结合的影响因素以及关系进行了理论分析,并构建了企业孵化器与风险投资结合的“动机、模式与绩效”的理论框架。在理论分析的基础上,本研究采用案例研究方法对企业孵化器与风险投资结合的动机进行了考察,并通过对72家样本孵化器的问卷调查,对企业孵化器与风险投资结合的动机、模式与绩效的关系进行了实证研究。

研究结果表明:(1)中国企业孵化器与风险投资建立紧密结合关系的并不多,政府与政策因素在两者合作关系中的影响还很大,政府因素等非市场化的合作动机对孵化器与风险投资的合作绩效具有负面影响;(2)孵化器直接投资的内部动机包括追求财务收益、未来战略导向、建立激励机制,外部动机有完善孵化手段、配合战略伙伴、响应政策诱导、主管部门或者股东的要求;孵化器与风险投资合作的动机主要包括降低交易成本、分担与降低风险、获取对方资源、学习对方的专长、提高社会声誉和地位、国家政策性动机和主管部门或股东的要求。影响孵化器与风险投资结合紧密程度的合作动机中起主要作用的是孵化器出于市场化需要的合作动机,包括两个方面:一是降低成本与风险,二是获取合作伙伴的资源和学习合作伙伴的知识和经验;(3)在中国孵化器与风险投资结合的各种方式中,直接投资、股权型合作和非股权型合作中的联合投资、成功向风险投资机构推荐项目是具有实质意义的方式;(4)中国特有的单位属性和管理人员的素质是影响孵化器与风险投资结合紧密程度的重要因素;(5)孵化器直接投资动机中的内部动机对其投资模式的选择有显著的影响,具有较强内部投资动机的孵化器倾向于成立独立的投资机构进行直接投资;(6)孵化器基于降低成本与风险的动机与风险投资合作对两者合作关系的紧密度存在直接的正向影响,并通过合作关系紧密度间接影响孵化器吸引外部资源和孵化器毕业企业数。孵化器基于获取资源与学习的合作动机不仅通过合作关系紧密度间接影响孵化器吸引外部资源和毕业企业数,而且直接对它们产生积极影响。然而,孵化器与风险投资基于市场化的合作动机对其选择合作模式的影响并不显著;(7)孵化器与风险投资结合的模式对孵化器绩效的直接影响并不显著,仅通过一些中介变量对其产生较微弱的间接影响。

根据上述结论,论文还给出了明确政府定位、完善相关的支持政策、孵化器将孵化与投资的职能分开、创新孵化器与风险投资结合模式、建立孵化器和风险投资机构之间互信互赖机制等促进孵化器与风险投资有效结合的建议。

关键词: 企业孵化器; 风险投资; 结合动机; 结合模式

## Abstract

The business incubator and venture capital are two effective tools for promoting the growth of startup businesses. In reality, these two tools in China are criticized for providing superficial services and investing too heavily in the mature stages of enterprises respectively. Therefore, plenty of literatures suggest that the cooperation between incubators and venture capital should be strengthened to solve such problems and enhance the development of hi-tech enterprises. Which is still quite weak in China, based on the background of such cooperation, the dissertation aims to analyze the motivation and models of the cooperation between incubators and venture capital, with emphasis on exploring the influence of cooperation motivation and models on incubator performance and putting forward relevant policy suggestions.

Firstly, the dissertation analyzes a literature review of relevant theories of incubators and venture capital and discusses the differences and connections between these theories. Secondly, based on strategic alliance theory and network theory, the dissertation discusses the possible motivations and models of the cooperation between incubators and venture capitals as well as the characteristics of such motivations and models. Thirdly, following the theoretical analysis of the factors that affect the cooperation between incubators and venture capitals as well as the relationships between these factors, the dissertation constructs a theoretical framework of “motivation, models and performance” for the cooperation between incubators and venture capitals.

Based on the above theoretical analysis, the dissertation adopts case study method to make a survey of the cooperation between incubators and venture capitals. Through a questionnaire survey of 72 sample incubators, the dissertation conducts a positivism research on the relationships between the motivations, models and incubator performance regarding the cooperation between incubators and venture capitals. The research results show as follows:

(1) Rarely have incubators established close cooperation with venture capitals in China. Government and policy factors have great influence on such cooperation, and such non-market factors as cooperation motivations have adverse influence on the effectiveness of cooperation.

(2) The internal motivations behind incubators' equity investment in firms include the pursuit of financial returns, future strategy orientation, the establishment of incentive mechanism, while the external motivations include incubators' intention to perfect incubation means, supporting strategic partners, responding to policy calls, and meeting the requirements of superior government departments or shareholders. The motivations for incubators to seek cooperation with venture capital are mainly comprised of reducing transaction cost, sharing and reducing risks, getting counterparts' resources, learning partners' expertise, increasing social reputation and status, responding to government policies, and meeting the requirements of superior government departments or shareholders. Among the factors that affect the degree to which incubators seek cooperation with venture capitals, the dominant factors are incubators' market-oriented motivation: reducing costs and risks, and acquiring partners' resources and learning from partners' knowledge and experiences.

(3) Among the various cooperation models, direct investment, equity cooperation and joint investment and incubators' successful project recommendation to venture capital firms are the models that have substantial significance for incubators.

(4) The organizational nature exclusively typical of China and the quality of management team are important factors that affect the cooperation degree between incubators and venture capitals.

(5) The internal motivations behind incubators' direct investment have significant influence on incubators' choice of investment models, incubators with stronger internal motivation are more inclined to set up independent investment institutions to engage in direct investment.

(6) Incubators' motivation to reduce costs and risks has direct and positive influence on the cooperation degree, through which this motivation has indirect influence on incubators' attracting external resources and the number of incubators' graduation firms. Incubators' motivation to acquiring resources and learning from partners not only has indirect influence on incubators' attracting external resources and graduation number through cooperation closeness but also directly exerts positive influence on them. However, incubators' market-oriented motivation to seek cooperation with venture capitals does not have significant influence on incubators' choice of cooperation models.

(7) The cooperation models between incubators and venture capitals do not have significant direct influence on incubator performance, only indirectly affecting incubator performance through intermediary mechanism.

Based on the above conclusions, the dissertation finally puts forward a number of suggestions on how to promote the effective cooperation between incubators and venture capital. The main suggestions include defining government's role, perfecting relevant support policies, separating incubators' general incubation function from investment function, innovating cooperation models between incubators and venture capitals, and so on establishing mutual trust mechanism between incubators and venture capital institutions.

**KeyWords:** Business Incubator; Venture Capital; Cooperation Motivation; Cooperation Model

# 目 录

Abstract.....	4
<b>第 1 章 绪论 .....</b>	<b>1</b>
1.1 问题的提出.....	1
1.1.1 科技创业活动在建设创新型国家中的重要地位 .....	1
1.1.2 孵化器与风险投资是促进初创科技企业成长的两大工具 .....	1
1.1.3 中国孵化器与风险投资的成就与问题 .....	2
1.1.4 中国孵化器与风险投资结合的现状 .....	3
1.2 孵化器与风险投资结合的意义.....	4
1.3 现有实践和研究存在的缺陷与问题.....	5
1.4 研究意义.....	7
1.5 研究目标.....	8
1.6 研究内容与研究思路.....	8
<b>第 2 章 孵化器与风险投资结合的理论基础.....</b>	<b>11</b>
2.1 孵化器与风险投资概述.....	11
2.1.1 关于孵化器.....	11
2.1.2 关于风险投资 .....	13
2.2 孵化器与风险投资拥有的资源和能力.....	14
2.3 孵化器与风险投资的区别和联系.....	16
2.3.1 孵化器与风险投资的区别.....	16
2.3.2 孵化器与风险投资的联系.....	18
2.4 组织间合作的理论综述.....	19
2.4.1 战略联盟理论.....	19
2.4.2 网络理论.....	23
2.4.3 价值链理论.....	26
2.4.4 代理理论.....	27
<b>第 3 章 国外孵化器与风险投资结合的实践.....</b>	<b>29</b>
3.1 美国.....	29
3.1.1 美国企业孵化器的发展.....	29
3.1.2 美国孵化器的类型.....	30
3.1.3 美国孵化器与风险投资结合——创业孵化集团与“橡子园”模式.....	31
3.2 英国.....	33
3.2.1 政府资金支持.....	34
3.2.2 孵化器争取各种优质的孵化项目 .....	34
3.2.3 孵化器对在孵企业的投资与积极引入风险资本 .....	35
3.3 法国.....	35
3.3.1 法国孵化器的类型.....	36
3.3.2 法国孵化器的投融资实践.....	36
3.4 日本.....	37
3.4.1 日本孵化器的类型.....	37
3.4.2 日本孵化器的运行.....	38
3.4.3 日本孵化器与风险资本的结合 .....	38
3.5 以色列.....	40

3.5.1 首席科学家办公室提供政府“风险资金” .....	40
3.5.2“技术孵化器”模式吸引了大量风险资本进入 .....	41
3.5.3 以色列的风险投资业也得益于企业孵化器的发展 .....	43
3.6 小结 .....	43
<b>第4章 中国孵化器与风险投资结合的现状 .....</b>	<b>44</b>
4.1 样本描述 .....	44
4.2 孵化器与风险投资结合的主要形式 .....	45
4.2.1 孵化器直接投资 .....	45
4.2.2 孵化器与风险投资的股权结合 .....	46
4.2.3 孵化器与风险投资机构的非股权型合作 .....	47
4.3 孵化器与风险投资结合状况的比较分析 .....	48
4.3.1 按孵化器的成立时间 .....	49
4.3.2 按孵化器的性质 .....	53
4.3.3 按孵化器的规模 .....	57
4.4 统计结果分析 .....	61
<b>第5章 孵化器与风险投资结合的动机 .....</b>	<b>62</b>
5.1 孵化器与风险投资结合动机的案例研究 .....	62
5.1.1 案例研究设计 .....	62
5.1.2 孵化器直接投资的动机 .....	65
5.1.3 孵化器与风险投资合作的动机 .....	66
5.2 案例研究结果讨论 .....	69
5.3 孵化器与风险投资结合动机的测量 .....	69
5.3.1 孵化器直接投资动机的测量结果 .....	70
5.3.2 孵化器与风险投资合作动机的测量结果 .....	74
<b>第6章 孵化器与风险投资的结合模式 .....</b>	<b>79</b>
6.1 孵化器与风险投资的结合点与结合途径 .....	79
6.1.1 孵化器与风险投资的结合点 .....	79
6.1.2 孵化器与风险投资的结合途径 .....	81
6.2 孵化器与风险投资结合模式的理论分析 .....	82
6.2.1 大企业创业投资的运作模式 .....	82
6.2.2 孵化器直接投资的模式 .....	83
6.2.3 孵化器与风险投资的合作模式 .....	84
6.3 实践中的孵化器与风险投资结合模式 .....	90
6.3.1 孵化器直接投资模式 .....	90
6.3.2 孵化器与风险投资股权型合作模式 .....	92
6.3.3 孵化器与风险投资非股权型合作模式 .....	94
<b>第7章 孵化器与风险投资结合：动机、模式与绩效之间的关系 .....</b>	<b>96</b>
7.1 孵化器直接投资的影响因素 .....	96
7.1.1 模型与方法 .....	96
7.1.2 变量设定与基本假设 .....	97
7.1.3 Logistic 回归结果 .....	98
7.2 孵化器直接投资动机与投资模式的关系 .....	100
7.2.1 理论与假设 .....	100
7.2.2 变量设定与研究方法 .....	101

7.2.3 Logistic 回归结果.....	102
7.3 孵化器与风险投资股权型结合的影响因素.....	104
7.3.1 变量设定与基本假设.....	104
7.3.2 Logistic 回归结果.....	106
7.4 合作动机、合作模式与合作绩效.....	108
7.4.1 孵化器与风险投资合作绩效的测量.....	108
7.4.2 合作动机、合作模式与合作关系紧密程度的关系.....	109
7.4.3 合作动机、合作模式与吸引外部资源的关系.....	112
7.4.4 合作动机、合作模式与毕业企业数的关系.....	114
7.5 小结.....	117
<b>第 8 章 结论、对策与展望.....</b>	<b>120</b>
8.1 主要结论.....	120
8.2 孵化器与风险投资结合存在的问题.....	121
8.3 对策研究.....	123
8.3.1 明确政府的角色定位.....	123
8.3.2 政府需要制定一些具体的扶持政策.....	124
8.3.3 完善现有的政策法规体系.....	125
8.3.4 建设灵活的风险退出路径.....	126
8.3.5 孵化器将“孵化”与“投资”职能分开.....	127
8.3.6 创新孵化器与风险投资结合的模式.....	128
8.3.7 建立孵化器与风险投资的互信互赖机制.....	130
8.4 研究局限性与未来研究展望.....	131
<b>致 谢.....</b>	<b>133</b>
<b>博士后期间发表的论文.....</b>	<b>134</b>
<b>参考文献.....</b>	<b>135</b>
<b>附 录.....</b>	<b>141</b>
附录 1 原始数据之间的相关系数.....	141
附录 2 科技企业孵化器投融资情况调查问卷.....	144

# 第 1 章 绪论

## 1.1 问题的提出

### 1.1.1 科技创业活动在建设创新型国家中的重要地位

加强自主创新，建设创新型国家是中国政府在新的历史时期作出的战略决策。企业是基于市场竞争的自主创新主体，是建设创新型国家的微观基础。其中，科技型中小企业在技术创新上拥有灵活的制度优势，创新效率也远高于大企业。因此，如何发挥中小企业的创新活力是建设创新型国家过程中的需要加以重视的关键之一。

与科技型中小企业紧密联系的是科技型创业活动，它在促进技术创新、提高经济活力上有着举足轻重的作用。一国的经济活力，可以由两方面来考察：一是现有企业活跃程度，二是以开发新产品和创造新市场为手段的创业活动的活跃程度（OECD，2002）。科技型创业活动是伴随着科学技术成果开发与运用的创建新企业的过程；是发现和捕捉市场机会进而开发新产品、新服务、开拓新市场，将潜在价值转化为现实价值的过程。科技型企业的创设及其生存与发展，不仅能充分发挥人力资源的潜能，降低失业压力，对促进一个国家的国民经济和社会发展也具有深刻的现实意义。

### 1.1.2 孵化器与风险投资是促进初创科技企业成长的两大工具

科技创业过程始终伴随着失败的风险，真正能够成长为参天大树的初创科技企业为数极少，很大一部分初创科技企业在创设后的三五年内夭折（此即初创企业“死亡之谷”）。究其缘由，既有包括创业者在内的初创企业内部因素，也有初创科技企业面对的环境等外部因素。其中，资金缺乏、财务控制不力、经验不足、管理不善是众多学者提及最多的原因（Lussier，1995）。财务控制、经验不足和管理不善是“软”的因素，可以通过学习和经验积累加以克服，而资金缺乏是“硬”的约束，它既可以认为是初创科技企业的内部因素，也可以认为是由于外部环境不能有效供给而造成的外部因素，在现阶段，它是制约中国初创科技企业生存和发展的瓶颈。

国外的经验表明，风险投资与企业孵化器是推动初创科技企业成长的两种最为重要的工具。风险投资是由职业金融家将资本投到新兴的、迅速发展的、有未来竞争优势和市场潜力的企业中的一种权益资本行为。它主要选择未公开上市的具有高增长潜力的初创科技企业，通过可转换债券、优先股、认股权等方式进行投资，并介入初创科技企业的管理，使初创科技企业获得专业的管理和充足的财务资源，促进初创科技企业快速成长。在企业得到快速成长后，风险资本通过资本市场转让其拥有的股权获得投资回报。企业孵化器是一种为初创科技企业提供

有利于存活、发展的创业服务环境和空间环境的新型经济组织。它以一些建筑和设施为依托,由一支精干的管理服务团队将小企业与有利其生长的各种资源有效整合,服务于企业创设后的初始阶段。事实上,孵化器是一个创造成功的、创新型的新企业的综合系统,旨在成功培育一批充满创新活力的企业。它对那些尚处于“卵”状态的企业,有组织地、适时地提供其长期成长所需要的“营养”条件,以促使其顺利发展。当前,孵化器已日益成为区域经济竞争和城市竞争的利器(孙大海与乐文, 2004)。

### 1.1.3 中国孵化器与风险投资的成就与问题

孵化器引入中国二十余年来获得了长足的发展,结出了累累硕果。截至到2007年底,中国孵化器的数量已超过600家,各类孵化器孵化场地总面积超过2千万平方米,吸引了1.5万余名留学归国人员和近50万科技人才在各类孵化器中创业,累计培育出在境内外成功上市的企业超过50家,并创造了大量的就业机会。当然,中国科技企业孵化器并非一派歌舞升平。总的来说,除数量增长、规模扩张之外,中国科技企业孵化器在孵化模式孵化能力方面都没有取得重点突破(孙大海, 2006),孵化器为初创企业提供的经营管理支持、技术与人才支持、关系资源的支持并未得到在孵企业的认可(钟卫东等, 2006)。归纳起来,中国孵化器存在的不足主要有:对孵化器的政策扶持与引导体系尚未健全和完善;与创新源头的大学与科研院所结合不够紧密,基础设施功能还有待完善,链接与整合社会资源的能力不足,特别是融资能力有待加强;部分管理者对孵化器支持科技创新和创业本质的认识不够充分等。其中,融资能力欠缺,基本不具备投资功能是当前中国孵化器最为严重的缺陷。

与孵化器相比,风险投资在中国的发展道路稍显曲折。尽管中国最早的风险投资公司成立于上世纪80年代,但由于当时整个经济运行还处在计划经济体制之下,与风险资本相配套的各项政策还未建立和健全,风险资本的发展步伐非常缓慢;到90年代后期开始,中国风险投资经历了一次爆发性的成长,以风险投资机构数为例,1996年全国仅有32家,到2000底,风险投资机构数增加到249家;但是,从2000年后进入调整期,增幅减缓,2003年风险投资机构数与风险资本甚至同时出现了负增长。最近几年,尽管中国的风险投资开始走出低迷重拾升势,目前风险投资机构数已经接近400家,管理的资本总额也超过了1000亿元。但与目前已具备6000多亿美元风险投资能力的美国相比,仍然属于杯水车薪。出现这种局面也可以从风险投资内外两个方面找原因。从外部因素看,有以下几个主要原因:政府介入风险投资的发展,民间资本的积极性不高;风险投资融资渠道狭窄,投资风险无法社会化;风险投资的项目源头不足,可供风险投资转化的科研成果少;风险资本规模偏小,抗御风险的能力不强;风险投资发展所需要的市场环境还不完善。从风险投资自身看,目前中国的风险投资机构大多未能建立识别、分散和化解风险的有效机制;风险投资所需要的人才还严重不足。

显然,从中国当前孵化器与风险投资的发展现状看,两者均与建设创新型国家的要求存在较大的差距。需要孵化器业界与风险投资业界认真总结经验,探索克服不足的对策,以适应建设创新型国家的要求。

### 1.1.4 中国孵化器与风险投资结合的现状

针对孵化器与风险投资存在的问题，中国孵化器在较早时期就进行了与风险投资结合的尝试。

孵化器与风险投资结合的最初尝试是孵化器对在孵企业进行的投资。

在上世纪 90 年代上半期，成都、武汉、上海创业服务中心在对初创科技企业孵化的过程中，开始了风险投资的探索。成都创业中心向 13 家科技企业投资 700 万元，历时 5 年，成功率达 92%，总收益率达到 428.8%，其中 3 家企业上柜进行交易。武汉创业中心向 19 家科技企业投资 1125 万元，历时 4 年，成功率达到 63%，总收益率达到 124.8%，其中 2 家企业上柜交易。上海创业服务中心向 14 家科技企业投资 2000 万元，历时 4 年，成功率达 85.7%，总收益率达到 7096%，全部被上市公司收购。其较为典型的案例是迪康制药公司接受投资 20 万元，开发系列新药，总收益额达 1780 万元，收益率为 8900%（长城战略研究所，2001）。受到这些成功案例的启发，后来成立的许多孵化器纷纷效仿。由于其中很多孵化器缺乏具有投融资经验的管理者，对投资风险认识不够，在风险降临时又缺少控制风险的能力，在这些尝试中也出现过许多失败案例，导致本来就不充裕的孵化器资金大幅度流失。

此后，很多由政府投资的孵化器被限制了部分投资权，加上孵化器意识到仅靠自身的力量难以满足在孵企业对资金的需求，于是，将重点放在引进风险资本上。

在引进风险资本过程中，孵化器主要扮演在孵企业与风险资本之间中介者的角色。孵化器以中介形式与风险投资相结合，其本身不需要承担投资风险，但也不能分享投资成功后的回报，孵化器缺少与风险投资合作的内在动力，为风险投资机构提供信息也容易流于形式，所以这种合作方式效果并不理想。

国内外的经验数据表明，绝大多数孵化器内初创科技企业难以得到风险投资的支持。在孵化器发源地的美国，孵化器在孵企业并不容易获得风险资本的青睐。Allen 和 Rahman（1985）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%。即使在美国风险投资最热的 1987 年，美国共有 1,729 家企业获得风险投资，而该年新创企业数为 63.1 万，获得风险投资的比例约为 0.3%（Amar Bhide, 1992）。2000 年在中国的中关村地区新增加的约 2000 家高新技术企业中，仅有几十家能够获得风险投资（陈耀刚、姜彦福，2002）。厦门大学科技企业孵化器研究中心在 2004 年曾经对中国孵化器进行过抽样调查，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）。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）。

近几年来，中国孵化器与风险投资的结合出现了新的模式，并有了非常成功的案例。2005 年 7 月，上海多媒体产业园孵化器的在孵企业分众传媒成功登陆纳斯达克，创造了当年中国又一个资本神话。上海多媒体产业园孵化器是由政府和企业共同投资设立的，而股东之一的维众投资是一家具有丰富投资经验、在风

险投资行业拥有众多资源的风险投资公司。

分众传媒的成功虽然是一个个案,但确实能为孵化器和风险投资业界带来启发:中国孵化器和风险投资之间的合作还有很大的拓展空间,需要对两者的合作模式进行更深入的研究。

## 1.2 孵化器与风险投资结合的意义

理论上说,孵化器与风险投资结合是解决彼此存在问题的有效途径。在新形势下,需要孵化器培育更多具有高技术含量的成功企业。这需要孵化器具备雄厚的实力,尤其是细致深入的服务能力和投融资能力。显然,这些仅靠孵化器自身的资金难以实现。而风险投资通过与孵化器合作可以利用孵化器内初创科技企业密集以及贴近初创科技企业的天然优势,有效减轻信息不对称程度,从而得到投资项目的优质来源,增加投资的成功率。

事实上,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(Campell等,1985;Hisrich,1988)。在中国,刘四大等人(1996)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)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(金石开与罗宣政,2002;项喜章,2002);李刚等人(2002)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;孙大海与乐文(2003)认为,孵化器“蜕变”为一个类似投资银行式的风险投资公司是一种“很大的进步”;刘峰涛和唐勇(2005)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。

归纳起来,两者结合有以下意义。

(1) 管理优势互补。风险投资一般采取风险投资家参与企业管理的形式,帮助企业树立形象,占领产品市场,促进企业不断升值等。长期的经验积累使风险投资家本身成为难得的管理资源。风险投资家一般都有较强的工程技术基础知识,又懂企业管理理论,具有金融技术投资实践和高新企业管理的实践经验,同时风险投资的专业化发展也使风险投资家能够洞悉某一领域的技术发展方向、发现技术带来的商业机会和市场前景。孵化器不仅能为初创企业提供必要的基础设施,更主要的是它能弥补初创企业在资本、技术、管理、市场等方面的不足,从而提高新创企业的成功率。单独靠风险投资或孵化器都不可能为新创企业提供完全的管理支持。孵化器和风险投资各有自己的管理优势和特点,并且各自的管理资源网络也存在交叉重叠的部分。所以,孵化器和风险投资可以实现管理资源的优势互补。

(2) 资金优势互补。资金是创业企业发展的血液,但企业在各个阶段对资金的需求是不一样的。随着企业从无到有、从小到大,对资金的需求也会日益增加。风险资本出于对投资风险的考虑,一般不会对处于种子期的企业注入资金。而孵化器在此时期就已经开始为尚处于“卵”状态的企业提供服务,对在孵企业的资金支持采取无偿划拨、无息、低息或贴息贷款、贷款担保、税费返还等形式。

而种子期所需的资金通常较少，孵化器有能力承受。但是企业进入创业期和成长期后，就需要大量的资金投入，由传统的融资渠道得到新增资金又比较困难，而从孵化器自身资金支持力度和广度来看，远达不到在孵企业的需求。此时，风险资本介入则可以有效弥补孵化器资金的不足，从而缓解初创企业的融资问题。

(3) 信息优势互补。孵化器通过企业进驻评审、服务过程考察和日常管理接触等途径，可以有效掌握在孵企业的真实信息。与尚处于外部的风险投资相比，具有天然的信息优势。但风险投资拥有金融、财务的专业人才，可以对孵化器提供的信息进行更为专业的分析，更为准确地预测投资对象未来的成长潜力。把两者的信息优势结合起来，对于孵化器来说可以引入更多的外部资金，为在孵企业提供更优质的服务，对于风险投资商则可以降低投资风险。

(4) 优质项目来源的互补。国外风险投资机构之间很多存在合作关系，经常共同投资相同的项目。这样不仅能够分担风险，也能够节省搜寻费用而带来示范效应。孵化器对在孵企业的投资也具有这样的示范效应。经过孵化器筛选的优质项目更有可能得到风险投资的认可，同样地，风险投资机构认可的项目也很可能被孵化器认可。于是，两者在筛选出优质的投资项目时可以互通有无，扩大彼此的优质项目来源。风险资本在孵化器以外搜寻到的优质项目可以推荐到孵化器内接受孵化，而风险资本投资于孵化器的优质在孵项目，不仅降低了搜寻成本，而且减少了投资风险。

(5) 弥补当前政府扶持初创科技企业政策的缺陷。尽管各级政府意识到初创科技企业对未来经济发展的重要性，也出台了一些财政政策来鼓励其发展，例如税收优惠、设立面向科技型初创企业的创新基金等。然而，由于政府不可能直接了解企业，这些政策的实施难免存在“隔靴挠痒”之嫌，而且，财政支持的投入数额有限，难以满足众多的初创科技企业资金需求。孵化器与风险投资相结合，意味着以初创科技企业为服务对象的孵化器将真正具备投融资功能，并通过投融资实践积累经验，使孵化器成为政府政策实施中有效的“抓手”。

### 1.3 现有实践和研究存在的缺陷与问题

尽管孵化器与科技风险投资结合有上述意义，然而，这两种工具在实践中对初创科技企业的帮助却不尽人意。孵化器在提高初创科技企业的成活率方面的价值尚缺乏充分的证据（Colombo 与 Delmastro, 2002; Hackett 与 Dilts, 2004），很多孵化器目前还只能提供基本的物业、政策等方面比较表浅的服务，投融资与市场开拓等更深层次的孵化服务还亟需提高（科技部火炬中心，2006b）。国内外风险资本对科技企业的投资集中于中后期，并且近年来风险资本的投资阶段还呈现后移趋势（马红军，2002；张景安，2006）。

对于孵化器服务表浅化与风险资本投资阶段后移的倾向，学术界与业界提出的对策大致可归纳为三个方面：一是加大对投资于早期科技企业的风险资本的政策扶持力度、完善相关的法律规章、疏通风险资本的退出渠道；二是加强对孵化器的引导和管理，以提高孵化器的孵育能力尤其是投融资能力；三是促进孵化器与风险资本的合作。由于法律的制定和出台需要较长的周期，政策层面上的举措目前还处于酝酿阶段，实质的进展尚需时日。于是，如何促进孵化器与风险资本合作的问题便成为当前业界与学术界关注的热点。

此前关于孵化器与风险投资的研究主要被分割在两个不同领域。孵化器方面的研究主要立足于孵化器的“最佳实践”（Best Practice），试图在组建孵化器、

选择在孵企业、为在孵企业提供的服务类型等方面建立原则和“基准”(Benchmarking),探讨孵化器管理尤其是筛选项目上的有效措施,并力图对孵化器的运行绩效进行评价。风险投资方面的研究主要集中于投资对象的价值评估、投资决策与投资管理以及机构的运行机制方面。随着战略联盟理论与社会网络理论的兴起,有很多学者注意到孵化器与风险投资领域中的合作问题。

组织之间往往基于某些共同的利益,根据各自的资源、战略目标与组织特性而形成不同的合作动机。孵化器之间的主要合作动机是共享资源。孵化器通过建立战略协作联盟以及网络化结构,推动成员孵化器之间的合作、交流,使在孵企业得到更好的服务(杨霞等,2003;周志家,2004)。风险投资机构之间的合作主要通过联合投资的方式。已被识别的风险资本之间联合投资的动机主要有三个方面:分摊与控制金融风险、优质资源共享和获取未来交易机会(Lerner,1994;Loekett与Wright,1999;Smith与Smith,2000;Brander等,2002;李金龙等,2006)。有研究表明,在联合投资中以金融风险方面的动机最为重要(Lockett与Wright,2001;Manigart等,2002)。

社会心理学基本原理表明,偏好与动机的强度可以预测行为,行为的方式以及努力程度对行为的结果将产生深刻的影响。随着行为经济学与行为金融学的兴起,一些学者将这些原理拓展到联合投资领域。Manigart等人(2002)对风险资本间的合作(联合投资)动机与合作倾向的关系进行了实证研究,发现了合作动机的强度与合作倾向之间的正相关关系。Seppä(2003)的研究则表明,风险资本间的联合投资频率与合作关系的多样性与风险投资机构绩效存在正相关关系。与单纯对合作动机的研究相比,这些研究成果更深入地揭示了风险投资机构之间采用联合投资进行合作的内在机理。

总体看来,此前对科技型初创企业支撑机构之间合作关系的研究主要关注的是风险投资机构之间内部的合作。虽然也有不少研究者注意到孵化器与风险投资合作可能更能满足科技型初创企业的需要,但其中多数研究仅仅是触及到孵化器与风险投资机构及其投资者之间的合作问题(如Mian,1996;Bears,1998;Etzkowitz等,2000;洪雷,2001;金石开与罗宣政,2002;项喜章,2002;宋华静,2003),而未能对孵化器与风险投资机构的合作关系进行更具体的研究。由于拥有的资源和能力具有较强的同质性,同类机构的内部合作易使合作者出现“搭便车”、竞争优势受损等问题,而且,从科技型初创企业的角度看,它不仅需要货币性的资源,也需要非货币资源,因此,对资源禀赋差异性较高的孵化器与风险资本的合作关系进行深入研究应该更具有现实的意义。

近几年来,不少研究者注意到孵化器与风险投资合作可能产生的互补效应,并试图更深入分析与探索两者合作的内在机制(刘涛峰与唐勇,2005;胡璇,2006)与外在模式(王黎明,2006;瞿群臻,2006);也有研究者尝试通过问卷与访谈的方式对孵化器与风险投资合作的状况进行调查(Callegati等,2005),这些新出现的研究成果对理解这种合作关系具有积极意义。然而,国内的相关研究总体上看仍然停留在论述两者结合的必要性上,缺乏对两者合作问题的实证研究。国外极少数对孵化器与风险投资合作的调查研究也停留在问题的发现层面上,尚未对两者合作关系形成的动机与模式进行更深入的研究。孵化器与风险投资机构的合作关系形成后,这种合作关系对双方以及它们的服务对象产生何种影响方面的研究则更加薄弱。这导致在理论上难以揭示孵化器与风险投资之间从合作动机到合作结果的内在联系,难以提高理论对现实的解释力。有证据显示,并非所有的风险投资机构都愿意投资于早期的科技型企业(Dimov与Martin,2005),并非

所有的孵化器都愿意用自有资金对科技型初创企业进行投资（科技部火炬中心，2006a），甚至也并非所有的风险投资机构愿意进行联合投资（Bruining 等，2005）。按此逻辑，也并非所有的风险资本都愿意与以早期科技企业为对象的孵化器进行合作。这样便引出以下需要解决的问题：（1）孵化器与风险资本之间结合的动机是什么？（2）具有结合动机的孵化器与风险投资机构如何合作或者说存在哪些现实和潜在的模式？（3）结合效果如何？（4）结合动机、结合模式与结合效果之间存在怎样的关系？

随着中国建设创新型国家步伐的推进，作为科技型初创企业推动工具的孵化器与风险投资在促进创新创业活动中将扮演越来越重要的角色。中国的“十一五”规划将加强自主创新能力建设提高到国家战略的高度，并明确提出要“建设科技支撑体系，全面提升科技自主创新能力”，并要“加快建立以企业为主体、市场为导向、产学研相结合的技术创新体系，形成自主创新的基本体制架构”。孵化器与风险投资是科技支撑体系与技术创新体系中的重要组成部分，有效发挥它们在科技成果转化过程中的作用对增强中国的自主创新能力具有重要意义。这两种工具能否有效结合、可以通过哪些途径结合以及将为处于初创阶段的科技企业带来怎样的影响等问题的分析和解决，将关系到科技支撑体系与技术创新体系的发展和完善，因此有必要在理论上对两者结合的动机、模式以及绩效进行探讨。

## 1.4 研究意义

企业孵化器与风险投资结合是解决孵化器服务的表浅化与风险投资阶段后移问题的主要思路，对缓解科技型初创企业的融资瓶颈，促进科技成果转化，促进科技创业活动进而促进创新型国家建设具有不可忽视的作用。本研究的科学意义和应用前景突出表现在：

（1）丰富科技创业研究的内容与视角。在科技创业研究领域，创业环境是其中重要的研究内容。企业孵化器与风险投资是创业环境的重要组成部分，研究两者的合作对科技创业活动的影响将为科技创业研究带来新的视角。此外，企业孵化器与风险投资机构合作过程中，由于在科技创业者与风险投资机构之间增加了企业孵化器一方，使得原有的委托-代理关系变得更为复杂，本项目的顺利完成将丰富科技创业研究的内容。

（2）有助于非营利机构的管理与研究。在中国，企业孵化器多定位为科技类非营利机构，其与以营利为目的的风险投资机构合作的动机尚未被识别，双方合作模式的有效性还缺少实践证据。本项目将致力于双方合作动机的发掘与合作模式的归纳，并探寻合作动机、合作模式与合作绩效之间的关系。项目的顺利完成不仅能为企业孵化器与风险投资机构的管理和研究提供理论依据，研究结论也能够推广到其它非营利机构，为其它非营利机构的管理和研究提供参考。

（3）有利于科技型初创企业获取外部资源。科技型初创企业自有资金有限、抵押品不足，从银行与证券市场等传统融资途径中获取资金的可能性很小，加上创业者多为技术人员出身，缺乏必要的经营管理经验，其生存与发展明显受到资金短缺与管理资源不足的制约。本项目研究的顺利完成将为科技风险资本、科技企业的经营管理知识和技术进入科技型初创企业设计合理可行的渠道，为有效缓解科技型初创企业的资源瓶颈提供新的应对策略。

（4）有助于从宏观上对中国孵化器和风险投资机构进行分类管理。为了贯彻落实全国科技大会精神，中国科技部门提出要引导风险投资机构和各种科技中

中介机构为科技型初创企业提供各种支持，需要对企业孵化器和风险投资机构进行分类引导和管理。本项目将基于中国背景展开，通过实地调研的方式，对企业孵化器与风险投资合作过程中的各种特征进行分析，研究结论将为管理机构制定分类管理政策提供有用的依据。

(5) 为企业孵化器与风险投资机构在中国的进一步发展提供理论支持。经历了 20 来年的发展，中国的企业孵化器已达 600 家，本土的风险投资机构也将近有 400 家。现在中国企业孵化器与风险投资面临的共同问题是如何由量的扩张转变到质的提高上来。本项目的研究结果将为风险投资拓展优质项目来源以及降低交易成本、为企业孵化器服务的拓展和深化、为企业孵化器和风险投资机构双方选择合适的合作伙伴提供理论支持，进而为企业孵化器与风险投资机构绩效的提升提供策略参考。

## 1.5 研究目标

综合上述分析可知，虽然孵化器与风险投资结合一直被很多业内人士和专家学者所看好，认为两者结合可以更为有效地推动初创科技企业成长，但是，在实践中的成功案例并不多见，理论研究也主要停留在阐述和证明这种结合的意义和可行性上，对两者具体的结合模式进行探讨和研究的理论成果非常少见。什么原因导致了孵化器与风险投资结合这种公认的“大好姻缘”在实践中却不尽人意呢？是什么因素促成了目前为数尚少的孵化器与风险投资结合案例的成功呢？在中国当前形势下，孵化器与风险投资如何结合才能产生实质上的正面效果呢？围绕对这些问题的思考，形成了本研究的中心内容。

为此，本研究的目标是：根据当前中国孵化器与风险投资的实际情况，结合建设创新型国家的要求，总结现存的孵化器与风险投资相结合的经验，探寻中国孵化器与风险投资可行有效的结合模式，为孵化器与风险投资在中国的进一步发展提出具有建设性的建议，为各级政府引导科技创新活动、激发创业热潮提供决策参考。

具体而言，本研究预期在以下五个方面取得能够被学术界和实践界认可的研究成果：

- (1) 阐明中国孵化器与风险投资结合的现状与特征；
- (2) 识别出孵化器与风险投资结合的动机；
- (3) 提出与孵化器和风险投资的机构特征相匹配的结合模式；
- (4) 构建孵化器与风险投资结合的动机、模式与绩效的关系模型；
- (5) 有针对性地提出管理对策。

## 1.6 研究内容与研究思路

在上述研究目标的指导下，本研究主要立足于解决以下关键问题：通过研究发达国家孵化器与风险投资结合的机制、模式和成效，总结值得中国借鉴的经验；通过有针对性的调查，摸清中国目前孵化器与风险投资结合的现状；通过对现有的理论研究成果的归纳以及对中国孵化器与风险投资结合的成功案例研究，总结影响孵化器与风险投资成功结合的关键影响因素；基于调查研究的结论，提出当前中国孵化器与风险投资结合的可行有效的模式。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库