

论股权与创业投资发展的十大趋势

刘健钧

(湖南大学金融与统计学院, 湖南长沙 410082)

摘要: 本文运用制度经济学原理与方法, 在总结归纳全球股权与创业投资发展规律的基础上, 结合中国国情, 从创业投资资本的投资方向、天使资本运作方式、并购投资基金发展前景、基金专业化发展路径、管理主体集团化发展方向、政策性创业投资引导基金和商业性股权投资母基金的职能定位、投资退出方式、基金管理机构核心竞争力提升、公司附属创业投资与独立创业投资管理机构优势互补, 以及外资创业投资基金与中资基金地位与作用等十大方面, 论述了中国股权与创业投资发展的十大趋势。其基本结论对于澄清我国股权与创业投资研究领域长期存在的种种认识误区, 减轻目前行业存在的迷惘心理, 指导股权与创业投资行业健康发展, 具有一定参考意义。

关键词: 股权投资; 创业投资; 公司附属创业投资; 天使资本

Abstract: This paper applies the theories and methods of institutional economics, based on the summary of the development laws of global equity and venture capital investment, combines China's national conditions, discusses ten trends in the development of China's equity and venture capital investment from ten aspects, namely the investment direction of venture capital, the operation methods of angel capital, the development prospects of buyout fund, the development path of fund specialization, the development direction of management entity collectivization, the positioning of policy-oriented venture capital investment guiding funds and commercial equity investment funds of funds, the investment exit methods, the core competitiveness enhancement of fund management institutions, the complementary advantages of corporate venture capital and independent venture capital investment management institutions, and the status and role of foreign and Chinese venture capital investment funds. This paper's basic conclusions have certain reference significance for clarifying various misunderstandings that have long existed in the research of equity and venture capital investment in China, alleviating the confusion in the industry, and guiding the healthy development of the equity and venture capital investment industry.

Key words: equity investment, venture capital investment, corporate venture capital, angel capital

作者简介: 刘健钧, 经济学博士, 湖南大学金融与统计学院教授、博士生导师, 首都经贸大学股权与创业投资研究中心主任, 清华大学全球私募股权研究院首席专家, 中国证监会资本市场学院特聘教授, 研究方向: 资本市场与投资基金。

中图分类号: F832.48 **文献标识码:** A

我国从1983年即开始探索发展创业投资。经过近四十年努力, 股权与创业投资行业已有长足发展, 但总体上呈现行业规模大而不强、主体数量多而不精的“散、小、弱、乱”局面。在我国进入“加快构建新发展格局、着力推动高质量发展”的新时期, 我国股权与创业投资行业需要主动适应十大趋势, 加快实现发展转型。

一、创业投资仍会一定比例投资模式创新, 但投资科技创新将成为主流

按照创业管理(venture management)理论, “创业活

动”(venturing activity)并非日常用语中泛泛而论的“开创事业”, 而是特指“基于创新要素, 创建新企业的过程”。按照笔者概括的“企业制度三层次模型”, 某种企业经营活动只有涉及企业组织制度层面的创新, 才堪称“创建新企业”这种特定意义上的创业活动。其中, “创新要素”既包括技术创新, 也包括产品工艺创新、营销模式创新、组织管理创新等模式创新。从境外实践看, 即使是在科技领先的美国, 创业投资也投资了一大批如联邦快递、麦当劳这样的模式创新和组织管理创新的创业企业。

为相对准确地推论创业投资发展趋势, 在探究创业投

资为什么仍会一定比例投资模式创新之前，有必要解释创业投资的本质是什么，因为它决定了投资者作出投资决策的直接且本原的目的。对此，本文的观点是，创业投资是一种高度市场化的“支持创业的财务投资”。与作为学术概念的“战略投资”具有本质的区别。

由于一些学者特别是业界人士往往将贯彻国家战略、推进创投公司自身战略等语境下的“战略性投资”和作为学术概念的“战略投资”相混淆，所以有必要从与“财务投资”的比较中，准确理解“战略投资”。因为，典型的“战略投资”与典型的“战略投资”相比较，由于投资目的不同，故风险特点、运作成本和项目选择标准也完全不同：(1)在投资目的上，典型战略投资是为着与母公司形成战略协同效应，而投资于其他企业；典型创业投资则是为着获取财务回报，而投资于其他企业。(2)在风险特点上，典型战略投资为了确保被投资企业服务服从于母公司的长远发展战略，通常需要对被投资企业进行长期股权控制，加之还可通过产业链影响被投资企业，故道德风险较小；典型创业投资作为财务投资，为了适时退出获取财务回报，则不宜进行长期股权控制，多为阶段性参股投资，加之还无法对被投资企业施加产业链影响，故道德风险较大。(3)在运作成本上，典型战略投资通常由企业集团在自己熟悉的产业链上选择投资标的直接进行投资，故运作成本相对低；典型创业投资作为财务投资，为了获取与高风险相匹配的高财务收益，并进行精细的风险管控，则需要委托专业机构运作，故运作成本较高。(4)在项目选择上，典型战略投资主要考虑与母公司形成战略协同效应；典型创业投资作为财务投资，则须选择具有高资本增值空间因而可望覆盖“高风险、高成本”的项目进行投资。

创业投资通过支持创业创新，会间接起到支持国家发展战略的作用，但这种战略性作用是从国家角度讲的，而非从投资者角度讲的；是派生的，而非本原的。由于学术意义上的“战略投资”和“财务投资”均是从投资者的直接且本原的目的而言的，故不宜与间接且是派生的对国家发展具有战略意义的所谓“战略投资”相混淆。因为，在市场经济制度下，影响资本资源配置的决定性动因是投资者的直接且本原的目的，只有着眼投资者的直接且本原的目的，才能深刻理解典型创业投资作为财务投资的内在动力机制，也只有深刻理解此内在动力机制，才能制

定出具有操作性的激励政策、引导创业投资更好支持国家战略。相反，若只是一厢情愿地从国家战略目的来制定相关政策，则要么造成对市场机制的过度干扰，要么不被市场所接受。例如，一些基于营销模式创新、组织管理创新的创业企业也可望具有高成长性，并适合创业投资支持。

“风险投资”范式望文生义地将“venture capital”翻译成“风险投资”，并从“风险投资”字面理解，将所谓“风险投资”概括为“高风险、高科技”，进而提出“高科技投资才是风险投资”的论断和相关建议。若照这种论断和建议制定政策，就不仅会割裂创业投资与所谓的“风险投资”，而且必然对创投资本的投资领域造成限制。而事实上，有些阳春白雪式技术并不必然带来商业价值，有些“卡脖子”技术因为市场容量有限无法支撑企业发展到足够规模，因而均更适合由政府给予财政资助，或由战略控股集团提供战略投资支持。若出台相关政策，非要创投资本来投资，则政策未必有效。

至于“公司附属创业投资”(corporate venture capital, CVC)，其实是从“公司附属创业”(corporation venturing)中派生而来。“公司附属创业投资”在早期主要是为了服务于母公司的附属创业活动，为母公司培育新的业务增长点而投资于他人企业，因此是符合学术意义上的“战略投资”范畴的。但后来，这类战略投资未必一定与母体形成战略协同效应，却可能“无心插柳”地获取财务回报，甚至不排除一些实业类公司从设立CVC伊始就兼有获取财务回报的动机。然而，其与典型财务性创业投资相比，在投资目的、风险偏好、运作方式以及是否涉及投资者保护等方面均有本质差异。

从立法角度看，世界各国均将各种出于与母公司形成战略协同考虑的战略投资，与作为典型财务投资的投资基金区别开来。例如，《欧盟另类投资基金管理人指令》(2011)在第2条“适用范围”的第3款，即明确将旨在进行战略投资各类“控股实体”排除在“另类投资基金”之外。该指令还在第4条“概念界定”的第1款第15项，将“控股实体”广泛界定为“在一家及以上其他法律实体持有益份额的法律实体，其商业目的是通过子实体、联营实体或参股实体，推行一种或数种企业发展战略，为前述各母体创造长期战略价值，并且该实体：(1)要么是在合并财务报表的框架下进行经营；(2)要么并非通过从子实体或

关联实体中撤资退出来为投资者创造财务回报”。¹

正是由于创业投资是一种高度市场化的“支持创业的财务投资”，所以只要是具有高资本增值空间的创新项目，都适合创投资本投资。即使是在科技创新更加深入推进的未来，创投资本也不会局限于仅仅支持科技创新，仍会一定比例投资模式创新。

值得强调的是，虽然创业投资仍会一定比例投资模式创新，但基于以下两个层面的因素，未来我国的创业投资将加持科技创新，特别是硬科技创新型企业：
(1)基于技术创新的创业活动将日益成为主流。近些年我国经济已经出现相对过剩的问题，企业只有依靠技术创新，不断提高产品和服务的附加值，才能提升供给质量，获得竞争优势。(2)技术创新将从过去以模仿和追赶型为主，转变为以自主原始创新为主。在全球经济竞争日趋白热化的当今世界，贸易战本质是科技战，如果仍然沿袭过去那种以模仿和追赶型为主的技术创新路线，将无法跳出被“卡脖子”的命运。

从2021年的变化看，我国创业投资基金加持高新技术企业的趋势已初露端倪。根据中国证券投资基金业协会官网发布的历年《私募基金统计分析简报》²，在2020年前，我国股权与创业投资基金投资高新技术企业的案例数量占比为40%左右，金额占比为20%左右。但在2021年的新增投资中，高新技术企业投资案例数量占比已提高到46.4%，金额占比也提高到36.6%。

二、天使投资借助服务平台运作将成为趋势，但仍宜保持“个人自主决策、体验天使情怀”本色

创业投资按组织化程度不同，可分为组织化创业投资和非组织化创业投资两大类。组织化创业投资系指将多个投资者资金集合起来，形成一个新的组织化的投资主体，以新的组织化投资主体的名义进行投资，因其通常符合投资基金的“集合投资”特点，故也常被称为创业投资基金。非组织化创业投资则是指个人和非专业机构分散从事的创业投资。

天使投资作为非组织化创业投资的子概念，特指一定程度基于体验天使情怀考虑而开展的创业投资。显然，要达到体验天使情怀的目的，就只能个人以自有资金开展创业投资。如是集合多个投资者资金形成创投

基金，则投资者必然要放弃控制权，委托基金管理团队管理基金资产。在这种情况下，投资者便不再有体验天使情怀的可能，而只能获得财务回报，故必然要求基金管理团队百分之百为投资者的最高财务回报极尽善管之义务，而不会允许基金管理团队体验丝毫的天使情怀。否则，便容易引发基金管理团队假借“体验天使情怀”名义从事利益输送活动还无法被问责的道德风险。所以，天使投资必然是个人以自有资金开展的创业投资。基于上述分析，天使投资(准确表述是天使式个人创业投资)的运作方式可概括为“个人自主运作、体验天使情怀”，而基金化创业投资(即创投基金)则是“委托他人运作、追求财务回报”，这也是二者的本质区别所在。

当然，随着信息时代的推进，天使投资的组织形态也在发生改变。过去，天使投资人之间信息不通，故只能如“独行侠”那样，在帮助企业创业的过程中“偷着乐”。信息时代的到来提高了信息交流的便利化水平，催生出越来越多的天使投资人联盟、天使投资人俱乐部之类的服务平台。依托这类服务平台，天使投资人将能更好开展天使投资：
(1)更好交流投资信息和经验；
(2)更好开展联合投资；
(3)更好体验天使情怀，起到“众乐乐”胜于“独乐乐”的效果。但需强调的是，上述服务平台只宜坚守作为服务平台的定位，尊重天使投资“个人自主决策、体验天使情怀”的个性化运作方式，以及“随性而为”的投资风格。如果过分追求商业利益而将天使投资人的资金集合在一起形成投资基金，则改变了天使投资的本质特征，实际上是将天使资本变成了组织化创业投资基金。

从国外经验看，为了避免天使投资人服务平台因为营利冲动而蜕变为从事基金管理业务的商业机构，政府一方面对各类天使投资人服务平台提供房屋租金补贴和报销活动经费等财政补贴，但另一方面要求接受这些财政补贴的服务平台必须坚持公益性运作，纯粹为天使投资人提供场地和信息交流服务。从国内发展趋势看，我国也应通过财政补贴等手段，加快培育各类天使投资人服务平台，以帮助天使投资人提高运作效率。与此同时，还要注意避免这类平台因为营利驱动而将天使投资人的个人资金转化为所谓“天使投资基金”。因为，只有尊重天使投资人“个人自主决策、体验天使情怀”，方可永葆其作为“天使投资人”的本色和“随性而为”的投资风格。

三、并购基金起步艰难，但终将发展成股权基金主流

在我国，由于以下原因，并购基金的发展始终不够充分：(1)宏观经济处于短缺经济时代，企业在刚性消费需求支撑下，存续压力相对较小，需要借助第三方并购实现企业重组重建的情形也相对较少。(2)我国第一代民营企业有相当部分是基于特殊机会而快速发展起来的，在股权结构上往往是创始人一股独大。这些创始人对自己的企业非常留恋，很难接受自己的企业被他人并购。(3)我国过去长期实行股票发行审批制，企业发行股票非常困难，进而激励各地方政府拼命保壳，助涨了投机机构屯壳的积极性，最终导致退市机制难以建立起来。在这种市场环境下，并购上市公司的机会也少之又少。而在国外，由于对上市公司进行摘牌下市的私有化改造具有“规模效应好、方便并购定价”的优势，故其一直是境外并购基金的最主要业务。

但是，基于以下四方面考量，并购基金终将逐渐发展起来，并成为股权基金的主流：

一是愿意接受并购的存量性股权资产正在形成，将为并购基金发展创造基础性条件。其实际依据是：(1)我国已告别短缺经济，进入产能相对过剩的新经济时代，产业结构、企业组织结构的深度调整将孕育大量企业重建重组投资机会，并购基金有望成为推进经济结构调整的主要手段。(2)我国新一代企业家的经营理念趋于开放，对自己企业被并购的接受度显著提高。当他们遇到需要对业务结构、组织结构、资产结构进行调整时，也愿意通过并购来盘活已有的存量资产。此外，他们在创业伊始就积极引入股权与创投基金等各类财务投资主体，这类财务投资主体乐意通过并购方式实现投资退出。(3)特别是随着注册制改革的全面落地，股票发行的审核程序将逐步变得简明且可预期，各地方政府会将更多精力放在增量上市而非拼命保壳上，投机机构的屯壳行为将逐步失去意义，进而促进常态化退市机制得以建立。在进退均顺畅以后，对上市公司进行摘牌下市的私有化改造的并购机会将逐步增多。

二是独立的职业经理人队伍正在逐渐壮大，将为并购基金选聘企业高管提供人力资源基础。并购基金不同于战略性并购投资主体：战略性并购投资主体往往本身就是实业企业，其主营业务属于“产品经营”范畴，储备有足够多的实业企业职业经理，为有效控制被并购企业，可以随

时派高管到被并购企业；并购基金的主营业务是财务性投资，属于“资本经营”范畴，故在从事企业并购活动中需借助企业原有团队或从实业企业职业经理市场选聘高管去管理企业。如前所述，我国第一代民营企业有相当部分是基于特殊机会而快速发展起来，创始人往往是董事长、总经理“一肩挑”，不利于职业经理人的培养。但是，第二代民营企业已经在相当程度实现了所有权和经营权的分离，因而有利于培育独立的职业经理人队伍。特别是第二代企业家已经接受市场经济洗礼，不仅具有较好的企业管理才能，而且具备职业经理人的意识和担当。

三是精于资本运作的并购投资家队伍也正在成长起来，将为并购基金发展提供专业人才支撑。并购基金对专业人才的要求并不亚于创投基金，只是特点不同。总体看，并购投资家需要具备类似优秀外科大夫那样的素质：敏于诊断、精于外科手术、善于系统性理疗服务。值得欣慰的是，受三个因素激励，我国的并购投资家队伍也正在成长起来：(1)一些海外并购基金已经在我国开始了积极探索；(2)国内证券公司中一些从事并购服务的专业人士已经“春江水暖鸭先知”，独立出来成立并购基金管理公司；(3)一些创投机构也开始拓展并购投资业务。

四是创投基金差异化减持规定为并购基金提供了借鉴，今后监管部门可望为并购基金通过资本市场退出而比照制定差异化减持政策。并购基金和创投基金所从事的均为财务性投资，最终目的均是通过“适时退出”实现财务回报，而非如战略投资那样长期持有被投资企业股权。为此，2018年3月，证监会发布了《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》，允许创投基金所投资企业上市后，可以按照相对较快的节奏减持。为适应并购基金同样作为财务投资主体需要适时退出的特点，下一步同样应该为并购基金制定类似的差异化减持规定。

四、单只基金运作专业化，所管理基金种类多元化

由于经典的狭义创投基金与狭义股权基金(即并购基金)在运作方式上具有较大差异性，所以“通过专业化发展，深耕细分领域”成为全球股权与创投基金发展的普遍趋势。尽管美欧的创投基金都曾经经历过上世纪80至90年代从狭义发展到广义层面的过程，但到本世纪初都分化出专业的并购基金。在美国，2007年并购基金管理机构为了突

出并购基金不同于创投基金的运作方式，还纷纷从美国创投协会分立出来，另行成立了美国股权投资协会。

然而在我国，过去三十多年里由于未能认识到狭义创投基金和狭义股权基金的差异性在于“运作方式上的不同”，即狭义创投基金是“通过增量资本投入，支持企业创建”，狭义股权基金是“通过存量股权收购，支持企业重建或再创业”，而是误解为“投资对象所处阶段的不同”，导致两者无法准确区分。加上其他多方面原因，我国股权基金和创投基金长期呈现混同发展格局。

未来，随着行业的专业化程度不断加深，我国狭义创投基金和狭义股权基金(即并购基金)之间的界限将不断明晰。此外，在基础设施、不动产等领域，一些具有一定成长性的项目也可望支撑发展出专业化的基础设施股权基金、不动产开发股权基金等细分品种，进而有望形成“单只基金运作专业化，所管理基金种类多元化”的格局。

五、管理架构集团化， 支撑行业发展规模化、品牌化、规范化

证券基金产品具有标准化的特点，一家基金管理机构往往可以受托管理数十只乃至数百只证券基金。与之不同的是，股权与创投基金很难标准化，不仅创投基金、股权基金、基础设施基金、不动产基金之间的运作方式各不相同，而且不同行业不同领域的同类基金也有很大差异性。因此，为了适应不同基金的不同特点，设立多个专业性基金管理子公司来管理不同的专业性子基金，便成为股权与创投基金专业化发展的必然要求。此外，股权与创投基金特别是创投基金还具有地域性特点。只有扎根某个地域才能挖掘出优秀项目，并在投资过后为之提供精细化投后管理服务。因此，为了适应地域性投资特点，设立若干地域性基金管理子公司也是股权与创投基金管理机构开疆辟土的需要。

为适应股权与创投基金的专业性、地域性特点，管理机构走“集团化发展之路”便成为必然选择。事实上，美欧一些知名股权与创投管理机构，如黑石、凯雷、3I均采用集团化发展模式，一方面推进基金管理子公司专业化运作、子基金专业化发展，另一方面各基金管理子公司及其子基金又均可共享母公司的品牌支持和中后台资源支持，以此来强化规模效应和协同效应。此

外，由于母公司能够有效控制各子公司，故还可发挥母公司的自我约束作用，减轻监管机关的监管压力。在美国，实行集团化管理的私募基金管理机构只需要母公司作为“主管理人”到监管机关注册并接受监管即可，子公司作为“从属管理人”则交由母公司进行自我约束，并可共享母公司的统一风控资源。

前些年，我国也出现了一些集团化的股权与创投基金管理机构，但由于子公司扩张过快而专业化管理能力建设没有跟上，暴露出一些问题。例如，一些房地产等非专营机构同时设立了数个甚至数十个股权基金管理机构，还有一些独立专业机构同时设立了上百家基金管理子公司。对于如此庞大规模的子公司，母公司难以实行有力的专业支撑和股权控制，导致管理失控和风险失控。

对此，建议监管部门加以区分，对于上述“泛集团化的管理机构”需要加强规范和监管；对于那些专业化管理能力较强，能够对子公司实行有效股权控制、有效人事控制、有效风险控制的集团化管理机构，则宜借鉴美国经验，通过差异化的注册和监管手段予以鼓励和支持。可以预期，在差异化制度安排的引导下，我国的股权与创投基金管理有望形成“管理架构集团化，支撑行业发展规模化、品牌化、规范化”的新格局，并有力扭转当前行业发展所呈现的“散、小、弱、乱”局面：一是通过“集团化”有力扭转当前行业发展“散”的局面；二是通过“规模化”有力扭转当前行业发展“小”的局面；三是通过“品牌化”有力扭转当前行业发展“弱”的局面；四是通过“规范化”有力扭转当前行业发展“乱”的局面。

六、长期资金来源渠道将逐步打通， 政策性和商业性母基金各归其位

由于股权与创投基金均从事长期投资，因此，境外特别注重为之拓宽长期资本来源。如美国在1978—1980年间，两度修改《雇员退休收入保障法》，为养老基金投资股权与创投基金清除法律障碍：(1)养老基金在“不威胁整个组合安全”前提下，可将不超过一定比例的资金投资于股权与创投基金；(2)股权与创投基金管理机构即使受托管理养老基金，也不必当作受监管的基金管理人。到上世纪90年代，养老基金成为美国股权与创投基金最重要的资本来源。此后，养老基金、捐赠基金、商业保险资金一直是

美国股权与创投基金排名前三的重要资金来源。

目前，我国养老金进入股权与创投领域仍面临政策障碍。2022年4月，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，明确个人可以通过养老金账户投资资产管理产品；同年11月，人社部等五部门正式印发《个人养老金实施办法》。然而，目前个人养老金账户资金只可用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品。至于商业保险资金，其投资股权与创投基金虽然已没有明显的法律障碍，但仍存在政策标准不适应、国有保险机构激励机制不完备等问题。

从长远看，上述问题属于发展中的问题，会随着发展阶段的演进而解决。然而，为缓解当下的募资困境，可行的办法是鼓励发展商业性母基金，借助其在规模经济、分散风险、专家管理等方面的优势拓宽股权与创投基金的来源渠道。在商业性母基金发展早期，政府以适当方式介入是必要的。但是，由于创投引导基金等政策性基金与商业性母基金的运作机制迥然不同，为避免两类不同基金的市场职能错位，两者各归其位也是发展的必然要求。

七、IPO红利逐渐消失，主动退出战略日显重要

在审批制下，股票发行环节出现了“高发行价格、高超募资金、高市盈率”这一“三高”现象，创投机构通过上市退出可以获得制度红利。然而，随着注册制改革深入推进，上市红利将逐渐消失。未来尽管企业上市仍将是重要退出渠道之一，但这种被动退出方式也有三大缺陷：(1)在众多投资项目中，能够实现上市退出的毕竟是少数。(2)即便最终上市，退出周期也比较长。对中早期项目而言，从企业培育到上市再到度过解禁期，最后在解禁期过后还需控制减持节奏，完成全部退出通常需要七至十年时间。(3)由于上市红利逐渐消失，即便最终实现上市，也未必能够保证一定盈利。

相比较而言，主动寻求实业公司等战略投资者、并购基金和二手基金等财务投资者来受让创投所持股权，则可在企业创业过程中的任何合适时点，达成交易并一次性获得现金收益。从近年境外实践看，通过上述主动方式实现退出的占比已经高达90%。随着我国各类战略投资者、并购基金和二手基金等财务投资者队伍不断壮大，通过主动方式实现退出将变得越来越重要。

八、逆周期投资更显本色，强化投后赋能成为核心竞争力

随着行业专业化发展，未来股权与创投行业将日益聚焦于中早期创投基金、并购基金和少量基础设施基金、不动产开发基金等细分领域，行业内部各机构之间的竞争将更趋激烈。特别是由于以下两方面原因，投资收益的不确定性也将显著提高：(1)市场需求正在从过去短缺经济支撑下的相对确定性，转变为“基本需求相对满足，必须创造新消费需求”的高不确定性；(2)外部环境从过去经济全球化顺利推进时期的合作为主，转变为频繁爆发贸易战、科技战的常态化竞争为主。所以，新时代更需彰显优秀创投家敢于逆周期投资的英雄本色，而为了能够把握逆周期投资机会，就必须培育“猎人”般灵敏嗅觉。

此外，随着行业发展规模的不断壮大，项目资源日益呈现“众多资金追逐少量优质项目”的局面。为了提升对项目资源的吸引力，股权与创投管理机构还需练就提供全方位增值服务的本领：一是善于提供全方位经营管理帮助，包括提供有效的决策咨询、物色合作伙伴与高管人员；二是专于整合战略资源，包括协助融资安排；三是擅长于帮助企业提高知名度并改善其社会形象；四是精细于随时为企业提供道义支持；五是勤于为企业提供目标管理服务。

九、公司附属创投异军突起，独立管理机构优势不可菲薄

随着“公司附属创业”(corporation venturing)的发展，以及“创投有较高投资回报”所形成的财富激励效应的显现，近年不少大型实业公司也加入了创投行列，并形成了“公司附属创投”(CVC)异军突起的局面。由于“公司附属创投”无须向社会募集资金，而且可以循着产业链抢夺项目资源，因而对独立创投管理机构确实构成了重大挑战，甚至在一定程度上引起了行业的恐慌。

但是，独立创投管理机构有“公司附属创投”不具备的三大优势，如专业性更强、激励机制更优、投资领域不必局限于特定行业等。因此，独立创投管理机构也不必妄自菲薄，而是应当且可以继续发挥主力军作用。

(下转第77页)

股价同步性 SYN 的系数均显著为负,说明信息不对称程度越大,企业社会责任水平越低。而本文关注的交乘项 $Treat \times Post \times SYN$ 、 $Short \times SYN$ 的系数均显著为正,表明卖空机制引入和实际的融券交易量均削弱了信息不对称程度对企业社会责任的负向影响,表现为对企业社会责任的正向促进作用。这一结果意味着,卖空机制引入和实际的融券交易量可以通过降低信息不对称程度,提高股价信息效率(信息机制)而促进企业社会责任,支持了研究假设H2。

(二)治理机制

在检验治理机制时,面临的困难是不易直接测定由卖空机制所引起的公司治理的改善程度(郝项超等,2018)^[26],因此,不得不借助间接的方法进行测定。参考郝项超等(2018)^[26]的做法,本文采用修正的Jones模型计算的过去三年操控性应计利润的绝对值之和(DA)来衡量盈余管理程度(Hutton et al., 2009)^[6],以间接反映卖空带来的公司治理的改善,并将其作为代理变量进行治理机制的检验。 DA 越大,表示公司治理水平越低。本文依据模型式(3)和(4)进行回归,结果如表11所示,盈余管理程度 DA 的系数均显著为负,说明盈余管理程

表11 治理机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Score	Rank	Score	Rank
DA	-0.049*** (-2.82)	-0.031*** (-4.55)	-0.075** (-2.22)	-0.035** (-2.12)
$Treat \times Post$	0.014** (2.13)	0.007*** (2.58)		
$Treat \times Post \times DA$	0.102*** (3.99)	0.025** (2.20)		
$Short$			0.003 (0.66)	0.021** (2.39)
$Short \times DA$			0.034* (1.89)	0.170*** (3.54)
截距项	-0.752*** (-16.88)	-0.102*** (-5.51)	-1.028*** (-10.91)	-0.231*** (-5.32)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
样本量	19587	19587	6946	6946
调整 R^2	0.302	0.207	0.223	0.213

度越大,企业社会责任水平越低。而本文关注的交乘项 $Treat \times Post \times DA$ 、 $Short \times DA$ 的系数均显著为正,表明卖空机制引入和实际的融券交易量均削弱了盈余管理程度对企业社会责任的负向影响,表现为对企业社会责任的正向促进作用。这一结果意味着,卖空机制引入和实际

(上接第67页)

十、外资仍会保持一定份额,但中资基金将日益成为主力

在过去近三十年的时期里,外资一直是我国创投行业的主力。其原因主要有:(1)在管理环节,创投作为“支持创业的财务投资”原本就是“舶来品”,所以国内最早从事创投的专业管理人员多为海归投资家。(2)在募资环节,境外养老金、大学基金会、商业保险资金等长期机构化资金投资创投的渠道非常通畅,而我国此类长期机构化资金投资创投的路径尚处于探索阶段。(3)在退出环节,我国多层次资本市场体系未形成前,境外资本市场是我国创投的重要退出通道,而外资背景的创投机构对境外资本市场更熟悉。

然而,随着境内外各有关因素的变化,中资基金将日益成为我国创投行业的主力,并且该趋势不可逆转。(1)在管理环节,本土创投家正在迅速崛起,其与境外创投家和海外背景创投家相比,更熟悉中国的市场环境和政府政策。(2)在募资环节,一方面,在美国脱钩政策的影响下,境外养老金、大学基金会、商业保险资金等长期机构化资金投资我国创投市场的积极性将显著下降;另一方面,我国长期机构化资金投资创投的通道正在逐步打通,政府引导基金和国有母基金也将发挥重要作用。(3)在退出环节,一方面,通过境外资本市场退出面临更多的法律风险、政策风险;另一方面,随着我国多层次资本市场体系的逐步完善、注册制改革的深入推进,以及并购基金、二手基金的发展,通过境内资本市场退出和并购退出的通道也会越来越通畅。 ■

注释

1. Directive 2006/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2001 On Alternative Investment Fund Managers.
2. 《2020年私募基金统计分析简报》《2021年私募基金统计分

析简报》和中国证券投资基金业协会以往有关资料,参见中国证券投资基金业协会官网。

(责任编辑:邹威)