

中小企业管理与发展论丛

ZHONGXIAO QIYE GUANLI YU
FAZHAN LUNCONG

朱和平 著

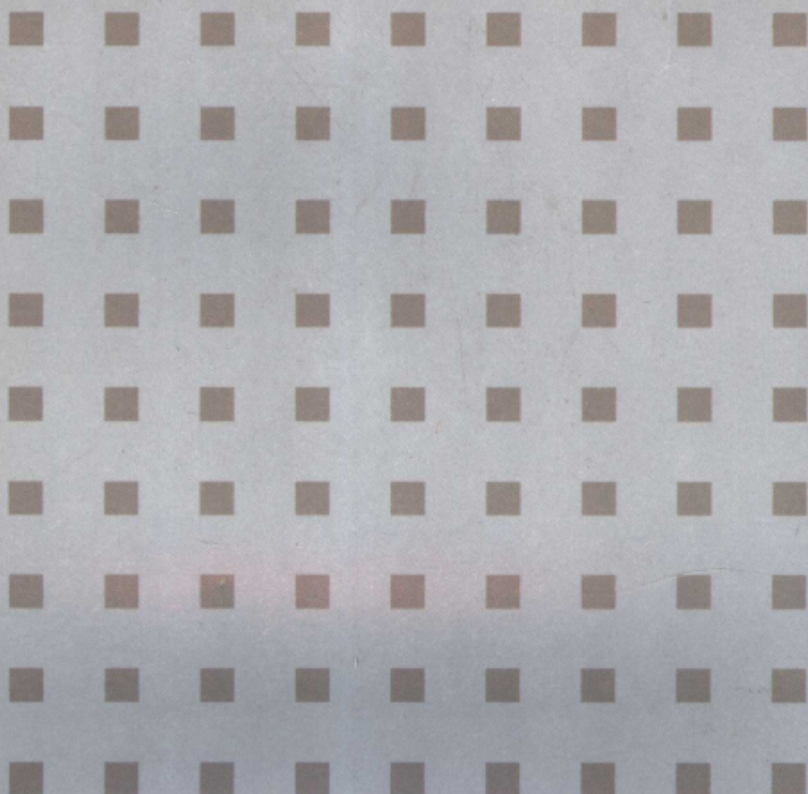
创业板上市公司的 成长性评价研究

CHUANGYEBAN SHANGSHI GONGSI DE
CHENGZHANGXING PINGJIA YANJIU

 科学出版社
www.sciencep.com

(F-0495.0101)

创业板上市公司的成长性评价研究



ISBN 7-03-015496-7



9 787030 154965 >

ISBN 7-03-015496-7

定价：22.00 元

中小企业管理与发展论丛

创业板上市公司的 成长性评价研究

朱和平 著

科学出版社

北京

内 容 简 介

本书在总结国内外实践和理论动态的基础上,对创业板的上市主体,即高技术型中小企业和高成长性中小企业的成长因素进行了系统的研究,建立起完整的评价思路、评价模型和方法。本书的突出特点在于系统地收集了目前我国香港和台湾地区、海外创业板及深圳中小企业板块上市公司发展的最新资料,在梳理国内外相关研究成果和实践的基础上,采用数理统计和规范方法,从理论和实务两方面完整地阐述了高技术型中小企业和高成长性中小企业成长性评价的基本思路和方法。

本书结构完整、思路清晰、阐述严谨,是关心创业资本、资本市场和中小企业发展的证券金融界人士、企业管理者和政府有关人员等良好的阅读材料,也可供高等院校财经专业的师生作为参考资料。

图书在版编目(CIP)数据

创业板上市公司的成长性评价研究/朱和平著. —北京:科学出版社, 2005

(中小企业管理与发展论丛)

ISBN 7-03-015496-7

I. 创… II. 朱… III. 上市公司-经济评价-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 045595 号

责任编辑:卢秀娟 王京苏/责任校对:宋玲玲

责任印制:张克忠/封面设计:耕者设计工作室

科学出版社出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

铭浩彩色印装有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2006 年 10 月第 一 版 开本: B5(720×1000)

2006 年 10 月第一次印刷 印张: 9 3/4

印数: 1—2 500 字数: 192 000

定价: 22.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换〈环伟〉)

丛 书 序

在我国现有的各类企业中,99%以上是中小企业,其中绝大多数是民营企业。中小企业对扩大就业、创造财富、提高人民生活水平、增进社会和谐有着特别重大的意义。随着有关中小企业和民营企业的政策法规逐步完善,影响中小企业发展的制度性障碍逐步被消除,中小企业将主要依靠提高自身的管理水平实现企业的发展。由于中小企大多集中在劳动密集型产业,进入门槛低,企业相互之间的竞争更加激烈。提高中小企业管理水平,增强中小企业的竞争力的任务更紧迫地放在我们面前。

一般而言,大多数中小企业缺乏专业管理人才,经营管理制度不健全,管理层受培训的机会少,接触到的信息量小,思路不够开阔,这些都制约着企业管理水平、竞争力经营效益的提高。一套适合中小企业管理人员与大专院校学生学习,深入浅出,操作性强的管理类丛书,便成为迫切需要。为适应这一需要,江南大学中小企业管理与发展研究院在科学出版社的支持下,组织编写了《中小企业管理与发展论丛》和《中小企业家培训教材》系列丛书。丛书的内容涵盖中小企业战略管理、营销管理、人力资源管理、财务管理、组织管理、信息管理、法治建设等方面,不仅有理论分析,还有操作方法;不仅阐述了在国内市场竞争条件下的中小企业如何提高经营管理水平,还介绍了国际化经营条件下的中小增强竞争力的途径。该书还剖析了中国最大的民营企业——荣氏企业集团从1500元起家,夺取国内外公认的民营企业之冠的艰苦历程、成功经验及其给我们的启示。

由于各个国家的国情不同,中小企业的经营管理模式都具有本国特点。但是在市场经济以及经济国际化的条件下,我们必须重视对国外中小企业管理经验的学习和借鉴。在学习、借鉴中,又要做到“不唯明字句,而且得精神”,取其精华,并结合自身实际,加以创新,探索一套融古今中外优秀文化于一炉、具有中国特色的中小企业管理体系。

这套丛书观点新颖,理论与实际相结合,可读性强,适应面广,会给中小企业主和经营管理者、高校师生以有益的帮助。当然,丛书中有个别章节还不够完善,我相信,随着我国中小企业经营管理实践的发展,该书再版时,其内容将会得到进一步的充实和完善。

中国社会科学院
工业经济研究所所长 吕政

2005年5月于北京

目 录

丛书序

第一章 导论	1
第一节 本书的研究背景和意义.....	1
第二节 国外学者研究现状评述.....	2
第三节 国内学者研究现状评述.....	8
第四节 本书的研究方法	13
第五节 本书的研究思路和写作内容	15
第六节 本书的创新点的说明	18
第二章 创业板上市公司的性质和特点	22
第一节 创业资本的性质和特点	22
第二节 创业板市场的性质和特征	25
第三节 创业板市场上市公司的性质和特征	30
第三章 现代企业成长性的决定因素	53
第一节 现代企业和企业成长	53
第二节 现代企业成长理论的演变和发展	55
第三节 现代企业成长性及决定因素	59
第四章 创业板市场与企业成长性的关系	67
第一节 国内外学者的有关研究评述	67
第二节 创业板市场对企业成长性的促进作用	71
第三节 上市公司的成长性创业板市场发展的核心	76
第五章 创业板上市公司的成长性因素的识别与分析	84
第一节 国内外相关研究评述	84
第二节 成长性因素的理论假设	87
第三节 成长性因素的实证检验	90
第六章 创业板上市公司的成长性评价的理论基础和框架	95
第一节 国外学者相关研究评述	95
第二节 成长性评价体系的理论基础和内容	98
第三节 成长性评价的基本思路.....	104
第七章 创业板上市公司的成长性评价的实证分析	113
第一节 基于历史信息的成长性评价.....	113

第二节 基于企业价值的成长潜力评价.....	126
第三节 成长性评价的总体结构.....	131
第八章 总结与展望.....	134
第一节 本书的总结.....	134
第二节 本书的展望.....	137
参考文献.....	139
后记.....	150

第一章 导 论

第一节 本书的研究背景和意义

中小企业融资难和高新技术产业化步伐缓慢的问题,是长期以来困扰我国经济和社会发展的难题。海外创业板市场在支持中小企业融资、促进高新技术企业发展及推进高科技和现代金融体系相融合的过程中所显露出的创造力,为我国学术界和管理层带来了新的启发。在当今知识经济条件下,高成长性中小企业和高新技术企业日益成为经济发展的动力和源泉,资本市场必须要针对经济中最重要、最有活力、最有希望的主体强化服务,资本市场和技术创新的互动关系会越来越强。世界各地的创业板市场虽然历经调整和曲折,但其对高新技术企业和成长性中小企业的独特推动力量,是其他融资形式所不能替代的。

建设创业板市场,是我国政府根据我国经济建设和社会发展的客观需要做出的重大战略决策。1999年8月,中共中央、国务院颁布《关于加强技术创新,发展高科技,实现产业化的决定》,首次提出“在适当时候在现有的上海、深圳证券交易所设立高新技术企业板块”。2003年10月,十六届三中全会通过《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》,明确提出要推进风险投资和创业板市场建设。2004年2月,国务院发布“推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见”,进一步提出:“要建立多层次股票市场体系,在统筹考虑资本市场合理布局和功能定位的基础上,逐步建立满足不同类型企业融资需求的多层次资本市场体系。……,要分步推进创业板市场建设,完善风险投资机制,拓展中小企业融资渠道。”2004年5月17日,经国务院同意,中国证监会正式批复在深圳证券交易所成立“中小企业板块”,我国创业板市场的建立走出了关键的一步。目前,我国创业板市场的建设正处于全面规划和逐步推出阶段。

理论研究和主要国家、地区的创业板的实践均表明,上市公司的成长性是创业板市场发展的核心。创业板市场素有门槛低、投资风险大的特点。在创业板市场上上市的企业,大多处于生命周期的成长初期,一般没有盈利记录,发展前景有很大的不确定性,因而面临着更多的商业失败和破产的可能性;世界各地的创业板市场都是在20世纪70年代以来的高度国际化和信息化时代创立和发展起来的,按照市场规则运行并对各国投资者开放,创业板市场是一个高度市场化和国际化的市场;全流通的市场界面进一步增加了市场风险和政府监控的难度。作者选择创业板上市公司成长性及评价作为研究对象,目的是在对创业板市场上市公

司的成长因素研究的基础上,探索合理和适用的评价模型和方法,客观和公正地鉴定其成长状况和潜力,为促进企业和资本市场持续稳定发展奠定基础。

第二节 国外学者研究现状评述

创业资本市场是企业 and 资本市场发展到特定历史阶段的产物。创业资本(venture capital)起源于美国,又译为风险资本或冒险资本,其投资活动形式多样,机制复杂,目前尚未形成一个公认的定义。美国全美创业资本协会的定义为:创业资本是由职业金融家投入新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本^①。Black S B 和 Gilson J R (1998) 从创业资本的组织、领域和性质方面进行了界定,认为创业资本是专业化的创业资本组织在高风险、高技术企业中进行的投资,这些资金支持主要是以股权形式而非债务形式提供。欧洲国家对创业资本的界定,相对于美国而言要广泛得多。1996 年,欧洲经济合作发展组织(OECD)(以下简称欧洲经合组织)国家在研究报告中提出: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。

创业资本市场在美国得到了较充分的发展。美国创业资本的发展经过了萌芽、组织化、制度化和创业板市场四个主要阶段,当前,美国学者对创业板市场特征的研究主要集中在市场结构、运行效率和交易成本差异比较方面。指出:美国纳斯达克市场(NASDAQ)和纽约证券交易市场(NYSE)在竞争性、灵活性、制度安排和信息流方面均不相同。纳斯达克市场是一个竞争性的复合代理制市场,而纽约证券交易市场是一个代理和拍卖市场。Kalay A 和 Portniaguina B (2001) 对纳斯达克市场和纽约证券交易市场的效率和交易成本进行了比较,认为纳斯达克并不比纽约证券市场具有明显的优势,然而在机构投资者对小公司进行投资时,纳斯达克市场的交易成本相对较低;他在比较两种不同的交易机制的买卖差价因素后发现,纽约证券交易市场上存货持有的成本要高得多;从离开纽约证券交易市场而转往纳斯达克上市的公司来看,转市后的买卖利差显著增加,价格效果积极,回报率上升,交易量显著增加。Lin J C, Sanger G C 和 Geoffrey B G (1998) 对纽约证券交易市场和纳斯达克市场上买卖差价等进行了实证分析,他们将有效的买卖差价分解为逆向选择成本和交易商的总利润两个方面,认为纳斯达克的做市商公司为了消除信息不利因素,进行了大量的信息研究和证券分析,而纽约证券交易市场的专业经纪商并没有进行此类工作,由于制度的规定阻碍了信息从分析家向专业经纪人的流动。纽约证券交易市场上的买卖利差的逆向选择因素比纳斯达克市场更严重,而纳斯达克市场交易商的买卖差价的总获利比

^① 匡晓明. 创业投资制度分析. 深圳证券交易所研究课题. 2000 年. 第 3 页. <http://www.szse.com>

纽约证券交易市场要高。

与我国学者讨论的热点相比较,美国学者的讨论集中在对市场的运行效率、交易成本等微观结构特征的分析上。作者认为,原因在于中美经济和股票市场发展的不同阶段和水平的差异。创业板市场是技术创新和金融创新融合的产物,由于技术和经济发展水平的差异,创业板市场并不存在统一的模式和样板,在不同的国家和地区具有不同的特点;而且,随着社会经济发展,创业板本身也在不断地发展和变化。在美国等发达国家,创业板市场经过多年的发展,已趋于成熟,创业板市场与主板市场的宏观差异性逐步减少,讨论的重点已转向市场运行成本和效率等微观结构方面。

对创业板市场与企业成长性的关系的研究,主要围绕着企业不同融资方式的效率比较和多层次资本市场的必要性两个方面展开。有学者利用 GJ 模型研究了股票市场的经济增长效应,发现在研究期内,包括发达国家和发展中国家在内的 40 个国家的经济增长与股票市场发展之间存在明显的相关关系,却没有发现银行信贷对经济增长有相同的结果。Levine R (2002) 观察到由于股票市场允许投资者通过投资组合多样化来减少个人风险,他认为股票市场的存在使得个人更加愿意将储蓄投入高风险、高收益的技术项目,而不是放在无风险的储存项目中,从而会促进经济增长。Hassapis C 和 Kalyvitis S (2002) 建立了一个反映股价和产出关系的增长模型,运用矢量自回归方法 (VAR) 考察了七个主要国家现实中股票价格变动和经济增长之间的关系,发现现实的股价变动和产出的增长变动有强烈的相关性。

也有学者从合理的资本结构方面研究股权对企业成长的作用。Berger A N 和 Udell G 等 (1998) 对创业资本市场的建立、发展与中小企业的成长性关系进行了研究。他们认为一个多层次的资本市场对中小企业融资,特别是中小企业的成长有着不可替代的积极作用。天使资本和风险资本等私募股权融资具有严格的挑选标准,只有那些有良好成长潜力的小企业才能获得此类融资,这促进了中小企业的优胜劣汰。对于中小企业来说,真正的赢家是那些能够通过初始上市发行 (IPO) 的企业,而在这一过程中,风险资本等外部股权融资起到了重要作用。有学者认为由于欧洲缺乏一个如纳斯达克那样的面向中小企业的规模大、流动性高的欧洲统一市场,欧洲的早期风险资本发展严重不足。

然而,也有不少学者对股票市场的发展和成长性之间的关系持否定意见。因为在资本市场中,投资者和筹资者之间的信息是不对称的,容易导致资本市场上的逆向选择和道德风险问题。为防备逆向选择和道德风险的损害,资金提供者就会在成本和收益比较的基础上,尽力收集信息。而当信息不可得或需要花费较大代价才能取得时,资金出让者可能放弃投资。同样,在信息不对称时,具有好项目、未来收益看好的筹资者和未来收益不能保证、对投资者回报较差的筹

资者可能在资本市场上难以区分,因而好企业和差企业面临着同样的融资成本,这将导致好企业退出市场,即存在“次品车”问题。Levine R (2002) 探索了各国经济表现和资本结构之间的关系,他认为在经济发展的早期,由于制度设施较弱,银行基础体系在动员储蓄、配置资本和行使公司治理权方面能够发挥较好的作用;而以市场为基础的资本结构在刺激创新和长期增长方面发挥关键作用。应避免将银行基础与市场基础相对立。Levine R (2002) 对不同融资结构的国家进行了实证分析,结果证明资本结构上的差异不能表明不同的国家在长期增长方面的区别。持相同看法的还有 Beck T (2002) 和 Mayer C (2002)。

从以上国外学者对此问题的研究中可以发现,双方争论的焦点集中在以下两个方面:①股票市场是否一定比银行融资方式更加有效率?②多层次资本市场的发展对中小企业的成长是否必要?作者认为,对该问题的片面理解则可能走向两个消极的极端,不是本研究讨论的重点。通过对以上讨论的总结,可以从中发现两点共识:①股票市场融资和银行融资是企业融资的两个并不相互排斥的不同渠道,两者谁为主、谁为辅,应该从本国微观经济发展和资本市场成长的实际情况出发;②多层次的企业成长结构需要多层次的资本市场结构相配合。

企业成长性的决定因素是一个长期探讨的课题。Penrose R (1959) 研究了决定企业成长的因素和机制,建立了企业资源—企业能力—企业成长的分析框架。迈克尔·波特(1997)提出企业获取竞争优势的三种基本战略,即成本领先战略、标新立异战略和目标集聚战略,随后又创立了价值链理论(1985;1998),认为企业的竞争优势来源于价值链的优化。他认为企业竞争优势在一定程度上取决于企业所在产业的基本竞争结构;应该在对其竞争者、购买者、供应者、替代者、潜在竞争者五种力量进行分析的基础上确定企业的竞争战略。小乔治·斯托尔克等(1996)认为,企业寻求成长的有效组织原则应该是打破惯例,创新是最有力的成长方式。詹金和雷尼·莫博涅(1999)发现,高速增长的公司与普通公司之间的区别在于各自的战略思路不同。一般的公司的管理者依据的是传统逻辑,而高速增长公司的经理们遵循的是价值创新的逻辑。Solvay J 和 Sanglier M 等人(1998)认为,公司成长取决于长期技术进步趋势和由于商业周期变化而导致的短期需求波动两个因素。Prahalad G 和 Hame G (1990) 认为,企业可持续成长是建立在具有核心能力的基础上的。企业核心能力是组织的集体学习能力和集体知识的集合,尤其是如何协调各种生产技能以及如何将多种技术、市场趋势和开发活动相结合的知识。Firth L 和 Mellor D (2000) 对传统成长模式和新成长模式进行了概括和总结,认为从早期的成长模型发展到新的的内生长模型有六个基本步骤,而其中的每一个步骤都与组织的学习有着密切的联系。20 世纪 70 年代以来,有关将企业建设成为学习型组织的理论研究得到发展。

创业板市场上市的主体是具有高技术含量和高成长潜力的中小企业。学者们

对处于成长初期的高技术型中小企业和高成长性中小企业的成长因素进行了深入研究。MacMillan L M 和 Ton W L (1986) 认为,反映中小型高技术企业成长性的评价指标有 6 类 27 个标准,它们是企业家的个人素质、企业家的经验、产品和服务的特点、市场的特点、财务特点和企业团队精神等。

Zutshi R K 和 Tan W L (1999) 对新加坡的创业资本的投资评价标准进行了研究,认为其投资标准和美国等其他国家没有很大的区别,企业家的素质、高级管理人员的能力等是评价企业成长的决定因素。他们还对新加坡创业资本对高新技术企业和低技术企业两类投资标准实施了 t 检验,发现两类投资评价标准中各个因素的重要顺序并没有改变。只是在对低技术企业投资评价中,创业资本更加看重产品 and 市场特性。Ghosh B C 等人 (2001) 对 1995~1996 年期间新加坡 50 家最为成功的中小企业成功的关键因素进行了研究,认为其成功的 6 个主要因素是强有力的和负责任的管理队伍、强健的有抱负有能力的领导班子、采取适当的战略途径、能够识别和细分市场、能够发展和持续增长的能力和良好的顾客关系。Keizer J A, Dijkstra L 和 Halman J (2002) 对荷兰机电行业中小企业创新效果的决定因素进行了研究。他们用回归方法检验了可能的决定因素,发现对创新的鼓励政策、与科学技术中心的联系和研发投入 (Research & development, R&D) 的周转率对创新效果有显著的影响。

Baron R 和 Markman G D (2003) 对高技术型企业企业家的社会能力和其财务成功的关系进行了研究,发现企业家的社会能力和社会适应性对其财务成功有积极的影响。Gundry L K 和 Welsch H P (2001) 对高成长性企业企业家和缓慢成长性企业企业家的战略决策和行为进行了比较研究,发现前者更加愿意选择扩张市场和采用新技术的战略、有较强的事业心和进取心、为企业成功愿意发生较大的机会成本;高成长性企业的企业家更加注重企业管理的系统性和严谨性、注意发挥组织的团队合作精神、关心企业的名誉和产品的质量、致力于建立强有力的领导和广泛地企业扩张所需的资金。Honig B (2002) 观察了牙买加 215 家新建的中小型企业,研究了人力资本、社会资本和财务资本对企业盈利的影响,认为在不同的社会环境下,人力资本、社会资本和财务资本的回报率有很大的不同,对企业盈利有较强的正相关影响的因素有职业培训、创始人的社会职业形象和商业经验等,启动资金和商业贷款的多少对初创阶段的企业发展是至关重要的,但对于高技术企业的经营影响不大。社会资本和社会网络对企业的成长也发挥重要的作用。

Kakati M (2003) 用聚类分析法对 27 个经历过中小型高科技企业投资成功和失败的创业资本家的投资评价标准进行了研究,发现企业家素质、以资源为基础的能力、竞争战略是企业生存和发展的决定因素。成功的企业家通过发展多种资源为基础的能力来支持多种战略,以推进其产品进入市场。与竞争对手相比

较,与其说是独特的产品使企业走向成功,不如说是企业满足客户的独特需要的能力,使企业走向成功。Bottazzi G 和 Dos G 等人(2001)运用聚类分析等统计方法,对全球最大的 500 家新型制药企业的成长过程进行了研究,认为制药产业的长期发展主要是由创新、模仿和不断地开拓新市场驱动的。创新无疑是高科技企业成长的最重要因素之一。Ranft A L 和 Lord M D(2000)从兼并角度对高技术企业的成长性进行了分析。他们建立了间接回归模型,使用高科技企业兼并的一些样本进行了研究,结果肯定了特殊性人才的保留是决定兼并者获取有价值的新科技能力成功与否的关键。自主权、地位、委托等因素对员工的保留有深远的意义,而经济刺激因素却没有显著的影响。

Laiflnen E K(2002)以芬兰 93 家中小型高技术企业为样本,设计了一套中小型高技术企业的动态业绩评价系统。该评价系统由财务表现、竞争力 2 个外部因素和成本、生产要素、作业、产品、收入 5 个内部因素及连结这 7 个因素的因果关系链组成。其中,中小型高技术企业十分重视雇员积极性(生产要素)、顾客满意度(产品)、产品盈利性(收入)、公司利润、流动性和资本结构(财务状况)等因素。Chen C J 和 Huang C C(2004)设计了中国台湾科技园中小型高技术企业成长的 7 个综合评价标准,并用层次分析法(AHP)对各因素的重要性权重进行了分析,其结果依次为:市场潜力(0.222)、政府支持程度(0.169)、技术水平(0.169)、技术支持(0.129)、产业相关性(0.123)、土地供应(0.097)、基础设施(0.092)。

Gibb A 和 Li J(2003)等学者对中国中小企业成长性因素进行了研究和分析。他们认为中国经济能够保持持续快速的生长,在很大程度上是来自小企业特别是成长性中小型企业。这种增长模式与西方标准的增长模式有很大的不同,中小企业的发展是在缺乏明确的私人产权、分散的市场格局、各地区有权自定价格和使用资源以及强烈的“关系”文化环境下进行的。Li J 等人(2003)研究了中国高新技术企业的竞争优势所在,认为是技术领先产生了总体的竞争优势。他们对在中国通讯设备产业竞争的 408 家外资企业的数据进行了分析,提出在新兴市场上技术领先效果的理论模型。在此模型中,技术领先导致较高的市场效率,较高的市场效率反过来又提高了资产收益率(ROA)水平。而且,技术领先导致新兴市场上高科技企业的资产迅速增长。Martinsons M G(2002)对在中国电子商务企业进行了案例分析。他认为中国电子商务市场具有国情的特征,成功的关键因素是能够建立起核心竞争能力和关系网络来克服制度缺陷。

由于企业成长具有多种不同的涵义,影响企业成长的因素也是复杂多样的,并处于不断变化之中,因此,如何综合各项指标、较为全面和客观地评价企业的成长性是一项十分艰巨的管理学课题。Kaplan R S 和 Atkimson A A 等人(1992)为建立新的企业业绩评价体系做了开创性的探讨。他在对美国十多家财

务测评基础较好的公司进行了一年多时间的研究之后,提出了著名的平衡记分卡(Balance Score Card, BSC)原理。与传统的评价方法相比较, Kaplan R S 等人提出的平衡记分卡原理的重点放在测评企业如何为现在和未来的客户创造价值,建立和提高核心竞争力,为未来发展而对员工、系统和程序进行投资等方面。平衡记分卡将财务指标和非财务指标合为一体,组成企业的整体管理信息系统。它突破了货币指标与非货币指标、财务指标与劳动工资、人事等非财务指标和界限。平衡记分卡方法使企业评价由传统的短期战术评价发展到长期战略评价,为现代信息经济环境下企业成长潜力的分析奠定了方法论基础。然而,也存在着指标过于繁多、评价结果的不确定性等缺点。这种方法对明细指标的选取和排序研究还不够深入,有关创新和客户关系等新指标的量化工作较难操作。他们提出了指标的设计要点,但对各指标之间的相互关系及权重的设定,及综合评价模型的论证和应用并没有提出可供操作性的实用途径。

近年来,作为独立领域的企业成长性评价的相关的理论和实践得到了较快的发展。由于对企业成长性质的看法不同,企业能够以不同的方式实现成长,及企业在不同的时期有不同的成长类型,因此,学者们在企业成长的测评点、测试手段、评价指标、评价的时间范围等方面有不同的理解。有学者认为,由于在企业成长性评价手段上存在巨大差异,导致评价结果是严重不可比的。有人以5年期间营业收入的增长作为测评企业成长的依据;也有些学者将3年期间的雇员人数的相对增长作为测评指标。Harmon B 和 Ardishvili A A (1997)对可能的成长性评价指标进行了归纳,认为分别有资产、雇员、市场份额、物质产出、利润和营业收入等。从实际应用来看,得到最为广泛运用的是营业收入和雇员人数指标。有些人认为,营业收入指标操作相对容易,且适用于所有类型的公司,不受行业资本密集程度和一体化程度的影响,因此,是评价不同类型企业成长的较为适宜的指标。其缺点是容易受通货膨胀和汇率变动的影响。

也有人认为,从评价组织结构的复杂性来看,雇员人数的增长是一个更加直接的指标对于高技术和高成长性中小企业来说,可能是在资产和雇员人数增长以后,才有收入的产生和增长。资源约束论者将企业看作是系列资源和知识的集合(Penrose R, 1959)。雇员人数作为一个成长性指标的明显缺点在于它要受劳动生产率提高、机器和人工的替代关系等的影响。高技术和高成长性中小企业可以在不增加任何员工的前提下,实现产量和资产大幅度增长。由于没有一个普遍适用的优良的成长性指标存在,多数学者主张使用复合指标合成评价指标体系。也有学者认为,由于没有一个绝对好的企业成长性测评指标,也没有一个最好的企业成长性合成评价系统,在研究企业成长时,探索使用多个不同的成长性评价测评方式是有益的。

20世纪70年代以来,以 Black F 和 Scholes M 的期权定价模型为指导,运

用实物期权和增长期权理论对企业价值和成长潜力进行评估的技术,为新型的高成长性风险企业的成长潜力评估提供了新的思路。Modigliani F 和 Miller M (1958) 指出,企业价值由企业的股票价值和债权价值之和组成,企业的价值是企业未来剩余收益的资本化。Ohlson J A 等人 (1995) 在研究净剩余理论 (CSR) 的基础上,确立了有应用价值的剩余收益估价模型 (RIV)。1973 年,Black F, Scholes M 和 Merton 的期权定价方法面世;1984 年,Kester W C 从战略和竞争方面对增长期权进行了探讨;后来经过 Merton, Brealey, Myers 等人的努力,实物期权和增长期权理论已经形成了初步框架。实物期权理论对具有高风险的、不确定环境下的项目投资决策提供了一种新的思路。

Kester W C (1984) 的实证研究表明:其样本公司中,近一半的市场价值由企业所持有的选择权价值(表现为经营灵活性)所构成。Garnera J L, Nam J, Ottoo R E (2002) 对新兴技术企业的成长机会的决定因素进行了研究。认为处于成长初期的新兴技术企业的资产组合中有很大的增长期权比例,而不是实物资产;针对新兴技术企业在成长初期还在继续产生负的现金流量和盈利时,其市场资本化是怎样决定的问题,他们提出并实证了一个通过竞争性投资获得的无形增长机会的实物期权评价模型。通过对 243 家因特网和生物技术企业的样本观察,发现创新速度与 Tobin J (1969) 的 Q 系数之间有积极的较高的相关性。该模型能够解释没有产生现金流量和盈利的企业的价值评估问题,发现创新的速度是企业市场价值的关键的决定因素。期权定价思想的应用,为高新技术企业的价值评估提供了一个总体框架和新的思维方式,但这种方法也存在众多的前提假设;模拟结果与现实还有较大的距离。需要逐步对一些假设条件加以改进,以便得到更为切合实际的基于成长期权的企业成长潜力评估模型。因此,也有学者对期权定价方法的应用持不同的态度。汤姆·科普兰等 (2002) 认为,对网络等新经济企业的价值评估,最好的方法是使用传统的折现现金流量 (DCF) 方法,辅之以微观经济分析和可能性加权前景预测。与传统企业相比较,新经济企业增长速度快,且需要投入大量的研究开发费用。新经济企业的这种高增长和高投入的对比,使包括市盈率法、营业收入倍数法等传统价值评估的方法失效,而折现现金流量方法与费用的会计处理方法无关,主要依据对未来企业成长的预测,因此可以清楚地解释新经济企业的高增长和高不确定性。同时,由于新经济企业成长的高不确定性,决定这种评估结果也具有高的不确定性。

第三节 国内学者研究现状评述

王国刚 (2002) 从创业资本的投资对象和行为特征方面认识创业资本的性质,认为创业投资是指通过向开发高新技术或促使其产业化的中小企业提供股权

资本,通过股权转让或交易来收回投资并获取投资收益的投资行为。成思危(2003)对创业资本的特点进行了较为全面的总结。他认为,创业投资是支持新技术和产品的投资,是一种技术含量、回报率和风险都很高的投资;是一种组合投资,一般要经过3~5年才能通过蛻资取得收益,投资着眼于投资对象发展的前景和资产的增值;创业投资不仅向创业者提供资金,还提供积累的学识、经验以及广泛的社会联系,并积极参加创业者共同创办的企业管理。陈琦伟等(2002)认为,创业投资是对未来具有高成长性企业的投资;是一种高风险、高收益的投资;是一种流动性较小的权益性投资;是一种投资与管理相结合的投资。

吴艳鹏(1999)认为,创业板市场的特征是上市企业的规模较小,上市条件可适当放松,创业板市场是股票全流通市场,股票发行采取标准控制方式。崔海萍(2000)认为,创业板市场是一个新兴市场,主板市场与创业板市场之间的关系更多的是传统市场与新兴市场之间的关系。创业板市场所容纳的上市公司具有高成长、高风险的特点。李波(2001)以纳斯达克与纽约证券交易市场两种典型市场的运行机制为样本,从市场微观机制方面来分析创业板与主板的区别。张宇燕(1999)从交易技术、市场组织和监管、上市条件和上市公司定位等方面阐述了创业板的特点。吴文军(2002)认为,中国创业板上市公司应该从新经济领域中的高成长性、高质量的创业企业中择优产生,应该具有以下特征:以信息、生物和新材料技术为代表的高新技术企业是创业板市场的首选群体,其他具有独特性行业的企业,以及传统行业与现代技术融合所派生的新兴行业中的企业,也是创业板市场的挑选对象;主业突出、技术独特、产品市场潜力大,是创业板市场上市公司的基本要求;创业板市场不对上市公司所有制属性进行限制;创业板市场不仅接纳中小型创业企业,也欢迎发展潜力大的大型企业。

王国刚(2002)认为,创业板市场以激励“创业”为基本立足点,是为成长性中小企业而设立的,并非为一切中小企业服务。张笑雪(2002)以现有的深沪主板市场为基础,根据相关法律法规、国际上通行的创业板上市条件等因素,从深沪主板市场里选择一些股票,构建了一个虚拟的创业板市场,然后比较创业板市场与主板市场的差异,发现在公司的行业分类上,虚拟板与主板市场具有一些共性,但也具有各自不同的特点;在公司流通市值规模、流通量和价格的发展变化上,虚拟板与主板具有显著不同的特点。在公司的成长能力方面,虚拟板上市公司的主营业务收入增长率、主营业务利润增长率、总资产增长率、净资产增长率等指标均显著高于主板上市公司,并且离散程度即增长率之间的差别均较主板为小。虚拟板上市公司相对于主板具有较强的成长性,且成长性的差别相对小于主板上市公司。李夏(2000)对香港创业板市场(GEM)的上市公司的行业分布、规模和收益等进行了比较研究后发现:从行业分布来看,创业板上市公司涉

及网络、计算机软硬件、电讯、制造、医药、公用事业及传媒等行业。其中，网络公司、计算机软硬件公司、制造业和电讯业等行业企业占绝对统治地位。从公司规模来看，上市公司之间规模差距很大；从公司业绩来看，网络公司的业绩远不如其他行业的上市公司，亏损的上市公司多为网络公司；在营业收入结构中，网络股的“其他收入”占其总收入的比例相当高，说明网络公司的主业不明确，盈利能力低，营业收入不足以应付高昂的营运成本，必须利用所筹集的资金进行资本经营以维持其正常的运作。

创业板上市公司的成长性问题始终是讨论的核心问题之一。周小川（2002）认为，不能以股价的波动作为创业板市场成败的标准，关键是要看这一市场是否对国民经济发展有积极作用，是否扶持了高新技术企业。目前，高新技术企业已成为我国经济发展的动力和源泉，资本市场和高科技企业互动会越来越强。资本市场要针对国民经济中最重要、最有活力、最有希望的领域来强化服务。高新技术企业有许多不确定性，为这类企业提供融资渠道的创业板市场也会有很大的不确定性，需要我们持一种宽容的态度。周乃敏和杜雨辰（2001）对美国纳斯达克（NASDAQ）、欧斯达克（EASDAQ）、英国另类投资市场（AIM）、新加坡纳斯达克（SESDAQ）、日本纳斯达克（JASDAQ）和香港创业板市场（GEM）等世界主要创业板市场在创生环境方面的异同之处进行了对比研究，认为各国创业板市场创生环境的共性或必要条件有以下几点：都是出现在产业结构调整的时期；都是在资本市场十分发达或较为发达的情况下产生；都有较为活跃的场外市场作铺垫；政府在创生过程中都扮演一定角色；都有较好的社会信用基础；都出现在中小企业，特别是中小型高新技术企业大量涌现并亟待发展的时期。其中，良好的中小企业发展是基础条件。

林毅夫（2002）认为，在建立中国创业板市场的各种条件要求中，拥有足够的能够持续高速增长的企业资源比其他条件更为紧要，因为这个条件通过各种渠道影响其他外部条件。曹远征（2000）认为，创业板市场是为那些有产业化前景而尚未产业化的企业提供的商业性的财务安排形式。当前世界经济由传统工业经济向市场经济、知识经济转变，在这个过程中有一大批具有产业化前景而尚未产业化的企业需要资金支持，而传统金融服务是无法向这些企业提供支持的。从某种意义上说，创业板是传统金融形式的革新，是为这些企业提供的商业性的财务安排的机制。创业板的低门槛是由保荐人制度和企业管理层持股两个要素锁定。最终，市场的筛选标准不是由监管部门来制定，而是由企业自己来作判断。王颖起（2002）认为，香港创业板设立后的运行提供的重要教训之一就是：创业板不能仅靠“概念公司”支撑，有实质业务及盈利基础支撑的公司是发展创业板市场的中流砥柱。张兆杰（2001）分析了纳斯达克指数的暴涨和起伏过程，认为其背后的原因是对以高新技术为领导的新经济及预期的发展变动。指数的未来变