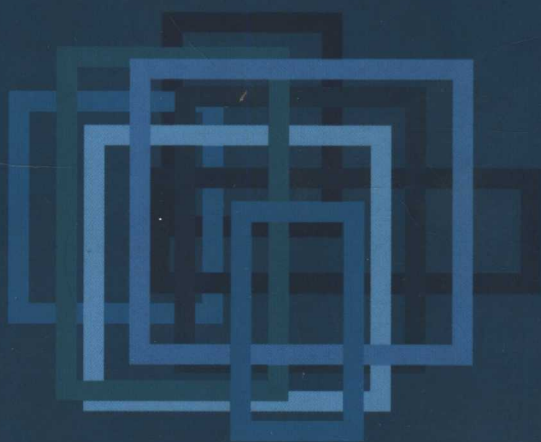


创业板市场文集

Corpus of Growth Market

(1999-2003)

深圳证券交易所策划国际部 编



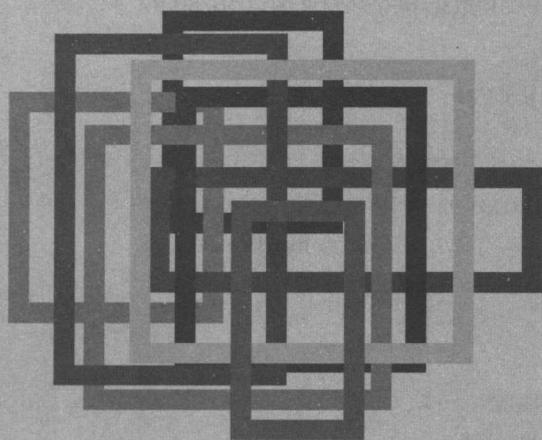
中国金融出版社

创业板市场文集

Corpus of Growth Market

(1999-2003)

深圳证券交易所策划国际部 编



SAW13/03



中国金融出版社

责任编辑:古文君

责任校对:李俊英

责任印制:程建国

图书在版编目(CIP)数据

创业板市场文集(1999-2003)/深圳证券交易所策划国际部编.
—北京:中国金融出版社,2004.6

ISBN 7-5049-3427-5

I.创…

II.深…

III.高技术产业—资本市场—中国—文集

IV.F832.5-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2004)第056280号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里3号

市场开发部 (010)63286832 (010)63287107(传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63365686

读者服务部 (010)66070833 (010)82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京新丰印刷厂

尺寸 160毫米×235毫米

印张 29.5

字数 435千

版次 2004年7月第1版

印次 2004年7月第1次印刷

印数 1—3500

定价 58.00元

如出现印装错误本社负责调换

序

建设创业板市场,是党和国家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“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”。自此以后,党中央、国务院先后出台了一系列要求推进创业板市场建设,促进中小企业和高新技术企业发展的重大决定。在党和国家的高度重视下,创业板市场建设取得了积极进展。

创业板市场真正的发展机遇源于我国中小企业的成长及其在国民经济中举足轻重的地位,源于大力发展中小企业已成为我国经济建设的一项基本方针。特别是中共十六大提出了今后二十年我国社会经济发展的战略目标后,更可以清楚地看到,大力发展中小企业是全面建设小康社会的必由之路。这是从国民经济发展的全局角度和全面建设小康社会的战略高度把握而得出的必然结论。我国改革开放的实践表明,大力发展中小企业,有利于解决“三农”问题,缩小城乡差距、地区差异,实现共同富裕;有利于启动民间投资,鼓励非公有制经济,促进多种所有制共同发展;有利于鼓励创业,扩大就业与再就业,缓解城镇化过程中巨大的就业压力;有利于推动科技向现实生产力的转化,优化经济结构,促进经济增长方式转变和经济结构调整。

2002年6月,第九届全国人大第二十八次会议通过了《中小企业促进法》,对于发展中小企业提出了一系列要求,其中就包括直接融资的要求。这使得创业板市场建设具有了紧迫性和必然性。与此同时,深圳证券交易所管理层对于分步推进创业板市场建设的思路也逐渐清晰。“十

十六大”报告将全面建设小康社会与大力发展资本市场有机地结合起来;十六届三中全会通过的《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》把健全资本市场功能作为完善我国市场经济体制的重要环节;国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》确定了资本市场发展的指导思想,明确提出“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”。从“十六大”报告到十六届三中全会“决定”,到国务院的“若干意见”,从整体上提出了当前资本市场的发展重点,明确了推进创业板市场建设的必要性。2004年5月17日,经国务院同意,中国证监会正式批复在深交所成立“中小企业板块”。可以说,设立中小企业板块,拓展中小企业直接融资渠道,建设多层次资本市场体系,是历史的必然选择,体现了资本市场服务于国民经济全局、实现与国民经济协调发展的战略,体现了改革的力度、发展的速度与市场可承受程度的统一。

中小企业板块的推出,在中国中小企业的发展史上,在中国资本市场的发展史上,在中国经济的发展史上,无论见仁见智,都将写上重重的一笔。但是,我们也要看到中小企业板块建设的长期性、艰巨性和复杂性。中小企业板块能否充分发挥对中小企业的培育、规范、引导和示范作用,关键在于上市公司的质量;中小企业特别是一些民营家族企业能否做到诚信守法、规范运作,注重投资回报和社会责任,是对民营企业家的严峻挑战和考验。深交所将在职责范围内强化市场监管,注重制度创新,完善中小企业板块诚信体系,做到有质疑必有反应、有违规必有查处。

中小企业板块能够顺利启动,是各方面共同努力的结果。中小企业板块的健康发展和分步推进创业板市场建设,仍然需要各界一如既往的关心和爱护。为此,我们特意编辑出版了《创业板市场文集》(1999-2003)一书。该书既是将领导、专家、学者和业内人士近几年来对创业板市场建设的研究成果予以收集整理,作为历史性的资料予以保存,也是为中小企业板块的推进以及多层次资本市场建设的研究和探索奠定良好基

础。该书尽可能地记录了我国创业板市场建设的理论发展历史,反映了创业板市场建设历程,所选文章虽然风格各异,观点也不尽相同,但凝结着社会各界对中国多层次资本市场建设的智慧和心血。我们衷心希望社会各界能够一如既往地关心中小企业板块的建设,为中小企业板块的制度创新和健康发展出谋划策,共同完成多层次资本市场建设的历史使命。

是为序。

陈东征

2004年7月于深圳

目 录

积极稳妥地推进我国的风险投资事业·····	(1)
关于设立我国创业板市场的思考·····	(12)
中国创业投资体系研究·····	(18)
为创业资本提供金融服务·····	(30)
中国的风险投资·····	(40)
二板市场的回顾与展望·····	(45)
建立二板市场:中国资本市场发展史上的革命性变革 ·····	(57)
关于创业板市场建设与中国证券市场重组的几点看法·····	(67)
二板市场发展前景·····	(78)
我国二板市场分析·····	(87)
创业板市场与深交所使命·····	(91)
创业板市场的定位与上市企业的选择·····	(102)
理念、体系、特征	
——谈创业板市场规则·····	(109)
创业板的定位和制度设想·····	(115)
高新技术产业化呼唤创业板市场·····	(126)
关于创业板市场建设的几个认识问题·····	(134)

创业板市场与制度创新	(139)
创业板市场风险探析	(146)
创业板:全方位挑战主板	(156)
中国创业板市场风险研究	(161)
二板市场与中小企业融资	(169)
创业板推迟设立的风险更大	(184)
关于加速创业板市场建设的几个问题	(196)
回答创业板的四个问题	(210)
再论中国创业板市场	(221)
从 NASDAQ 涨落看我国创业板	(228)
创业板:创业投资与高新技术产业化	(231)
再论二板市场在我国的发展前景	(239)
推出创业板要澄清的几个问题	(262)
资本市场服务科技兴国	(271)
关于当前分步推进创业板市场建设的利弊风险初析	(274)
互补合作:未来港深创业板市场健康发展的必由之路	
——兼论港深创业板市场发展的比较优势	(278)
小康社会与创业板市场	(293)
完善退出机制是发展创业资本市场的关键	(307)
多层次证券市场建设的国际经验与我国的选择	(327)
建立创业资本与新市场的良性互动机制	
促进中小企业成长	(342)

全球创业板市场的改革与启示	(364)
推出中小企业股票交易市场正当其时	(379)
创业板与中国经济的选择	(384)
创业投资:从概念到政策	(402)
分三步推进我国多层次资本市场体系建设	(406)
完善金融市场体系支持中小企业发展	(411)
解决中小企业融资问题要妥善处理四个关系	(421)
建立多层次证券市场体系的法律思考	(427)
高新技术企业发展和金融创新	(431)
建立什么样的二板市场	(437)
设立创业板要走出十大误区	(442)
大力发展中小企业是全面建设小康社会的必由之路	(456)
后 记	(459)

积极稳妥地推进我国的风险投资事业^①

成思危

自从民建中央关于加速发展我国风险投资事业的建议被列为九届政协的“一号提案”以来，由于科技、经济、金融等各界人士的积极支持，在我国形成了一股倡导风险投资的热潮。据不完全统计，在不到一年的时间内已发表了近 600 篇有关的文章，召开了十余次相关的研讨会，一些中央部门和不少地方政府纷纷表示要出资支持风险投资的发展。在这种形势下，我们更应当认真地研究国外的经验和教训，并结合我国的具体情况冷静地思考和筹划，积极稳妥地推进我国的风险投资事业。笔者在本文中拟将个人对风险投资的见闻、思考及建议奉献给读者，希望有更多的有志之士按照“大胆试、允许看、不争论”的精神来探索并开拓我国的风险投资事业。

风险投资在我国大有可为

所谓风险投资，是指把资金投向蕴藏着较大失败危险的高新技术开发领域，以期成功后取得高资本收益的一种商业投资行为，其实质是通过投资于一个高风险、高回报的项目群，将其中成功的项目进行出售或上市，实现所有者权益的变现（蜕资），这时不仅能弥补失败项目的损失，而且还可使投资者获得高额回报。

（一）风险投资具有以下 5 个主要特点

1. 它是一种有风险的投资（Risky Investment）：由于风险投资主要

^① 作者系全国人大常委会副委员长，本文原载于《管理世界》1999 年第 1 期。

是支持创新的技术与产品,技术、经济及市场等方面的风险都相当大,其成功率平均只有30%左右。据美国一些有丰富经验的风险资本家介绍,在他们所投资的项目中一般只有三分之一相当成功,三分之一持平,还有三分之一血本无归。但由于成功的项目回报率甚高,故仍能吸引一些投资人进行投机。

2. 它是一种组合投资 (Portfolio Investment): 为了分散风险,风险投资通常是投资于一个包含10个项目以上的项目群,利用成功项目蜕资后所取得的高回报来抵偿失败项目损失并取得收益。

3. 它是一种长期投资 (Long-term Investment): 风险投资一般要经过3~7年才能通过蜕资取得收益,而且在此期间通常还要不断地对有成功希望的项目进行增资。

4. 它是一种权益投资 (Equity Investment): 风险投资是一种权益资本,而不是一种借贷资金,因此其着眼点并不在于其投资对象当前的盈亏,而在于他们的发展前景和资产的增值,以便能通过上市或出售而蜕资并取得高额回报。

5. 它是一种专业投资 (Professional Investment): 风险投资不仅向创业者提供资金,其管理者还提供所积累的学识、经验以及广泛的社会联系,并积极参与与创业者共同创办的企业(通称风险企业)的经营管理,尽力帮助创业者取得成功。

(二) 风险投资具有以下三方面的作用

一是促进研究成果的工程化和商业化。一个科研成果从最初的构想开始到形成产业,一般要经过四个阶段:即研究、开发、试点和推广。风险投资支持的重点是开发(工程化)和试点(商业化)这两个阶段。通常研究与开发所需资金量的比例是1:10,开发与试点所需资金量的比例也是1:10。由于这两个阶段的风险较大,收效较慢,资金需求量又较多,故银行通常不愿提供贷款,一般投资者也不愿出资支持,因此科技成果的转化迫切需要风险投资给予支持。

二是促进高新技术产业的发展。在经济全球化的形势下,发展高新技术产业是提高国家竞争力的主要途径。谁掌握了高新技术,谁就掌握了技术的制高点,就掌握了竞争中的主动权。但由于一项创新由开始实

施到取得成功一般需要 3~7 年时间，而且失败的风险还很大，何况创业者通常只有技术而缺乏资金，又没有多少资产可以抵押，故银行通常不愿对创业者提供长期贷款。风险投资则不但可以向创业者提供资金支持，而且还可以协助其开拓市场，并通过选人和理财来加强对企业的管理和监控，有助于企业的成功。

三是提供一种有效的投资工具。风险投资是一种专业性强且精巧细致的投资工具，它通过认真筛选、分散风险、加强管理、及时脱资等手段，既支持创新者创业，又帮助投资人投机，使双方都能获得较大的利益。

(三) 在我国发展风险投资事业不仅有长远的战略意义，也有重大的现实意义

目前我国每年有科技成果约 3 万项，但形成产品的只有 20% 左右，实现产业化的约有 5%。研究成果转化率低的原因除了不符合生产需要或技术不成熟外，主要是缺乏资金的支持。这一方面由于开发和试点项目在技术上不够成熟，银行通常不予贷款，而另一方面则由于其资金需求量较大，各级政府在财政上也难以承担。风险投资正好可以在这方面发挥作用。

在我国当前面临亚洲金融危机的挑战、出口增长减缓、国内市场需求偏淡的形势下，调整经济结构，对国有企业进行更新改造，减员增效，具有重要的现实意义。通过风险投资来发展高新技术产业，不仅可以开辟新的经济增长点，刺激需求和就业，而且还可以占领一些技术制高点，提高我国企业的竞争力。

国外居民直接投资与通过银行间接投资的比例通常高于 1:1，而我国只有 0.1:1 左右。我国银行现有 5 万多亿元的居民储蓄，由于难以找到效益好的贷款项目，银行承受着巨大的付息压力。为此需要大力开辟新的直接融资渠道，包括风险投资基金等各种投资基金。

由此可见，风险投资在我国是一项大有可为的事业。

值得注意的经验和教训

风险投资作为一种特殊的投资形式，虽然可以追溯到 20 世纪 20 至

30 年代一些富有的家庭及个别投资者为东方航空 (Eastern Airlines)、施乐 (Xerox) 等一些后来成功的公司提供启动资金, 但一般认为是以 1946 年世界上第一家风险投资公司——美国研究与开发公司 (American Research and Development Corporation) 的成立为其起始标志。风险投资经过数十年来起伏跌宕的发展, 终于在 90 年代中期开始显示出其强大的威力, 成为推进高技术产业发展的发动机。例如美国 20 世纪 80 年代通过调整经济结构、精简机构和放松管制, 虽然提高了经济效率和效益, 但却丧失了 4400 万个工作岗位。在此情况下, 美国通过风险投资来支持高技术产业的发展, 创造新的市场和新的企业, 不仅创造了 7300 万个工作岗位, 还使得其经济在 90 年代中得到持续的增长。在美国, 风险投资使许多创新者创业的梦想成真, 在为社会创造巨大利益, 推动美国经济持续发展, 并为投资者取得丰厚回报的同时, 也为他们自己带来了巨大的财富。

美国风险投资的发展经过 50 年代的成型、60 年代的成长、70 年代的衰退、80 年代的复苏和 90 年代初的暂时挫折这样大起大落的发展过程后, 取得了许多宝贵的经验和教训。从 1992 年开始, 美国的风险投资迅速增长, 1995 年至 1997 年间其投资额由 45 亿美元猛增至 115 亿美元。1998 年上半年美国风险投资总额已达 68 亿美元, 比上年同期增长 20% 以上。在 1975 年至 1994 年这 20 年间, 风险投资的平均回报率只有 13.1%, 但 1995 年、1996 年及 1997 年的回报率却分别高达 48%、40% 和 36%。1997 年美国的风险投资基金新增了 120 亿美元, 为 1996 年新增值的 1.6 倍。其风险投资的地域分布也在扩展, 在总投资额中加州 (主要在硅谷) 占 43%, 麻省 (主要在 128 公路两侧) 占 10%, 东南部 (主要在北卡罗来纳州) 占 9%, 华盛顿附近地区与中西部各占 7%, 得州和东北部各占 6%。据了解, 仅硅谷一地每年就有近 1000 家风险投资支持的企业创立, 数年后成功, 一般和失败的企业大约各占 1/3。

美国发展风险投资的主要经验可归结为 5 点:

1. 有限合伙制是美国风险投资公司的基本组织形式

美国的风险投资机构大体上可以分为 4 种类型, 即由银行附属的投资公司、大企业附属的投资公司、政府支持的中小企业投资公司和独立

的风险投资公司。由于独立的风险投资公司经营的绩效较好，故银行和大企业附属的投资公司也逐渐转变为具有相对独立性的风险投资公司。由于美国税法规定合伙关系投资收益不需交纳公司税，只需交纳个人所得税，故美国的风险投资公司多半采用有限合伙的方式组成。通常由主管合伙人（General Partner）与有限合伙人（Limited Partner）共同出资组成风险投资基金，其中主管合伙人的出资额约占 1% ~ 2%。主管合伙人负责基金的经营管理，对公司负无限责任。而有限合伙人不参加经营管理，对公司只负有限责任。每个基金的合伙年限通常为 10 年，一个公司通常有 3 至 9 个主管合伙人，可以同时管理几个相互独立的基金。

2. 对人才的激励是风险投资成功的关键

基金管理者 and 风险企业创业者是两类关键的人才。风险投资基金的管理者（即主管合伙人）通常称为风险资本家，是熟悉某一专业领域及管理的专家，他们不仅要凭其学识和经验从成百上千个项目建议书中仔细筛选出有成功希望的项目，作出投资决策，还一定要参加其所投资企业的董事会，主要是进行财务监控（规范财务管理并对增资、停业、上市、出售等关键问题作出决策），还要协助该企业建立一个强而有力的管理核心，包括总裁（CEO）、技术总监（CPO）、财务总监（CFO）、主管销售的副总裁以及主管市场开发的副总裁等。普通合伙人除了从每年的管理费（一般为基金总额的 2.5%）中支取工资外，更主要的是可从基金的投资收益中提取 20%，这就促使他们选好项目并加强对风险企业的管理，以尽力提高基金的投资收益。风险企业的创业者（企业家）通常只领取少量现金工资，但可得到普通股或其认购权。风险企业上市时雇员的股份一般可达 25%，其中五名管理核心约占 1/3，而五人中总裁的股份约占一半。

3. 风险投资主要应支持高技术风险企业的开拓与成长

美国风险投资的重点是信息技术和保健领域。1997 年美国一共有 114.8 亿美元投资于 1852 个风险投资项目，投资金额中信息技术占 62%，保健领域（包括医药、治疗方法及器械等）占 23%。风险企业从创办到上市或售出的全过程通常历时 3 ~ 7 年，分为初创、开拓、成长和成熟四个阶段，其所需的资金量也不断增加。在美国，初创阶段通

常需要 300 万美元左右,以后各阶段所需资金大约是其前一阶段的一倍。因此必须要有充实的初始及后续资金的支持。前两阶段由于风险较高(成功后其回报率也较高),故通常只由风险投资基金来支持。

到成长阶段时可以取得一些机构投资者的支持,到成熟阶段时可以取得证券投资基金甚至银行的支持。美国 1997 年风险投资总额中有 30% 用于支持开拓阶段,59% 用于支持成长阶段。即主要用于科研成果的开发与试点,实现其工程化和商业化。

4. 上市和出售是风险投资脱资的主要手段

风险投资公司将企业培养成功后,就要通过脱资(Divestment)来将其所有者权益变现。最常用的办法是将风险企业上市或出售(主要是通过兼并和收购的方式出售给大企业,个别情况下也可出售给企业员工或创业者)。由于风险企业虽然成长很快但规模通常偏小,且在其成长过程中因需不断增资,故使得其各项业绩指标难以达到传统证券市场的要求。为此,必须开辟面向中小企业(特别是高新技术的中小企业)的证券市场。例如美国的 NASDAQ 小型资本市场,它有约 1800 种个别上市股票,其上市所要求的条件比较宽松,故特别适合于中小型高新技术企业融资,可为风险投资提供脱资出路。这类市场通常称为第二板块市场(简称二板市场)。上市后的公司在运行较成熟后,往往可再升级到 NASDAQ 全国市场(有约 4400 种股票上市,属于第一板块市场)。这种股市二板结构也为杠杆赎回(LBO)后二次上市提供了方便。目前 NASDAQ 已在世界 60 个国家设有 40 万个终端,530 家人市交易商随时提供约 6 万项竞争性报价,而 NASDAQ 的计算机网络会从中选取最好的报价显示给全球的投资者。

由于美国风险投资的业绩已经得到投资者的公认,故风险企业在二板市场上市时通常都能获利。1997 年美国风险企业中共有 134 家上市,筹资 53.9 亿美元。上市公司从上市之日起到年底的平均收益率为 23%。如有一个开发搜索引擎的 Exite 公司,是由 6 个斯坦福大学的毕业生创办的、得到风险投资支持的上市企业,尽管该公司上市后还处于亏损状态,但其股票仍被看好,因为投资者对其未来有信心。目前风险企业上市时主要的困难是由于其规模较小,难以找到有声望的承销商。

5. 政府应创造有利于风险投资的政策法规环境

美国风险投资的发展也经历过一个曲折的过程。虽然在 60 年代有较大的增长,但从 1970 年开始到 1978 年,由于经济萧条,股市低迷,对退休金的严格管制和石油危机等原因,美国的风险投资业严重萎缩。在风险资本家和企业家的呼吁和推动下,部分国会议员和卡特政府努力为风险投资创造有利的政策环境。美国国会在 1978 年至 1981 年这四年间连续通过了 5 个有利于风险投资发展的法案,例如 1978 年收入法案将资本增值税由 49.5% 降至 28%,对长期的权益投资起到了很大的激励作用,使得 1979 年风险投资基金的承诺金额比前一年扩大了 10 倍。而 1981 年的经济复苏税法又进一步将资本增值税由 28% 降低至 20%,从而使得当年风险投资基金的承诺金额翻了一番。

美国风险投资发展过程中最大的教训是政府支持的中小企业投资公司的失败。1958 年,美国国会通过了中小企业法案,授权中小企业管理局(CBO)制定和实施中小企业投资公司(SBIC)计划,其目的在于通过设立政府风险基金,引导和带动民间资金进入风险资本市场,支持风险企业的创立和成长,以促进高新技术产业的发展。风险基金主要是提供低息贷款,由政府负责管理,支持中小企业投资公司进行风险投资。

中小企业投资公司是经政府批准成立的私人公司,负责选定项目并进行投资,每投资 1 美元可从政府得到 4 美元的低息优惠贷款,还可享受特殊的税收优惠,但政府对其投资规模和利益控制上有一定的限制。

在此计划的激励下,到 1962 年全美国在中小企业管理局登记注册的中小企业投资公司多达 585 家,管理着 4 亿多美元的私人资本,其中还有 47 家公司通过上市公开筹集资金,促成了美国风险投资在 60 年代的增长。

但是,这种政府提供优惠贷款支持的做法并不完全符合风险投资的特点和发展规律。例如由于风险投资的风险大、周期长,而中小企业投资公司取得的是低息贷款,因有还款的压力,再加上许多投资人和管理者的急功近利,故使得不少公司在取得贷款后并非真正用于支持创新者创业,而是以高利率转贷给工商企业以稳赚利率差。更为严重的是这些

中小企业投资公司由于有政府的大力支持而又缺乏有效的激励机制,难以培养和吸引高素质的投资管理者,从而因管理不善造成亏损。到1967年,共有232家中小企业投资公司出现问题,但政府还坚持认为这是监管不够所造成的,而不是体制和机制问题,因而促使美国国会通过一项立法,赋予中小企业管理当局以更广泛的执法和监督权,加强对中小企业投资公司审计和监管。但这些措施并未能挽救中小企业投资公司的衰落,到1977年,中小企业投资公司的数目锐减到276家,1978年这些公司管理的风险资金只占全美总额的21%,到1989年则降至只占1%。可以说这种按“政府意志”兴办的风险投资公司遭到了彻底的失败。

“三步走”的发展战略

在我国发展风险投资事业要解决好三个问题:一是如何选出好的项目,二是如何筹集到必要的资金,三是如何获得较高的回报。根据我国的实际情况,参照国外的经验和教训,建议采取以下的“三步走”发展战略,争取在5~10年内形成比较健全的风险投资体制和机制。

1. 建立风险投资咨询与管理公司,为国内外投资者评估并推荐风险投资项目,并受投资者的委托对项目进行管理。项目可来自国内尚未转化的科研成果,也可来自境外学者拥有的发明和专利。在我国有关风险投资基金的立法出台之前,可采取将项目推荐给个别投资者,促使创业者与投资者合资建立风险企业,来实现科技成果的转化。

在我国现行的法律环境下,建立这类公司远比建立投资公司容易,经营管理也比较灵活。建立投资公司是先找钱后找项目,先要筹集大量自有资金,由于在寻找项目的过程中这些资金难以增值,管理者迫于投资人的压力,不是匆忙作出投资决策,就是挪用资金于放贷、炒股或进行期货买卖,往往造成资金被套牢,难以真正进行风险投资。而建立咨询与管理公司则是先找项目后找钱,只需少量的运营资金即可启动,在认真细致地选好项目后再去筹资。

为了保证及时筹措到所需的资金,可以采取“承诺制”,即风险投资咨询与管理公司和有关投资者(最好就是本公司的股东)订立协议,