



创业投资道与策：

CHUANGYE TOUZI DAO YU CE

新兴企业的梦想与现实

杨 桦 王晓津 著

议题论策——头现创业投资与新兴企业共赢发展
动态解析——放飞新兴企业腾飞梦想



中国财政经济出版社

创业投资道与策：

CHUANGYE TOUZI DAO YU CE

新兴企业的梦想与现实

杨 桦 王晓津 著

图书在版编目 (CIP) 数据

创业投资道与策：新兴企业的梦想与现实/杨桦，王晓津著. —北京：中国财政经济出版社，2013. 5

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4381 - 8

I. ①创… II. ①杨…②王… III. ①创业投资 - 研究 IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 060161 号

责任编辑：胡 懿

责任校对：李 丽

封面设计：田 晗

版式设计：兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph @ cfeph. cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：88190406 北京财经书店电话：64033436 84041336

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 20.5 印张 320 000 字

2013 年 5 月第 1 版 2013 年 5 月北京第 1 次印刷

定价：58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4381 - 8/F · 3551

(图书出现印装问题，本社负责调换)

质量投诉电话：010-88190744

反盗版举报热线：010-88190492、010-88190446

序 言

我曾多次说过，直接融资和间接融资是融资体制的“两个轮子”，二者应当平行发展、自行定位，大力提高直接融资比重。对中小企业来说，发展直接融资是解决其融资难题的重要途径之一。因此，我们应大胆借鉴美国等发达国家成功的经验，鼓励设立按市场化规范运行、主要投资于中小企业的创业投资基金，多渠道、多形式扩大中小企业直接融资的范围。对这个问题，杨桦同志早在 2004 年就进行了深入思考，并出版了《中小企业群发展的资本视角：创业投资运行机理和案例》一书，对如何发挥创业投资功能以解决中小企业融资困难、促进中小企业发展进行了有益探索。

过去 7 年，我国经济持续高速增长，中小板和创业板相继推出，创业投资规模也迅速扩大，支持了越来越多的中小企业发展。“公司制”、“合伙制”、“LP”、“GP”、“初创期”、“成长期”、“Pre-IPO”成为人们耳熟能详的流行词。但是，在这些繁荣景象背后，我国创业投资行业也出现了很多需要探讨的新问题：比如，投资人市场的培育问题，合格基金管理人团队的打造问题。一个健康稳定、持续发展的创业投资市场需要有一批成熟理性的投资人和一批经验丰富、严谨负责的专业基金管理人；再比如，创业投资的退出机制能否进一步完善？政府应该如何引导创业投资投向更多的早期企业？又如，我国一大批外资创投投资的红筹企业如何回归到境内市场，让境内投资者可以分享其高速发展的成果？可以说，我国创业投资从诞生开始就被各种疑问和争论所包围，是“热点中的热点”。对上述新现象和新问题，在其原作的基础上，杨桦

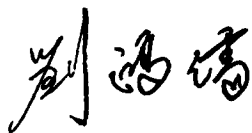
与王晓津两位同志出版了新书《创业投资道与策：新兴企业的梦想与现实》，从创业投资运行的理论探索出发，对当前我国创业投资的市场格局和公共政策进行了深度分析，而且通过创业板上市公司的一手数据和相关案例，让我们对于创业投资行业及其投资的新兴企业集群有了更全面和准确的认识。与当前关于创业投资的理论和实务专著相比，本书有两个突出特点：

首先，本书选题新颖，布局合理，针对性强。本书分为上中下三部，每部各四章，涵盖了创业投资的理论研究、行业发展路径、市场格局以及与资本市场的关系等问题。虽然内容丰富，但我注意到，与其他作者不同，本书作者并没有对创业投资的各个环节进行面面俱到的分析，而是抓住了与我国创业投资及企业发展最有关系的关键节点，有较强的针对性。比如，针对大家关注的政策问题，作者在第四章就经济环境和公共政策对创业投资的影响进行了定量分析，指出了法定税率与实际税率之间的区别，并提出，税率降低带来的绝大部分利益落在了创业投资领域之外的其他投资者身上，因此，如果政府仅仅是为了发展创业投资业而降低税率，那么这种做法算不上是谨慎和明智的。这一观点拓宽了我国创业投资税收政策的思路。又比如，在第七章，作者通过对创业板上市公司的创投股东行为特征的分析，得出了“创投机构大量投资的行业尤其是互联网等新兴企业，大都不愿在境内上市或者无法满足上市标准而被拒之门外，由此造成了创投机构投资的行业结构和在创业板退出的行业结构之间的不匹配，也造成了大量优秀上市资源的外流”这一结论，促使读者反思造成这种现象的原因和结果。

其次，本书在理论和实证分析上都借鉴了最新研究成果，采用了一手数据，因此得出的结论具有前瞻性和说服力。例如，对于创投机构提供增值服务和进行风险控制这一问题，作者在第二章从最新的资源理论入手，分析了创业投资如何促进企业创新能力的提高以及提供哪些增值服务。又如，在第九章，作者通过比较创投股东在创业板减持的现实收益和账面收益后，发现市场上利用发行价或上市首日收盘价来判断创投机构的投资回报有较大误差，这有利于正确引导市场对创投机构和创业投资行业发展的客观认识。再如，市场目前普遍关注我国到底有多少红筹企业，它们如何回归境内市场，对此作者在第十一章专门对我国未上市红筹企业群体的数量、行业分布、形成原因等做了清晰梳

理，这是我所见到的国内首个对未上市红筹企业回归境内市场问题进行的最为全面系统的研究。更值得一提的是，作者分别从短期、中期和长期角度提出了红筹企业回归境内市场的思考，其中既有可供政策制定部门参考的具体建议，又有着对资本市场和新兴企业发展土壤的反思，其立意可谓深远。

杨桦同志长期从事经济体制改革、国有企业改革和证券市场发展政策研究工作，又在中国证监会上市公司监管部主任的岗位上从事证券市场监管实际工作多年。宝贵的实践经验和长期的理论积累使他有条件对创业投资和新兴企业发展这一课题进行持续的、深层次的思考和探索。在课题研究过程中，他与深圳证券交易所综合研究所、中华股权投资协会、清科研究中心等机构合作，采取了发放问卷的方式，获取了权威的市场和行业数据，同时调研了国内具有代表性的创投机构以及被投资的典型上市公司，积累了丰富的调研资料，体现了作者务实、严谨的研究作风，而且也使整个研究成果更具专业性和可读性，所提建议也有着较高的理论价值和现实意义。我谨对作者新书的出版表示祝贺，同时希望更多的人借此关注我国创业投资的未来以及新兴中小企业的持续发展问题。



中国证监会首任主席

2013 年春

序

言

3

前言

自2001年起，我开始深入思考创业企业发展的路径问题——资本支持问题。当时创业板的市場呼声很高，大家都发表了很多比较成熟的见解，我的角度，主要是站在产业组织的立场上，观察资本运动和中小企业发展路径具有何种契合点。按照惯例，中小企业获得资本支持会有三个途径：第一，是创业投资基金，这些基金专门发掘那些具有市场潜力的技术，构造一个企业平台，促进技术长入经济；第二，是灵活的债务资金，这些资金一般具有很高的风险识别能力，根据风险真实状况，决定一个合理的、有效率的贴水水平，实现资本与技术的结合；第三，是市场的更高级阶段，通过中小企业股权的集中发行和交易，来不间断地识别和分散风险。2004年出版的《中小企业群发展的资本视角：创业投资运行机理和案例》一书的结构正是在这个思考逻辑的基础上构建起来的。基于当时创业板尚未推出的背景，我在《中小企业群发展的资本视角：创业投资运行机理和案例》的写作中，主要运用了金融理论来分析中小企业的风险—收益结构，然后寻找适合这些风险—收益结构的投资基础，从而讨论中小企业股权集中发行和交易的效率背景和政策选择。

10年时间如白驹过隙。到2011年10月30日，我国创业板成立已满两年，上市公司接近300家，市值超过8 000亿

元，正在成为我国多层次资本市场体系的重要板块。我注意到，创业板超过九成的公司属于高新技术企业，而这批企业在上市前大多获得了创业投资的支持。那么，创业投资是如何筛选出新兴企业，又是如何向这批企业提供增值服务和进行风险控制的？创业板、创业投资和新兴企业之间的互动关系是否已经形成？监管部门是不是可以借助创业投资机构的力量，建立起创业板上市公司的前端监管抓手？另外，这10年间外资创投投资的优秀新兴企业以红筹模式赴海外上市，其动机和目的是什么？这为我国创业板市场制度的不断完善将提供哪些借鉴？对上述问题的探索和思考，使得我的研究方向与10年前相比更加趋于实证，同时也在理论上也根据实践情况进行了一定程度的调整和补充，于是我便逐渐产生了修订前书的想法，并最终形成了《创业投资道与策：新兴企业的梦想与现实》一书。

为了使研究始终建立在实践的基础上，我在数量众多的各类创业企业和创业投资机构中进行过实地调研。调研的归纳过程经常与我的理论学习交叉在一起，这保证了理论上的提炼和抽象有血有肉，对各类现实问题的把握也有章可循。和以往讨论创业板与创业投资的书籍不同，本书并没有花太多的笔墨从理论上阐述创业板的市場制度以及创业投资对新兴企业的支持作用，一是由于这些问题的理论研究已经较为成熟，笔者认为更多地应该从实证角度进行分析；二是由于我国创业板推出时间不长，各项市场制度尚在探索中，还需要根据实际情况进行调整甚至变革。我一直认为，创业板在我国是个全新的市场，各界对它的推出和发展都寄予厚望，但不要因为“爱之深”则“苛之严”，而应给予宽容的态度，允许它有出错的机会，假以时日，等待它的成熟和壮大。

在本书即将出版的时候，我要特别感谢我的老领导证监会首任主席刘鸿儒同志，是他指导我长期关注并研究企业发展中不同层次和领域的问题，并为本书撰写序言；另外要感谢业界的一些机构和

朋友，他们提出的很多建议，开拓了我的思路和视野。当然对于本书的观点，我仍然会坚持文责自负。并且我郑重声明，书中所述观点，不论对错，均系个人学术探讨，不代表所在机构的任何政策倾向或者预案。

杨 桦
2013 年春

前

言

3

目 录

导 论	(1)
一、转型中国的新兴企业发展：本书选题背景	(1)
二、新兴中小企业的融资困境	(5)
三、交叉学科的尝试：研究方法 with 结构安排	(8)
四、市场和政府的“双人舞”	(9)

上部 理论研究篇

第一章 创业投资行为：委托代理理论的视角	(17)
第一节 信息不对称和委托代理行为选择	(17)
第二节 创业投资决策的透镜模型	(24)
第三节 创业投资与创业企业治理机制	(30)
第二章 创业投资创新绩效和增值服务：基于资源理论的分析	
框架	(39)
第一节 创业投资对企业创新绩效的影响：理论述评	(39)
第二节 创业投资增值服务的理论述评	(43)

第三章 创业投资的收益实现和退出策略：目标结构 (54)

第一节 创业投资的退出行为分析 (54)

第二节 我国创业投资退出方式及适用性分析 (63)

第四章 创业投资供求与公共政策 (70)

第一节 创业投资的供求曲线：以美国为例 (70)

第二节 资本利得税政策对创业投资的影响：进一步思考 (77)

第三节 各国的创业投资公共政策 (84)

中部 市场与行业发展篇

第五章 创业投资市场发展的国际比较 (95)

第一节 创业投资市场的不同发展模式 (95)

第二节 创业投资市场发展状况比较 (108)

第六章 我国创业投资市场格局与空间分布 (123)

第一节 我国创业投资的政府主导格局：2006 年之前 (123)

第二节 我国创业投资的加速市场化：2006 年之后 (133)

第三节 我国创业投资行业格局的空间分布 (145)

第七章 我国创业投资行业发展新动向 (152)

第一节 我国创业投资行业的募资动向 (152)

第二节 我国创业投资行业的投资动向 (160)

第三节 我国创业投资资本的退出动向 (168)

第八章 我国多层次资本市场体系中的创业板市场 (177)

第一节 历史沿革：构建我国多层次市场的内在需求 (177)

第二节 我国创业板市场的功能定位和现实作用 (182)

第三节 我国创业板市场的制度取向和重点 (188)

下部 实证与案例篇**第九章 我国创业板公司发展及创投股东行为特征** (199)

第一节 我国创业板公司的发展概况 (199)

第二节 创投股东投资于创业板上市公司的行为特征 (211)

第三节 创投股东减持创业板上市公司的行为及收益情况 (215)

第十章 从我国海外上市企业看创业板核心竞争力 (222)

第一节 我国民营企业 2009 ~ 2010 年海外上市基本情况 (223)

第二节 海外新上市企业与我国创业板公司的比较 (229)

第三节 我国企业海外上市的制度探源 (234)

第四节 海外上市民营红筹的私有化特征 (238)

第五节 思考与建议 (248)

第十一章 创投机构投资的未上市红筹企业境内上市问题 (250)

第一节 外资创投投资的未上市红筹企业基本情况 (251)

第二节 红筹企业发展的背景、动因和政策变迁 (257)

第三节 外资创投投资的红筹企业境内上市意愿调查 (270)

第四节 政策建议 (280)

第十二章 专题案例汇集	(284)
案例一 创新担保收益模式持续支持早期科技型中小企业	(284)
案例二 有限合伙制：中国式创投的模仿秀还是新动力？	(297)
参考文献	(305)
后 记	(311)

导 论

一、转型中国的新兴企业发展：本书选题背景

当前，中国实体经济承载着巨大的结构转型压力。一方面，全球金融危机对实体经济的冲击充分暴露了我国“低端化”产业结构的脆弱性。产业创新动力不足，产品附加值低，产业规模经济效益不明显等已成为制约我国经济持续发展的重要瓶颈。2008年下半年我国出口大幅下滑，出口总额由10月的1364.32亿美元快速下降至2009年2月的648.95亿美元，累计降幅高达52.4%。其中，纺织、服装等劳动密集型行业尤为明显，同比降幅均超过20%。另一方面，长期以来，以“低效高耗”为特征的粗放型经济增长模式面临的能源和原材料等资源瓶颈约束日益凸显，长此以往将难以为继。2007年，中国能源消费总量达26.5亿吨标准煤，占全球能源消费增长的一半，已成为世界第二大能源消费国。与此同时，能源结构不合理、能源利用效率低下问题日益突出，石油进口依存度不断上升（由2000年的30%提高到2007年的50%）严重威胁国家战略安全。2004年，我国单位GDP能耗为8.33标准油吨/万美元（美国、英国同期分别为1.99和1.11标准油吨/万美元），仍处于低收入国家能耗水平。此外，在应对危机过程中，国家出台了一系列经济刺激计划，在促进经济企稳回升的同时也加剧了行业产能过剩问题。在2009年第三季度国家统计局监测的24个行业中，有21个行业存在不同程度的产能过剩，这一数字在第一季度时是19个。种种迹象表明，基础产能过剩、重复建设是当前影响中国经济持续稳定增长的突出问题。因此，加快转变发展方式，

大力推进经济结构的战略性调整已经成为当前经济工作的核心，直接决定着我国经济发展的未来方向^①。

发达国家工业化进程的普遍经验表明，经济要获得持续稳定的发展，必须要以市场为导向的不断优化的产业结构为支撑，而产业资本与金融资本的密切配合是完成结构转换不可缺少的条件。没有金融资本的介入，规模经济、技术手段的大规模更新等很难完成，产业结构的优化和升级也无法顺利实现。其中，资本市场凭借其所具有的资本形成、集聚、配置等功能，已经成为实现科技与资本融合不可或缺的重要环节。观察美国几次大的经济结构成功转型的经验，如 20 世纪 20 ~ 30 年代向重化工业的转型，70 ~ 80 年代向新经济的转型，金融资本都发挥了积极作用。

我们注意到，一批有着创新商业模式或自主创新技术的中小企业在我国不断涌现并成长壮大，这批企业在此次金融危机中所表现出的稳定经济和抵抗风险的作用日益受到关注。据工业和信息化部（工信部）统计，截至 2009 年 9 月底，全国工商登记企业 1 030 万户（不含 3 130 万个体工商户），按现行中小企业划分标准测算，中小企业达 1 023.1 万户，超过企业总户数的 99%。目前，中小企业创造的最终产品和服务价值相当于国内生产总值的 60% 左右，缴税额为国家税收总额的 50% 左右，提供了近 80% 的城镇就业岗位。由此可见，在我国，中小企业对国民经济的发展起着越来越重要的作用。另据国家科技部提供的 54 家园区的 1.5 万余家科技型企业的最新数据判断，能达到创业板最低限财务条件的企业数量有 2 000 家以上，而且这批企业行业覆盖面更为广泛，主要分布在广义 IT、现代服务、能源环保、新材料、生物医药、先进装备等行业，更出现了一些主板市场尚未有同类上市公司的行业，如移动互联网、网络游戏、汽车船舶设计、专利运营、金融信息服务、教育培训、时尚健身等。由此可见，我国新兴中小企业已经成为我国经济发展的重要推动力量。

近年来，我国中小企业发展的特点是：（1）地区差异正在显现。越是经济发达地区，中小企业数量的增长越快。调查显示，1988 年之后成立的企业，

^① 党的十八大报告明确提出：“牢牢把握发展实体经济这一坚实基础，实行更加有利于实体经济发展的政策措施，强化需求导向，推动战略性新兴产业、先进制造业健康发展，加快传统产业转型升级，推动服务业特别是现代服务业发展壮大。”

发达地区、欠发达地区分别占 72.32% 和 38.79%，发达地区远远高于欠发达地区。中小企业的优势行业与地区的地理位置和经济优势有关。纺织服装业、轻工业具有成本比较低的优势，其在发达地区的比例明显高于欠发达地区。（2）产业分化明显。中小企业的优势行业与长期以来国家的产业布局 and 区域政策有关。不发达地区的化工、建材、冶金行业的比例高于发达地区，并且中小企业的优势行业与行业的技术含量有关。调查显示，技术含量比较高的机械业、电子及仪表业在发达地区的比例明显高于其他较不发达地区。（3）经济发达地区已形成新兴中小企业群。这是由于经济发达地区专业化分工越细，中小企业产业聚集度越高，地区经济越有活力，容易形成中小企业群。中小企业群发展能够形成规模化效应，降低成本，形成整体竞争力。

目前我国中小企业的发展受制于诸多因素的干扰，下面四个因素显得特别引人注目：（1）客观因素。受行政管制经济传统的影响，自由创业的环境较差，创业精神不足，创业回报较小；同时，中小企业的发展对劳动力流动的要求较高，但劳动力流动在我国受到较严格的管制，这进一步限制了创业冲动。另外，在传统体制下，行业进入壁垒较高，中小企业创业者拥有的小额资金不足以支付“租金”和其他沉淀成本等。（2）社会信用体系不够完善，法制建设和交易文化的不成熟，都不能支持良好的信用机制生成和发育成熟。这进一步导致中小企业创业者的短期行为，反过来削弱社会信用体系。（3）与创业企业发育环境相匹配的知识产权保护是创业者激励机制发挥作用的根本前提，但是知识产权保护在国内极不规范，侵权现象比比皆是，降低了知识创新的动力。（4）融资机制不完善、渠道不畅通、手段单一也严重影响中小企业发展的路径和创业者的成本—收益结构。

当前，我国既需要进行国有企业的战略重组和传统产业的升级换代，又需要迎头抓住转轨经济的良机，赶上全球经济结构调整的浪潮。在这种双重任务和压力下，建立一个支撑新经济快速发展的现代金融体系已经刻不容缓。中小企业发展需要的金融服务支持包括了三个层次：（1）创业投资基金，它的最大优点是能够分散风险，迎合各种风险偏好的投资人需求。（2）灵活的债务资金，通过较高的风险贴水，迎合风险喜好人群的投资需求。（3）创业板市场，通过集中交易风险产品，提高风险暴露能力，增加信息流、资金流和财产

流的周转速度，提升创业企业的资源配置效率。这三个层次分别涵盖了处于不同发展阶段的中小企业的融资需求。

创业投资这一概念进入中国已经有 20 多年的历史了，早在 1984 年，国家科委科技促进发展研究中心就与英国专家合作，对中国高科技产业的发展问题进行了研究。英方建议，中国要发展高科技产业，就必须发展创业投资。1985 年出台的《关于科学技术体制改革的决定》指出：“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给以支持。”这是我国政府文件中首次提出创业投资的概念。此后，随着我国金融体制改革的不断深入，资本市场的迅速发展和法律环境的不断改善，推进我国创业投资体系建设的时机已经基本成熟。从 1997 年初开始，科技部联合国家科委、财政部和人民银行等部委，组织专家就建立具有中国特色的创业投资机制问题进行了研究，并于 1998 年下半年提出了初步方案。1999 年，按照国务院领导的指示，科技部牵头，会同原国家计委、原国家经贸委、财政部、人民银行、税务总局、中国证监会等部门，在 1998 年初步方案的基础上，出台了《关于建立风险投资机制的若干意见》，即通常所称的“七部委文件”；科技部还会同有关部门对相关的配套政策进行深入研究。从这一系列的政策进程可以看出政府对发展创业投资的重视。

从世界各国创业投资的发展经验可以看出，要想发展创业投资，其退出机制也是十分重要的，虽然退出路径很多，但是各国的实践证明，建立创业板市场是推动创业投资快速发展、保证创业资本（创投资本）顺利退出以实现资本收益的最有效方式。同样，我国对于建立创业板市场，完善创业投资体系的政策研究也在 1998 年正式启动。1999 年 8 月 20 日，中共中央、国务院出台了《关于加强技术创新，发展高科技，实现产业化的决定》，其中，第九部分明确指出：“在做好准备的基础上，适当时候在现有的上海、深圳证券交易所专门设立高新技术企业板块。”这标志着有关创业板市场的研究开始进入具体政策的研究制定阶段。

2000 年 4 月，中国证监会领导在中国风险投资运营机制高级研讨会上提出了建立“第二交易系统”的政策思路，提出创业板市场是一个独立运行的股市，将深圳证券交易所 A 股股票转到上海证券交易所继续交易，深圳证券