

zhongxiao qiyequn fazhan
de ziben shijiao
chuangye touzi
yunxing jili he anli

F276.3
201

中小企业群发展的资本视角

创业投资运行机理和案例

杨 华◎著



中国财政经济出版社

10

中小企业群发展的 资本视角

创业投资运行机理和案例

杨 华◎著

zhongxiao qiyequn fazhan
de ziben shijiao
chuangye touzi
yunxing jili he anli

图书在版编目 (CIP) 数据

中小企业群发展的资本视角：创业投资运行机理和案例/杨华著.
—北京：中国财政经济出版社，2004.6

ISBN 7-5005-7317-0

I. 中… II. 杨… III. 中小企业-企业经济-研究 IV. F276.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 048592 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: cfeph @ drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 22.75 印张 320 000 字

2004 年 6 月第 1 版 2004 年 6 月北京第 1 次印刷

印数：1—3 000 定价：42.00 元

ISBN 7-5005-7317-0/F·6391

(图书出现印装问题，本社负责调换)

序

近年来，我一直关注如何进一步加强支持中小企业的发展、解决好融资难的问题。为了寻找切实可行的解决途径，我曾经走访了十几个省市自治区进行专题调研，直接听取中小企业、人民银行、商业银行、银监会、证监会和各级政府部门等多方面的意见和建议。在调研过程中，我深切感受到解决中小企业融资难的问题刻不容缓，同时也一直思考着如何有效发挥资本市场的功能，加强支持中小企业的发展。

杨华同志专著《中小企业群发展的资本视角——创业投资运行机理和案例》对解决中小企业融资难，扶持中小企业发展进行了有益的探索。

毫无疑问，中小企业对我国国民经济的发展起着不容忽视的重要作用。首先，中小企业是经济增长的主要力量。2003年，中小企业创造的最终产品和服务的价值占GDP的50%以上，提供的产品、技术和服务出口约占我国出口总值的60%，完成税收占我国全部税收的43%。其次，中小企

业是吸纳劳动力就业的主要渠道。2001 年底，中小企业从业人员占我国城镇总就业量的 75% 以上。

然而，目前中小企业融资难的问题已经成为制约我国经济持续健康发展的瓶颈之一。从资金需求看，现阶段中小企业迫切需要大量资金，用于扩大生产规模，组建销售网络，增加技术储备，招募优秀人才。从资金供给看，中小企业持续发展所需的资金主要来自于企业内部自有资金和外部融资（包括银行贷款、资本市场直接融资和财政拨款）。显然，中小企业内部资金来源远远不能满足生产流通发展的客观需要，急需外部资金支持。在股权融资方面，主板市场门槛较高，中小企业难以逾越，而创业板尚未正式建立。在债券融资方面，由于企业债券市场发展缓慢，审批条件较高，中小企业基本不能通过发行企业债券融资。在银行贷款方面，商业银行缺乏支持中小企业发展的激励机制，对中小企业的贷款支持力度不够；《贷款通则》和有关规定限制过严，中小企业缺乏银行认可的抵押品和健全的信贷担保。因此，中小企业要想获得贷款困难重重，“贷款难”已成为社会普遍关注的问题。据原国家经贸委统计，我国约有 80% 的中小企业存在贷款难、融资难问题。在政府资助方面，我国虽然设立了中小企业创新基金等基金，但资金规模太小，增长速度太慢，与我国众多中小企业快速发展的实际需求不相适应。

众所周知，金融市场是现代市场经济的核心。马克思也在《资本论》中深刻地论述了货币资本在社会生产整个过程的功能和作用。金融市场是市场经济发展的大动脉，为社会化大生产源源不断地提供资金这一新鲜血液；金融市场广泛地筹集社会资金，为工商企业提供资金来源，为投资者提供投资渠道，实现社会资源的优化配置，提高资金使用效益；金融市场发展为科技进步注入强大的动力和源泉。金融是科技成果转化为实现生产力的助推器。金融市场通过股权、期权、利率、风险等激励和约束机制促使中小企业以最少的资金投入寻求最大的产出，取得最佳的经济效益。要搞活中小企业，要发展中小企业，就必须依靠金融市场。

当前，无论是中小企业，还是金融部门，都面临着进一步解放生

第四，金融服务方式和服务手段需要不断完善和创新。金融部门要端正经营思想，提高金融服务的质量；要密切关注市场信息，主动为中小企业提供资产诊断、投资咨询、项目投资见证、委托贷款、出口担保、履约担保、票据贴现、出口退税抵押贷款、受益权担保贷款等多种金融服务，千方百计为中小企业的发展提供金融支持。

杨华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，又在中国证监会发行审核委员会委员、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。这些宝贵的工作经历使他有条件对中小企业融资难这样一个重要课题进行深层次的理论探索。可以说，这本书选题新颖，论述全面，资料详实，对解决中小企业融资难问题，促进中小企业发展具有较高的理论价值和现实意义。我谨对杨华同志新书的出版表示祝贺，同时希望有更多的人认真地思考和研究中小企业发展和融资问题。

周正庆

2000年六月十日

前言

我曾经长期站在产业组织的角度关注企业发展战略问题，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企业中进行过实地调研。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，这些提炼在我已经出版的《装备工业发展研究》丛书可见一斑。

从2001年开始，我换了一个角度思考创业企业发展的路径问题——资本支持问题。当时我在证监会规划委工作，创业板的市場呼声很高，大家都发表了很多比较成熟的意见，我的角度，主要是站在产业组织的立场，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：一个是风险投资基金，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；第二个是灵活的债务资金，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；第三个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。《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。

本书交叉使用了管理学、经济学和金融学的一些理论观点和原理，其中管理学被用来解决特定中小企业发展的微观问题，经济学被用来解决产业组织问题，金融学的理论则被用来解决资本和企业的结合问题。笔者把中小企业简单看作是一个个投资机会，运用金融理论确定他们的风险—收益结构，然后寻找适合这些风险—收益结构的投资基础。这样一个分析过程，特别有助于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。

和以往讨论创业板的书籍不同，本书没有花费太多的笔墨说明创业板迫切性，一是由于创业板的迫切性问题，笔者认为已经解决了；二是由于中小企业板和创业板还是存在着差异，我们可以列举几个这样的差异供参考。

(1) 中小企业的主要特征有一个发展的过程。以前我们讲中小企业，一般是指所有权结构比较简单的企业，股东人数很少，甚至只有1个，因为个人的出资能力有限，这样的企业往往规模较小。技术进步的速度加快以后，一些小企业/中小企业往往被作为技术孵化的载体，变成了一些技术进步的催生体。此时，中小企业的特征更多地被人们用公司组织来发展，股权也比较分散，而且不同的股东具有了很强的功能性特征：一部分股东出资，并以套现为经营目的；另一部分股东创新技术，以技术长入经济谋求技术的经济利益为经营目标。此时，中小企业与创业企业出现了局部交叉，但区分仍然存在。

(2) 中小企业和创业企业的区别依赖于人们的风险识别能力，就是说这个区分本身具有很强的功利特性。人们为了识别风险的方便，才在中小企业中把创业企业集中起来，方便投资人做出判断。这一点在我国目前讨论创业企业股权的集中交易时，具有非常重要的意义。如果我们觉得自己在识别风险方面已经掌握了很高的成熟技术，那么我们有信心构建一个创业板市场，如果不是，那还是把这个板块的范

围放大一点，等候市场的成熟。

在本书即将出版的时候，我要特别感谢我的老领导原机械工业部部长、国家计委副主任、重庆市市长、现任中国国际咨询公司总经理包叙定同志，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；我还要特别感谢原证监会主席、现任全国人大财经委副主任周正庆同志，他现在还有繁重的立法工作要做，但因为能够经常关心我在理论学习和实践方面的积累情况，给了我不少鼓励，使我有信心完成此书；另外要感谢全国政协和一些大专院校的领导和朋友，他们提出的很多建议，开拓了我的思路。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 华

2004年6月6日于满庭芳园

目 录

导 论 (1)

- 第一节 中小企业融资的囚徒困境：本书的选题背景
..... (3)

- 第二节 交叉学科尝试：研究方法
与结构安排 (8)

- 第三节 市场和管制的“双人舞”：
本书的主要思想与基本
结论 (9)

第一章 金融结构、高科技产业与创 业资本市场 (16)

- 第一节 金融市场结构与创业资
本市场 (17)

- 第二节 中小企业、高科技产业
与创业资本市场 (22)

- 第三节 中小企业群体的飞跃机
遇：创业资本市场的意

义	(47)
第四节 创业资本市场功能的理论性分析	(52)
第二章 创业资本市场体系：理论一般	(54)
第一节 创业资本的概念结构：风险—收益角度	(55)
第二节 创业资本市场的界定	(62)
第三节 历史沿革：创业资本市场的功能与定位	(67)
第四节 创业资本市场的运作机制	(79)
第三章 创业投资和中小企业融资决策	(90)
第一节 发行人角度：创业资本的融资决策	(91)
第二节 投资人角度：创业资本的投资决策	(97)
第三节 创业投融资决策的模型分析	(106)
第四章 创业投资的投资实现和退出方式：目标结构	(112)
第一节 创业投资的市场模式分析	(113)
第二节 创业投资的上市机制	(121)
第三节 创业投资的交易机制分析	(137)
第四节 创业投资的退出机制分析	(151)
第五章 创业企业的产权结构与治理特点	(169)
第一节 创业企业的治理结构	(170)
第二节 创业企业产权结构与公司治理	(172)
第三节 创业投资中的信息不对称问题	(189)
第四节 创业板市场中的典型委托代理关系	(201)
第五节 创业板市场股票摘牌制度	(208)
第六章 创业资本市场发展的国际比较	(213)
第一节 创业资本市场的发展模式及简介	(214)
第二节 创业资本市场发展的模式比较	(228)

第七章 路径选择：我国创业资本市场的体系构建	(254)
第一节 多层次资本市场体系中的创业资本市场	(255)
第二节 我国创业资本市场发展的概况	(260)
第三节 创业资本市场在国内发展的障碍	(266)
第四节 国内主板市场与创业板市场的关系	(277)
第五节 国内创业资本市场的目标模式及策略	(283)
第八章 国内创业资本市场的管制政策与法律体系	(304)
第一节 创业投资体系中政府职能定位	(305)
第二节 我国创业投资政策框架与目标	(321)
第三节 中小企业板市场的监管风险及其制度防范	(331)
参考文献	(337)

导 论

党的十六大以后，随着国民经济产业结构的调整，国有大中型企业的竞争力进一步加强；同时，以民营经济为代表的中小企业也进入了一个新的发展时期。在中国加入 WTO 背景下，中小企业的发展对于活跃经济、解决就业、稳定提升社会机体的生命力起着重要作用。据国家信息中心、国务院发展研究中心、中国企业家调查系统等单位联合对我国中小企业的经济发展状况进行的调查和分析，截至 2003 年 10 月，我国共有中小企业 3 190 万家，从业人员 3.74 亿人。中小企业创造的最终产品和服务的价值占我国 GDP 的 50% 强，解决就业占我国城镇总就业量的 75% 以上，提供的产品、技术和服务出口约占我国出口总值的 60%，完成税收占我国全部税收的 43.2%。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。

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，发达地区、欠发达地区分别是 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和区域政策有关。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。(4) 中小企业对研发重视不够。在经济发达地区，中小企业表现出较强的创新意识。发达地区 32.1% 的中小企业设置了研发部门，欠发达地区研究部门设置的比例仅 25.9%。无论是发达地区，还是欠发达地区，中小企业的技术创新投入均较低，企业的技术创新处于起步阶段，地区间中小企业创新投入的特征尚不明显，企业创新投入占销售收入的比重仅占营业收入 2%~3% 和 5% 以上。

中小企业目前面临的困境主要体现在融资的制约上。我国大部分中小企业存在融资渠道不畅、管理不科学、技术创新能力弱、产业结构不合理、抗风险能力差等问题，这些因素制约了中小企业的发展。其中，融资困难是制约中小企业发展的主要瓶颈，而管理不规范、产业结构不合理、信誉度不高又是造成融资难的重要因素。在我国，中小企业无论是在直接融资还是间接融资方面均存在渠道不畅的问题。(1) 我国证券市场由于存在较高的融资门槛和发行体制改革，使管理普遍不规范、经营决策随意性较大、没有完整的业绩记录、财务报表真实性不确定且不愿意公布财务状况的中小企业难以直接通过资本市场融资。(2) 以重点扶持国有大中型企业为导向的银行贷款政策使国有商业银行因中小企业资产规模、经营规模较小、产业层次较低、产品竞争力不强、获利能力欠佳、企业整体信誉度不高等原因而对中小企业拒之门外。(3) 由于我国缺乏全国统一的信用评估机制和监督机

制，中央预算尚未明确担保资金，没有形成完善的全国性担保体系，缺少为中小企业融资提供服务的中介机构。民间互助形式的担保贷款银行尚未形成气候，这从一定程度上影响了中小企业的民间融资。

第一节 中小企业融资的囚徒困境： 本书的选题背景

自从 20 世纪七八十年代以来，随着作为第一生产力的科学技术的日新月异，世界经济的发展已经经历了许多深刻的变化。正是由于技术创新和金融创新等活动的不断涌现，产业组织结构和技术路径都发生了深刻变化。竞争表现出新的特点，导致了作为社会经济活动重要组成部分的资本市场发生了显著的变化。

人类在经历了农业化、工业化浪潮之后，随着以电子计算机、生物技术、新能源、新材料为代表的科学技术的日新月异，世界经济发展已步入知识经济时代。知识和科技成为经济增长的引擎，以智力密集和技术密集为特征的现代科技产业的大量涌现，使得高新科技成为新一轮的经济增长点和一个国家取得长期竞争优势的决定性因素。然而，要使现代高科技成果实现向生产力的转化，资金是最重要的。没有资金的支持，高科技的持续开发和迅速产业化就无法顺利完成。科学技术成果商业化和市场化程度的加深导致了对资本市场创新的需求，而资本市场的创新又为科学技术成果的商业化和市场化创造了条件，进而刺激了创新活动。正是由于这种相互作用、相辅相成的结果，逐步在资本市场范围内形成了一种崭新的资本市场形态——创业资本市场。

20 世纪 90 年代美国经济的发展过程向人们昭示，美国经济增长奇迹源于信息产业的迅速增长和突飞猛进。美国的经济发展最早是从农业起步的，之后出现了工业革命；到第二次世界大战期间和战后相当长的时间内，由于汽车、造船和军事工业的需求，钢铁和能源工业成为了美国经济的支柱产业。近 30 多年来，随着人们需求的增长，

汽车和住房建设成为美国经济的两大龙头产业，推动着美国经济的发展。然而，上述传统产业目前在美国经济中的作用和地位虽然不是昔日黄花，但重要性却远不如以前。最明显的例子是，美国通用汽车公司尽管在销售收入、资产规模上要比美国微软公司大得多，但其公司的股票市值比美国微软公司的股票市值要小得多。可以说，高科技信息产业的出现和成熟，已经成为美国经济发展的新的推动力。根据美国商务部和美国电子协会的统计资料，1993~1998年间，信息技术产业为美国创造了1500万个新的就业机会，高新技术产业已经成为美国雇用职工最大的行业，其职工工资比全国私营企业平均工资高出73%。高新技术在国内销售和出口方面也已成为美国最大的工业部门，其产值约占美国国内生产总值的8%。美国经济增长的贡献30%以上要归功于信息技术。进入90年代以后，美国高科技产业得到了迅猛发展时期，电脑和电讯业的增长速度是美国经济增长速度的两倍。整个90年代，美国的医疗服务和高科技是美国经济增长速度最快的行业，大大超过了传统上被认为是美国经济主导产业的汽车制造、建筑和化工等的发展。美国经济因为其出色的表现也被经济界和舆论界冠以“新经济”和“新时代”的美誉。

追根溯源，我们可以看到在美国，带动经济增长的动力是技术的进步、高科技产业的发展。但更深层次的问题是，美国的高科技企业是如何发展起来的呢？尽管推动高科技企业发展的因素很多，但一家高科技企业从诞生到发展壮大过程中与资本市场的融资支持是密不可分的，尤其是依赖于一种与过去融资关系截然不同的新型融资关系——创业资本支持下发展起来的中小企业群体。中小企业的组织形式，以及中小企业赖以支持的创业资本正好符合高科技产业的融资特点，能为其提供便利的融资服务，并推动其市场化和进一步创新。反过来看，新的创新和新的融资又进一步繁荣了高科技产业，推动了经济的增长。正是在这样一个良性循环的发展过程中，创业资本市场发挥了其独特的、不可替代的专业化作用。自从创业投资起源于美国并被实践证明其重要作用后，其逐步被各国所效仿并在全世界范围内得到了迅速发展。

我国进入 20 世纪 90 年代以后，虽然在体制改革和对外开放方面取得了重大进展，经济增长速度仍保持较高的水平，但在结构调整方面的进展则不甚理想，新的经济增长点没有及时形成，致使经济增长缺乏后劲。中小企业的发展受制于诸多因素的干扰，比如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”和其他沉淀成本等等。（2）社会信用体系不够完善，法制建设和交易文化的成熟，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，又需要迎头赶上新经济的浪潮。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。创业资本市场正是迎合金融和技术创新相结合的需要应运而生的产物。全社会都已认识到，为实现国民经济的可持续发展的战略目标，科学技术对经济发展有着十分重要的推动力量，正如邓小平同志所说，“科技是第一生产力”，并开始实施“科教兴国”战略。随着当今世界经济全球化、一体化的逐步加深以及知识经济的到来，科学技术已经成为经济发展的推动力量，成为决定一国取得竞争优势的制高点。因此，提高我国的综合国力，提高我国经济竞争力，培育和发展我国创业资本市场，促进高科技成果产业化，发展中小企业，推动技术创新，解决当前严峻的就业压力，已经势在必行。所有这些已经得到了政府部门和学界的大力支持，并在实践中取得了一定的成绩。

中小企业发展需要的金融服务支持包括了三个层次：（1）风险投