

第一篇

风险企业上市概论

第一章

风险企业上市作用和方式

一、风险企业的特征及“瓶颈问题”

（一）风险企业的特征

相对于传统产业而言，风险企业具有“三高”特征，即高投入、高风险、高收益。因此风险企业总是以高科技为先导，承担较高风险，获得较高收益。其主要体现在：

1. 高投入

风险企业的形成和发展过程，实际上是高新技术成果商品化、产业化的过程，其实施过程的每一环节无不凝聚着大量的资金、人力、时间和资源等要素，而资金则是头等要素。以高新技术产业化过程中的研究与开发阶段来说，发达国家对研究与开发（R&D）投入一般占国民生产总值（GDP）的2%~3%。如美国、日本、德国1990年R&D经费投入分别占国民生产总值的2.74%、2.91%、2.89%。

2. 高风险

由于风险企业一般是一种全新的产业，在其自身发展过程中存在着诸多的不确定性，因此，风险产业要面临较高的风险。这些

风险主要是技术风险、市场风险、管理风险、财务风险。

(1)技术风险：技术开发方面的各种不确定性因素，如技术难度、成果成熟度与商品化的差距、开发周期和技术寿命期，特别是高新技术大多处于当代科学技术的前沿，具有明显的超前特点，由创新而增加的技术含量远远超过传统技术。

(2)市场风险：难以确定的市场需求、上市时机、竞争能力和产品替代性。

(3)管理风险：管理层判断决策失误，缺乏适宜的营销方案和组织人事制度。

(4)财务风险 资金不足 难以周转 缺乏支付能力。

以美国的生物技术企业为例，在筹建阶段的失败率竟高达 90% 而企业建立后的第一年、第二年至第三年、第四年至第六年这些阶段的失败率则分别是 65%、40%、20%。其后，大体上才能逐渐步入持续经营的行列。

3. 高收益

投资中的风险与收益是一个问题的两个方面，投资的高收益与高风险往往是相辅相成的。对于风险企业来说，高新技术产业化的投资收益惊人，不像一般产业是以平均利润率作为机会成本来衡量投资报酬率。在克服了上述不确定性因素的影响后，风险企业往往伴随着产品性能的先进、生产工艺以及手段的先进，市场竞争对手的相对较少等等。因此，其投资收益也比一般产业要高，体现出高风险、高收益的规律。据经济学家测算，美国航空航天投资的效益比为 1:14 即投资 1 美元，可收回 14 美元。预计从 1985 年至 2010 年的 25 年间，美国空间商业化收益将在 6 000 亿至 10 000 亿美元之间，其效益之高，可见一斑。

（二）风险企业的“瓶颈问题”

从上述特征可以看出，作为高技术产业的主体，风险企业很难像一般企业那样从普通融资渠道获得资金。这种情况在企业初创阶段尤为突出，企业规模小，基本没有固定资产或有价证券作为银行贷款抵押品，资产负债表不符合银行贷款条件，没有商业信誉可言。而且由于受计划经济体制的束缚和限制，长期以来，我国风险企业发展资金主要来源于银行的指令性贷款和政府给予的贴息扶持。银行的指令性贷款和政府扶持虽然在一定程度上解决了少量的产品前期投资的资金问题，但力度远远不够。

改革开放以来，我国高新科技产业有了快速的发展，无论是基础研究还是应用研究都有较大的进步。据国家统计局公布的资料显示，“八五”期间我国取得的科技成果有 16 万项，重大科技成果 3 514 项，其中国家科技进步奖 2 199 项。在科技成果转化应用方面，效果却很不理想，“八五”期间所获得的直接经济效益只有数亿元。16 万项科技成果，产生的直接经济效益仅数亿元，由此可反映出我国科研、生产、市场之间脱节的严重程度。我国每年有专利技术 2 万多项，省部级以上科研成果 2.5 万多项，但转化成商品并形成规模效益的仅占 10%~15%，远远低于发达国家 60%~80% 的水平。

科技成果商品化产业化程度低的原因在于资金供应渠道单一，使资金供应总量不足。当前我国发展高新技术产业的资金供应渠道主要是银行贷款（占 60% 左右）、企业自筹（占 10% 左右）及少量国家拨款和地方投入（占 7% 左右），这种资金供给结构与高新技术企业的高收益、高风险及其投资周期长等特点不相适应，客观上限制了用于高新技术产业发展的资金总量。从国内投资资金的使用上看，从基础研究到技术开发再到产业化，其结构比为

1:0.7:100 而发达国家是 1:10:100，我国用于研究开发的资金明显不足。不论是资金总量不足还是资金使用结构不合理，归根到底是风险投资不足造成的。我国先后成立的中国新技术创业投资公司和中国经济技术投资担保公司等，由于缺乏长期资本来源和必要的市场法律环境等，最终也很少涉及风险投资领域。全国 96 家创业中心也普遍本金不足（平均每家的资本金不足 100 万元），有资料显示，即使在已转化的科技成果中，风险投资也仅占 2.3%。

二、风险企业上市的作用

证券市场是市场经济的重要组成部分，它提供了一种机制和场所让投资的供需双方在公正、公平、公开的原则下进行自由组合。筹集资金和优化资源配置是证券市场的主要功能。通过证券市场能有效地解决风险企业的融资渠道问题，同时也能促进风险企业的快速发展；通过风险企业的证券上市，使风险得到市场的正确定价，同时还能有效地解决风险投资的撤出问题，并引导更多的社会资金参与风险投资。

（一）上市能为风险企业开辟高效融资渠道

风险企业上市发行股票筹集资金，为企业进一步发展提供资金条件。风险企业一般为高科技企业，在其发展初期所需资金一般可以依赖于风险资本市场上的融资，尽管这些资金伴随着高科技产品从开发期走向成熟期，但所能提供的资金量一般都很小。高科技产品的高成长性决定了其对投资的大量需求，特别是当高科技产品进入成熟期以后，为了尽可能占领和垄断市场，为了取得规模收益，庞大的资金投入更是高科技企业成功的关键因素。同

时,高科技产品面对着激烈的技术和市场竞争,企业处于一个不断创新的过程中,要求连续的资金投入,证券市场的多次筹资功能可以改善高科技企业的资金供给条件。这些筹资方式包括:首次公开发行股票、二级发行股票(即上市后的再次发行股票)发行可转换债券、发行债券和发行高收益债券等。图 1-1 至图 1-5 分别列示了美国近年来证券市场为高科技行业的筹资概况。

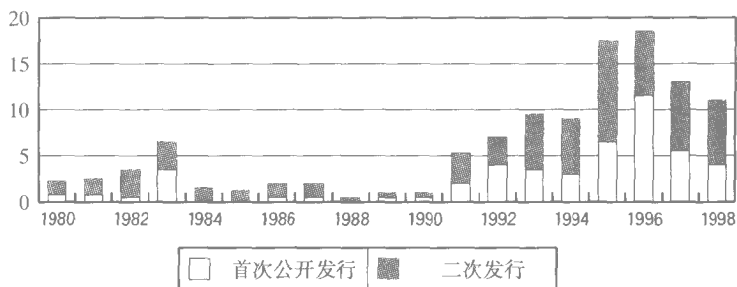


图 1-1 高科技行业股票发行概要 (1990~1998.7)
(单位:10 亿美元)

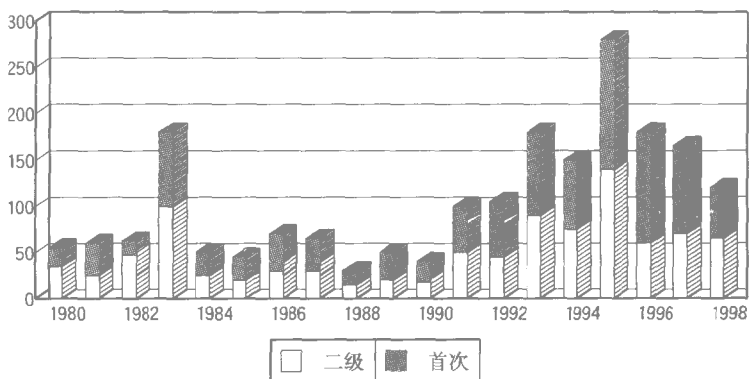


图 1-2 高科技行业股票发行宗数 1990~1998.7)

资料来源:Securities Data Corporation

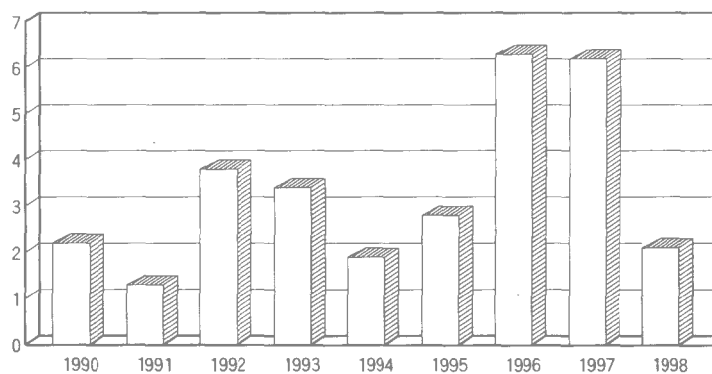


图 1-3 高科技行业债券发行概要 1990~1998.4)

(单位:10亿美元)

资料来源:Securities Data Corporation

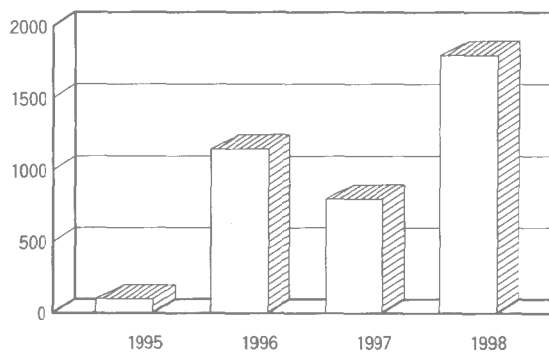


图 1-4 高科技可转债发行概要 1995~1998.4)

(单位:100万美元)

资料来源:Securities Data Corporation

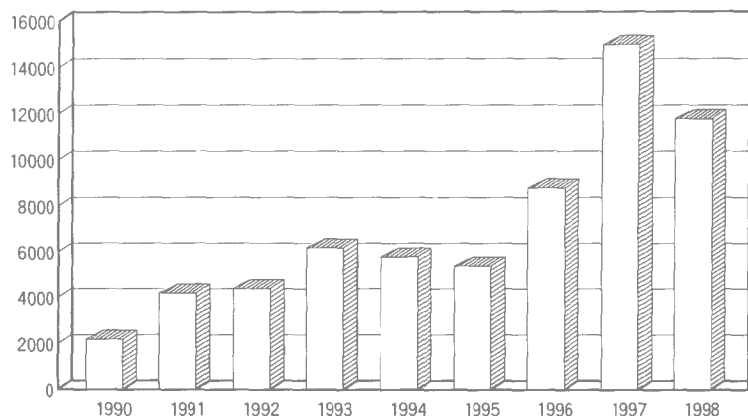


图 1-5 高科技可转债发行概要 (1990~1998.4)

(单位:100 万美元)

资料来源:Securities Data Corporation

(二) 上市能促进风险企业高速扩张

通过股票上市,风险企业的产品营销环境、资本运营环境和财务状况都可以得到极大的改善。

从产品营销环境上看,股票的上市交易大大地增加了产品的知名度,同时各投资银行、投资咨询公司对企业的研究报告,也极大地加深了消费者对产品的了解,能有效地增加产品的销售量。

从资本运营环境上看,由于股票的上市,企业有了成本较低同时又很稳定的筹资渠道,因此风险企业可以运用资本市场的兼并收购等手段快速壮大自身的实力,从而达到以资本运营促进产品运营的目的。从图 1-6、图 1-7 可以看出,资本市场上的兼并和收购越来越被从事风险投资的高科技企业所广泛采用。

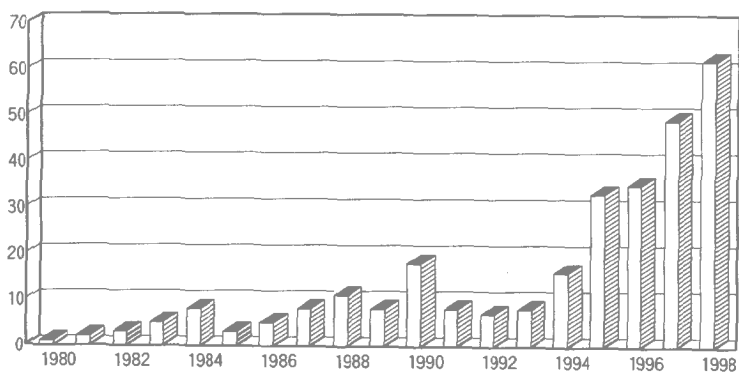


图 1-6 美国高科技行业并购涉及金额概要 (1990~1998.4)

(单位:10 亿美元)

资料来源:Securities Data Corporation

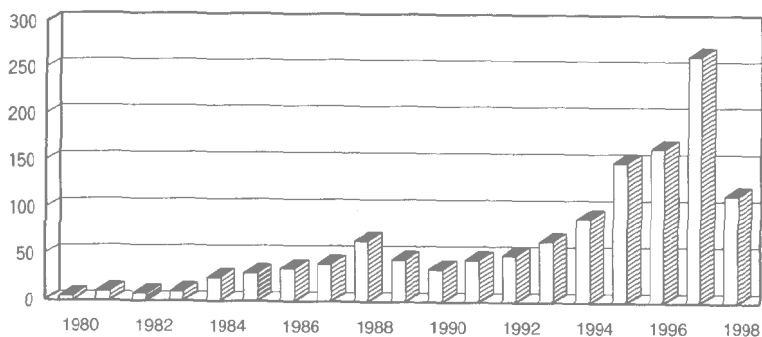


图 1-7 高科技行业并购宗数 (1990~1998.7)

资料来源:Securities Data Corporation

享誉全球的高科技企业——微软公司，也正是由于股票的发行和上市、以及证券市场中的融资与并购，才有今天的辉煌。表 1-1 中列出了微软公司自首次发行股票以来，通过证券市场的融资与并购情况。

表 1-1 微软的融资与并购一览 单位(百万美元)

	日 期	目 标	收 购 人	项目价值
1	09/14/89	微软	微软	63.82
2	03/23/92	Fox Software Inc	微软	174.8
3	02/14/94	SOFTIMAGE Inc	微软	139.0
4	07/06/94	微软	微软	348.0
5	12/21/94	Microsoft Network	TCI Technology Venture	125.0
6	04/12/95	Wang Laboratories Inc	微软	90.0
7	07/03/96	微软	微软	1 380.0
8	11/15/96	Microsoft Network	微软	125.0
9	04/07/97	Web TV Networks Inc	微软	425.0
10	06/09/97	Comcast Corp	微软	1 000.0
11	08/06/97	Apple Computer Inc	微软	160.0
12	06/15/98	SOFTIMAGE Inc	Avid Technology	284.3

资料来源: Goldman Sachs

微软公司自 1986 年首次发行股票到 1998 年 其年度预期收益从 1.7 亿美元增长到 51 亿美元 增加了 29 倍；其公司价值从 6.8 亿美元增长到 2 190 亿美元 增长了 360 倍，其股价上扬了 30.893%。从图 1-8 中可以看出微软公司自首发股以来股票市值的增长情况。

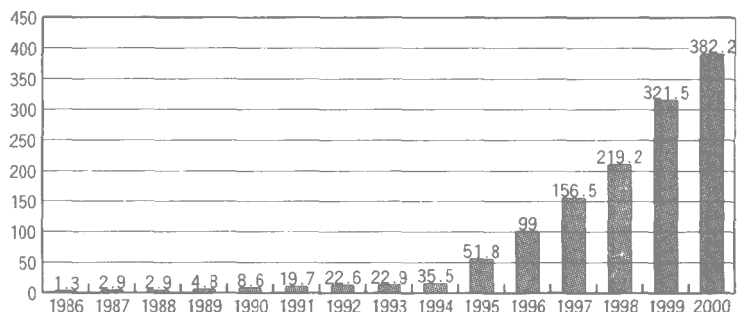


图 1-8 自首发股以来微软公司股票市值的增长

(单位:10 亿美元)

注 截止 2000 年 8 月 10 日

更令人惊奇的是 Yahoo! 公司。该公司于 1994 年创建,1995 年正式成立。Yahoo! 于 1995 年 4 月获得 Sequoia 资金公司发展性融资 随着 Yahoo! 的不断壮大,公司聘请了正式的管理人员,1996 年 1 月获得 SoftBank 价值 1 亿美元的融资。由于认识到有必要筹集更多资金用于创立品牌,进一步促进公司发展和巩固公司的领导地位,Yahoo! 决定发行股票。在实施首发股前,Yahoo! 仅拥有不到 50 名员工、两个季度的收益业绩、一年成为股份公司的历史、两位不到 30 岁的创始人。但是,通过证券市场,Yahoo! 成功地实施了首发股计划,并筹集到了 3 890 万美元的资金。

通过股票上市后,Yahoo! 的增长速度更加迅猛,到 2000 年,其中期收益为 6 500 万美元 是 1996 年的 25 倍 其股票市值为 710 亿美元 是 1996 年的 210 倍 其股价上扬了 46 倍。

(三) 上市能使风险企业合理定价

证券市场的又一功能是风险定价。高风险是风险企业的一大属性,为了便于投资者特别是中小投资者直接投资于高科技产业,

就必须对高科技产业的风险进行定价。证券市场具有很强的风险定价功能。在现代金融理论中，证券市场又称公开市场，它指的是在比较广泛且已制度化的交易场所对标准化的金融产品进行买卖的活动。根据交易费用理论和信息经济学理论，在金融交易中，人们更重视的是信息的公开性与可得性，更重视的是资产的流动性。由于证券是标准化的，且有发达的二级市场，在信息的公开性和资产的流动性等方面，证券市场都比其他市场有明显的优势。同时，由于在证券市场上资金的价格可以通过较公开的竞争来形成，这种交易活动，在迅速平衡资金的供给和需求的同时，能够较为准确地为资金形成统一的市场价格。总之，在现代经济中，通过证券场所完成的高科技产业的风险定价功能，以及引导资金配置的功能是其他任何融资活动所不能取代的。从美国微软、Yahoo!、DELL 等高科技企业上市后表现就可以看出，正是因为有了证券市场给他们进行的风险定价，才吸引了无数的投资者，才使得这些企业能在短时间内成百倍地增长。

（四）上市能促进风险资本循环

证券市场中，高科技企业上市是风险资本得以退出并实现增值的主要途径。如前所述，风险资本是以资本增值的形式取得投资报酬，不断循环运动是风险资本的生命力所在。因此，当风险资本伴随着企业走过最具风险的阶段后，必须要有出口让其退出进入下一个循环。通常情况下，风险资本的退出有上市和出卖两种方式，其中上市是比较重要的，也是较具确定性的方式。

除上述几个主要功能外，企业上市还具有“推荐”和“优化”作用。推荐作用是指上市公司的品牌在市场上广为流传，为企业扩展市场、吸引人才、扩大合作起到了“广告”效应。优化作用是指企业上市后的经营管理活动要按市场规范进行并接受市场监督，这

对优化企业经营机制起到了积极作用。

综上所述，证券市场在培育高科技产业上具有不可替代的重要作用。然而，世界各国的实践表明，充分发挥这种功能需要各种条件的配合。由于新生高科技企业具有高风险、小规模、建立时间短等特点，为其营造良好的市场条件需要在上市标准、上市费用、交易制度等方面作深入研究，制定出一套合适的办法。在这方面，国际上有成功的经验也有失败的教训，下面将重点分析国外成熟的证券市场是怎样培育高科技产业的，以便我国证券市场在培育高科技产业方面得以借鉴。

三、风险企业上市方式

风险投资主要以处于成长期的高科技企业为投资对象，这些企业由于处于创业期，市场前景很不确定。财务状况的不稳定使其较难通过证券市场筹措资本，而企业自身的特点也很难获得银行贷款。显然，传统的融资手段难以为其发展提供充足的资本。为了寻找一座合适的“桥梁”，世界各国的创业板市场应运而生。通过创业板市场进行首次公开招募并不断地发新股，成为众多风险企业最主要的上市形式。

也许是公众投资的因素，作为风险投资资本撤出的一个重要手段 首次公开招募 (IPO) 近年来愈来愈受到关注。以目前最成功的纳斯达克市场为例，这个伴随硅谷成长起来的新兴股票市场，其中 80%~90% 是高科技类企业，现已成为仅次于纽约证券交易所的全球第二大股票市场。纳斯达克市场为风险投资的退出提供了有效的途径 通过风险企业的公开上市 使风险企业创业家、风险投资家和投资者都获得了丰厚的利润。如微软、英特尔、康柏等发展初期都曾通过创业资本取得投资。

事实上，近年来欧美风险投资的迅速发展，与欧美证券市场的持续走牛有着密切联系。兴旺的证券市场为风险资本的最终退出提供了畅通渠道。如 1996 年美国由风险投资支持的公司上市数量达到了 261 家，共融资 118 亿美元，平均每个公司融资 4 500 万美元；1997 年这一数据为 134 家和 53.9 亿美元。据美国“第一风险”投资信息公司发表的报告，1999 年美国共有 248 家新公司在风险资本支持下上市，并创造了筹资 194 亿美元的新纪录。该报告同时指出，从 1996 年～1999 年，由风险资本支持的新上市公司的平均市场资本总值大幅上涨，从 1.7 亿美元涨至 3.2 亿美元。

风险投资在我国发展时间虽然不长，但已经有搜狐、新浪等网络公司通过 IPO 方式成功地在美国 NASDAQ 市场上市的案例。

此外，间接上市也越来越普遍。有的风险企业发展到一定程度，被上市公司购并，达到了间接上市目的；也有的风险企业在得到风险投资资金的大力支持后，收购上市公司，达到了买壳上市的目的。在中国证券市场上，也出现了直接参与设立风险投资公司如中青旅；联合开发风险投资项目如第一百货；买壳上市如创智科技等多种探索。

第二章

主要国家和地区创业板市场介绍

风险企业由于其高风险性，并处于成长期，一般都不具备到主板市场上市的条件，因此，世界各国为了扶持风险企业的发展，纷纷开辟了创业板市场，鼓励风险企业到创业板市场上市。

目前，国际上的创业板市场主要有：美国全国证券交易商自动报价市场 (NASDAQ)、英国另项投资市场 (AIM, Alternative Investment Market)、法国新兴证券市场 (Nouveau Marche) 以及在此基础上发展而成的全欧洲范围的欧洲新市场 (EURO-NM) 位于比利时、面向全欧洲的 EASDAQ 市场，我国台湾的场外证券市场 (ROSE)，新加坡证券交易及自动报价系统市场 (SESDAQ)，马来西亚证券交易及自动报价场外证券市场 (MESDAQ) 吉隆坡证券交易所创业板市场 (KLSE) 等等。

各国的创业板市场在以下几个方面具有共同特点：

(1) 对于上市公司过去的经营业绩灵活要求，并不设立最低盈利，以排除高成长的公司因盈利低而不能挂牌；

(2) 提高对最低公众持股量的要求，以保证公司有充裕的资金周转；

(3) 设定主要股东的最低持股量及出售股份的限制，如两年内不得出售名下的股份等，以使公司管理层努力发展业务，并保持对股东的承诺；