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:36.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换〈路通〉)

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　上市公司的成长性是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。世界各地区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和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 Portniaguinab E（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企业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。应该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，认为从早期的的成长模型发展到新的的内生成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和市场特性。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资（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，起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增长，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）对在中国的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 等人提出的平衡计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。平衡计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。平衡计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。Ohlosn 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，创业投资是支持创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年才能通过蜕资取得收益，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；创业板市场不应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，资本市场和高新技术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。当前整个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

动要依赖于高科技企业的利润成长，只有当高科技转化为切实的可预期获得丰厚的利润的企业或产品模式，并创造大量的需求时，纳斯达克指数才会稳步上升。

吕晓峰（2001）认为，企业创新是经济变动的重要因素，而创新作用的发挥只是“蜂聚”在某些时期。导致纳斯达克衰落的根本原因在于美国新经济已过创新的“蜂聚”时期。进入 2000 年以来，生产和服务不断标准化，新经济产品开始出现阶段性饱和状况，市场竞争下降，收益率也下滑。因此，虽然说创业板是创新企业的摇篮，但是企业创新与成长是创业板市场保持有效运行的基础。只有上市公司具有真实的高成长潜力，给予投资者满意的回报，创业板市场才能具备良好的筹资功能，成为高新技术企业的摇篮。王国刚（2001）在总结纳斯达克指数暴跌影响时指出，概念不能取代业绩。股价最终是以上市公司能够提供的营业收入、利润等为基础的。股市走势最终取决于整体上市公司的经营业绩、市场竞争力和成长潜力状况。另外，业绩不能虚置。目前高新技术领域的竞争已趋于激烈，每一新公司的命运都扑朔迷离。因此，在创业公司申请上市时，不仅应强调信息充分披露，而且应该有一定的经营历史、最低盈利水准和实现预期增长的保障功能。

在明确上市公司的成长性是创业板市场的核心之后，关键的问题是如何客观和公正地衡量和评价上市公司的成长潜力和基础。我国学者对创业板市场的主体，即成长性中小企业和高新技术企业的成长性因素也做了一些有益的探索。杨松令（2003）认为利润是测度企业成功的最有代表性的指标。他对我国沿海和中部的 8 个省份的 300 余家样本中小企业进行了分析和调查，并采用 SPSS V10.0 统计软件包对其进行处理，对可能影响企业成功的各因素采用逐步删除法建立模型。结果显示，资本对企业成功与否影响显著；而开业年限、行业、业主管理经验等因素与企业是否成功无显著相关关系。蔡宁和陈功道（2001）认为，行业决定了企业的竞争边界和竞争规则，内在成长性表现在企业的技术创新能力、经营管理者素质、产品的市场潜力和企业的经营效率及企业文化等方面。陈劲和 Chawla（2001）对中美两国小企业成功的关键要素进行了比较研究。他们设计了调查问卷，对样本企业的小企业主进行调查，考察其对各自行业关键成功要素的理解。他们采用 Varimax 流程对有关小企业成功的 41 个关键因素进行分析，结果发现：由于两国的文化、政治及经济特征差异而形成截然不同的环境时，两国小企业成功要素也不完全相同，在由市场关注程度、区域问题、竞争力、行业问题和发展趋势、资金能力以及业主自身的动机和能力所构成的复杂环境下，中国的小企业主是一个重要的参与者。中国或美国小企业主所感觉到的成功要素结构的显著不同是关于资金需求的满足及资金的可获得力和可提供力。徐迁和张士伟等人（2003）较为系统地对企业成长性进行了归因分析。他们从净利润增长率指标出发，建立了增长率的经济模型，并运用演绎的逻辑分析方法，对决定增长

率的因素进行了分析，认为成长性因素由经济环境、行业特征和企业特点三个层面组成。邬爱其和贾生华等人（2003）对国内外企业成长决定因素理论进行了概括，认为国外学者的研究大多以发达市场经济为背景，且仅考虑企业内部因素。由于我国还处于建立和完善市场经济体制阶段，企业生存和发展的外部环境十分复杂，所以，产业属性和地域文化等因素也值得重视。姜彦福等（2004）对识别和选择创业机会的评价指标的重要性和序列进行了实证分析，认为不存在绝对的权威评价标准。通过对中国资深创业者和一般管理者的调查问卷分析，得到的序列依次为行业与市场、经济因素、收益能力、竞争优势、管理团队、致命缺陷、个人标准和战略性差异。其中人的因素是评价时最需要优先考虑的因素。

影响企业成长的因素错综复杂，如何综合各种因素的影响、全面和客观地评价企业的成长潜力，也是我国管理学界长期探讨的艰巨课题。目前，国内较有影响的企业综合评价体系主要有以下几种：1998 年，国家统计局提出企业业绩评价的综合指数法。该方法简洁实用，设计的 7 个指标可以反映企业业绩的基本状况；缺点在于该系统侧重于测评企业已完成的经营成果和财务状况，忽视对企业发展潜力的鉴定。1999 年，财政部等五部委联合发布《国有资本金效绩评价操作细则》，从财务效益、资产营运、偿债能力和发展能力四个方面对企业的业绩进行综合评价。2002 年进行了修改，加强了对成长性的评价。修订后的指标体系和权数更加科学和合理，但是有些指标的设计仍有重叠，定性指标和定量指标的权重是主观确定的，受经验判断的影响。

吴世农和李常青（1999）收集整理了沪、深两市的 200 家公司的财务指标的历史数据，应用费希尔二类线性判定方法，建立起估算我国上市公司成长性的判定模型。该判定模型主要是针对主板市场发展已经较为完善的上市公司，不太适合于创业板市场处于成长初期的中小型上市公司；另外，由于软件工具的限制，其研究采用二类线性判定，只能区分成长与非成长两大类公司，而不能识别公司成长的速度。蔡宁和陈功道（2001）根据香港创业板市场的上市条件、标准和内地中小型高新技术企业的现实发展能力，研究了内地中小高新技术企业在香港创业板上市筹资的竞争能力，从企业成长性、管理层的能力经验和企业运作的规范性三个方面构建了评价指标体系，并运用群组决策方法确定指标的权重，对内地中小型高新技术企业在香港创业板市场的筹资竞争力进行了综合评估。这套评价系统的设计较为全面和系统，运作细腻和完整，各指标的权重设置合理，缺点是选取指标繁多、评价分散和操作繁琐。

企业竞争能力是影响企业成长的关键因素，因此企业竞争能力评价与企业成长性评价有密切的关系。2003 年，金碚等推出一套企业竞争力评价系统，该系统将反映企业竞争力的指标分为测评指标和分析指标两大类。其中测评指标包括销售收入、近 3 年销售收入年平均增长率、利润总额等 10 个指标，反映企业竞

争的结果和表现；分析性指标包括近 3 年的技改投资与信息化建设投资占销售收入的比重，R&D 占销售收入的比重、拥有专利数 3 个指标，反映竞争力消长变化的原因或者决定因素。这套评价体系简明扼要、突出重点，将科技的投入和变化作为反映的重点；缺点在于指标的测试点过于集中，测试点的分布不够系统，部分指标的相关性过强。

陈琦伟等（2002）认为，创业投资的显著特点是高度不确定性，并难以找到类似的参照物。创业投资项目评估中现金流量的预测在很大程度上依赖于评估所用的假设条件。在创业投资项目评估中常用的方法有层次分析法、多目标决策分析法、净现值法和期权法。一般要从创业者素质、市场潜力、产品技术、公司管理、财务和国家政策环境等方面对投资项目进行综合评价。范柏乃和沈荣芳等人（2001）参照国外创业企业成长性评价研究的结果，设计了测量问卷，对中国 30 家创业投资公司和 60 家创业企业进行了问卷测量，在信度和效度分析基础上，运用 SPSS V10.0 社会统计软件对测量获得的数据作了因素分析，得出了中国创业企业成长性分层递阶评价指标体系。其优点在于针对创业企业高度的不确定性，突出成长性，部分弥补了传统评价指标的缺陷；其不足在于完全抛弃了对企业盈利性、销售增长率和企业营运能力等财务指标的评价，指标体系缺乏系统性；另外，该研究测量的取样范围有限，评价结果也有待于采用不同的可信度和有效性交叉验证进行证实。

2000 年初，国家经贸委中小企业司等部委组成的联合课题组推出了一套评估成长型中小企业的评价方法（GEP），随后，在经过 3 年多的广泛、深入的研究调查基础上，2003 年又提出修订方案。修改后的企业的成长性衡量包括企业的定量指标测评系统、定性指标测评系统和未来成长预期测评系统三个子系统。定量与定性组合共 28 个指标。该评价方案在方法上运用二维判断法来设立模型，从空间和时间两个维度上考察企业的成长轨迹，考察企业连续发展的速度和质量。从评价点分布角度来看，该评估模型设计严谨、全面，方法科学，其理论基础也较为坚固；缺点在于其指标的设计期限过短，仅以当年或两年的业绩变化来评价企业成长性缺乏稳定性和可信度；另外，定性指标比重过大，在测评时主观性过强，难以准确把握和操作。

第四节　本书的研究方法

作者在研究时采用实证研究与规范分析相结合、理论推导与实践总结相统一、分析与比较相对应、定性研究与定量测试相配合的研究方法。

一、实证研究与规范分析相结合的研究方法

对研究客体进行定量的深入的实证研究是现代管理学发展的基本方向。作者在写作过程中，凡是在资料允许的条件下，尽可能地使用了实证分析方法。例如：在第二章对创业板上市公司的特点进行分析时，在第四章对创业板市场与企业成长性的互动关系进行论证时，在第五章对创业板上市公司的成长因素进行分析及第七章对创业板上市公司成长性进行评价时都采用了客观的实证分析方法。同时，本书也结合使用规范分析方法，因为规范论证与实证分析是相互统一的。例如：在第三章对现代企业成长性决定因素进行分析时，在第六章对创业板上市公司成长性评价的理论基础和基本框架等章节的论证中，采用了规范分析方法。在第四章对创业板上市公司成长因素的识别和分析等章节中，采用规范推理和实证论证相结合的方法。

二、理论推导与实践总结相统一的研究方法

在第二章对创业板上市公司的性质和特点进行分析时，在第四章对创业板市场与企业成长性关系进行分析时，在第五章对创业板上市公司的成长因素的识别与分析研究时，在第六章构建创业板上市公司的成长性评价的理论基础和框架时，在第七章对创业板上市公司的成长性评价进行实证分析等章节中，首先对国内外相关理论研究进行总结和评述，然后结合我国实际情况进行分析和阐述，探讨我国的具体实际状况及运用。作者在分析时，还运用理论推导和调查问卷相结合的方法，设计模型、选择样本和实证检验模型。

三、比较与分析相对应的研究方法

选择适当的参照物进行比较，可以清晰地了解研究对象目前的状况和基础。例如：在第二章，通过对美国纳斯达克市场、香港创业板市场、香港联合交易所主板市场、深圳主板市场和中小企业板块市场等的结构比较，来分析创业板上市公司在行业分布、企业规模、成长性和发展阶段等方面的特征；在第四章，通过中国和美国两国学者对创业板市场讨论重点的比较分析，得出由于各国不同的技术、经济和社会发展环境的因素影响，各国的创业板市场有不同的模式和发展途径的结论等。

四、定性分析与定量测试相配合的研究方法

运用数学和统计方法对研究对象进行准确的定位和分析是现代管理学发展的重要内容之一。在本书中能够运用定量分析的领域，都尽量使用定量分析，使分析结果较为清晰和准确。例如：在第二章对创业板上市公司行业分布和资源结构

等特征的分析中，作者运用SPSS V10.0统计软件，进行描述性统计分析、列联表分析和条形图分析，使用模糊数学集合构造成长周期阶段识别模型；在第五章对创业板上市公司成长因素的识别和分析中，首先依据国内外研究成果，提出成长因素假设，然后，建立计量模型，运用逐步回归方法，逐个引入解释变量，得到对因变量影响显著的解释变量，以实证检验原假设；在第七章对创业板上市公司成长性评价模型的构造时，运用层次分析法方法构造判断矩阵、进行因素重要性比较和确定权重等。在本书中，也运用了必要的定性分析方法。例如：在第三章对现代企业成长性决定因素的分析中，在第五章对创业板上市公司成长性因素的识别与分析中，在第七章对创业板上市公司成长性评价的实证分析中，对一些不可量化的定性指标的设计和评价进行了定性分析。

第五节　本书的研究思路和写作内容

本书围绕着创业板上市公司成长因素的识别、分析和评价展开。

（1）探讨创业板上市公司的性质和特点，为客观和全面地评价其成长性奠定基础。从企业及其成长性概念出发，梳理了国内外有关企业成长的决定因素的理论，总结出现代企业成长性的决定因素。

（2）分析了创业板市场与企业成长性之间的互动关系，论证了企业成长性是创业板市场发展的核心。

（3）针对创业板市场高技术含量和高成长性中小上市公司的特点，深入研究高技术型中小企业和高成长性中小企业的成长因素的识别和分析方法。①作者根据国内外研究成果，提出理论假设。②通过问卷调查和回归分析，实证检验原假设。在以上对创业板市场上市公司特点和成长因素的分析结果的基础上，论证了创业板上市公司成长性分析的必要性、可能性；提出创业板上市公司成长性评价的基本思路；并界定评价的主体、客体、基本内容和框架。③在研究国内外评价模型和方法的基础上，根据创业板上市公司及其成长的特点，设计出一个较为完整的成长性评价指标体系，并对各项指标进行了标准化处理，从而建立评价模型体系。进而从香港创业板市场抽取企业样本，实证检验模型。

创业板高技术型和高成长性中小上市公司具有高度的不确定性特征，从而决定单纯依据历史信息评价模型具有较大的风险性，据此，作者阐述了运用实物期权理论对创业板上市公司的成长潜力进行评估的意义和基本方法，探讨将基于历史信息的成长性评价模型和基于现实价值评估为基础的期权定价评价方法相结合，客观、公正地评价创业板上市公司成长状况和潜力的必要性、可能性和基本内容。

本书的内容共分8个部分，其具体结构与内容如下：

第一章，导论。阐述本书写作的背景，综述国内外理论研究动态，介绍本书

的研究方法、写作思路和基本内容。

第二章，创业板上市公司的性质和特点。本章分析处于成长初期的创业板市场上市公司的性质和特征。作者首先分析作为创业板市场的前身和核心的创业资本的起源、性质和和特征，为准确把握创业板市场的本质建立基础；然后，在总结相关研究的基础上，较为系统地概括了创业板市场的性质和特征。本章的重点是第三节，即研究和分析创业板上市公司的性质和特征。作者以美国纳斯达克市场、香港创业板市场等主要创业板市场和深圳中小企业板块市场上市公司为样本，应用SPSS V10.0统计软件等对其资源结构和成长特征进行描述和分析。发现从资源配置和上市公司的行业分布来看，创业板市场的资源配置结构和上市公司行业分布与主板市场有显著的差异，且在不同地区、不同时期，各创业板市场的行业分布也不相同。从企业发展的生命周期阶段分析，创业板上市公司的主体是经过萌芽期和培育期的初步发展，已突破了成长初期的束缚，在规模上有待于进一步扩大，在结构上进一步整合的成长性中小企业，从模糊数学集合上分析，它们属于生命周期的成长阶段；从企业的规模和类型分析，创业板上市公司的规模以中小型企业为主；从动态的成长速度和能力分析，创业板上市公司之间的成长速度和能力有较大的差异。

第三章，现代企业的成长因素分析。本章研究现代企业成长性的概念和基本的决定因素。作者首先界定企业的性质及其成长的概念；然后，对现代企业成长理论的演变和发展进行了较为详尽的梳理。从企业资源能力论（Penrose R，1959），到竞争优势和竞争战略研究（迈克尔·波特，1980；1985），到核心竞争力理论（Prahalad C，Hame G，1990），再到目前对学习性组织和创新机制的研究（Firth L，Mellor D，2000），人们对企业成长及内在制约因素的认识不断深化。在不同时期，企业成长性的决定因素在不断地发展变化。从手工工场时期的劳动分工发展到工业经济时期的资本、劳动和企业家才能，再到知识经济时代的创新、技术变革和无形资产，这种演变反映了人类进步的过程，也体现了企业成长的足迹。在知识经济时代，企业的成长能力是建立在其核心竞争能力平台上的。核心竞争力的根本价值在于它能够根据形势发展，在不断调整过程中利用优势和机会，应付挑战和风险，为企业重新获得动态成长优势。企业获得核心竞争力的关键在于建立企业内部的学习机制，因此，企业内部的学习机制是决定企业未来成功的关键因素，是企业长期进步和发展的基础。最后，对现代企业成长的其他因素进行了分析和论证。

第四章，创业板市场与企业成长性的关系。本章论证创业板市场与企业成长性的互动关系。作者首先对国内外学者的相关研究进行简要评述。对创业板市场与企业成长性的理论关系的研究，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。本章从创业板股票市场的共性和特性两个

方面来分析其对企业成长的促进作用，论述建立多层次资本市场有利于从根本上解决中小企业发展和融资难的问题。拓宽直接融资渠道，不仅有利于缓解中小企业融资难，而且资本市场特有的市场评价、规范、监督和激励机制对中小企业的健康成长和规范运作有着特别重要的意义。最后，本章提出并论证了企业成长性是发展创业板的核心观点。创业板上市公司的快速和稳定成长，是创业资本市场良性发展的基础。作者在总结美国纳斯达克成功的经验和其他创业板市场失败的教训的基础上，从规范和实证相结合、理论和实践相统一的角度展开论述。

第五章，创业板上市公司的成长性因素的识别与分析。在第三章的基础上，本章进一步研究创业板市场的上市主体，即高技术型中小企业和高成长性中小企业成长因素的识别和分析。首先，在对国内外学者相关高技术型中小企业和高成长性中小企业的成长因素的研究总结的基础上，对其成长性因素提出理论假设。从一般意义上理解，高技术型中小企业和高成长性中小企业的成长因素主要有四个方面，即经营者和员工的基本素质、技术创新和应用能力、市场和公共关系能力、财务状况和潜力。作者设计了调查问卷，向江苏省部分中小型高技术企业的高级管理和技术人员进行了问卷调查；并依据 2000～2002 年期间江苏省无锡市 216 家中小型高新技术企业的统计资料，以年均的经济增加值作为企业成长性指标，结合主成分特征和特征向量，分别计算各因素的综合指数，采用逐步回归方法分析各因素的影响关系，以实证检验理论假设。

第六章，创业板上市公司的成长性评价的理论基础和框架。本章提出并论证创业板上市公司的成长性评价的理论基础、基本思路和框架。本章首先对评价的性质进行了定义，提出企业成长性评价是对企业未来成长潜力的判断和评价，是鉴定企业未来的发展趋势和潜力，包括测度企业发展的方向、速度、能力和结果。然后，对国外学者的相关研究进行了简要评述。Kaplan R S 为建立新的企业业绩评价体系进行了开创性的探讨；随后，作为一个独立领域的企业成长性评价的相关理论和实践得到了较快的发展。本章第二节分析了创业板上市公司的成长性评价体系的理论基础和内容，对创业板上市公司的评价主体和客体、基本要素、评价标准和方法五个基本问题进行了界定。最后，提出创业板上市公司的成长性评价的基本思路和框架。提出上市主体应明确定位为具有创新优势的高新技术企业和具有高成长潜力的中小型企业；应建立和健全政府主导下的严格有序的发行审核制度，防止上市公司的道德、信誉危机；要制定和执行科学合理的入市资格和检查制度，确保上市公司具备真实的成长潜力和发展基础；应该尽快建立和发展适当的成长性评价模型和技术，加强成长性监控。

第七章，创业板上市公司的成长性评价的实证分析。本章设计了创业板上市公司成长性的评价模型和方法，并提取企业样本实证检验模型和方法的效应。首先，在对国内外相关研究总结的基础上，根据评价的要求和创业板上市公司的性

质和发展阶段的特点，本着简化、适用和突出重点的原则，采取定性与定量相结合、绝对值与相对数相配合、财务指标与非财务指标相统一、历史性评价和行业内外比较相协调的原则，作者构建了创业板上市公司 4 个层面 20 项成长性评价指标。然后，建立评价模型，对传统的直线法公式进行了修正，采用德尔菲法对定性指标量化，采用层次分析方法确定各层次指标的权数，构造判断矩阵。最后，从 2004 年 1 月香港创业板市场持续上市的上市公司中选取了 20 家软件生产和经营企业样本，实证检验评价模型和分析其成长前景。评价结果与样本企业的成长性趋势比较相符，模型检验结果与现实走向一致，说明评价模型较为客观地反映了样本企业的成长性。针对创业板上市公司的高度不确定性，作者还阐述了使用实物期权理论对其进行评估的意义和方法。作者探讨了将基于历史信息的成长性评价模型和基于现实价值的期权定价评价方法相结合，客观、公正地评价创业板上市公司的成长状况和潜力的必要性、可能性和基本方法。

第八章，总结和展望。本章总结全书的研究成果和结论，并提出进一步研究的建议和思路。作者对本书的主要研究结果进行了概括，提出在进一步研究该课题时，成长性评价指标的简洁性和系统性设计、成长潜力的实物期权类型识别和定价计算问题、历史信息评价与现实价值评价的有效结合方式等问题是进一步深入研究的重点。

第六节　本书的创新点的说明

与现有的文献相比较，本书的创新点主要表现在三个方面。

一、创业板上市公司性质和特点的分析方法

Tether B S 和 Storey D J（1998）从生命周期阶段、产业环境变化和成长过程等方面对欧洲的中小型高技术企业的性质和特征进行了分析，但是并未对其结论进行实证检验。Wilbon A D（2002）等人使用逻辑回归方法对美国证券市场中初始上市发行之后生存 5 年以上的高技术型中小企业的特征进行了研究，发现这些公司有较多的知识产权和熟练的高级管理者，他认为通过加强核心科技资源来提高结构的惯性，对公司上市后的生存有较大的作用。其研究是基于科技管理的特定角度，由此得出的结论有较大的局限性。吴文军和王国刚等（2002）对未来中国创业板上市公司的性质和特征进行了推理，然而，受国情限制，没有进行实证检验。张笑雪（2002）和金晓斌（2004）以深沪主板市场为基础，根据国际通行的创业板上市条件和中小企业的划分标准，从深沪主板市场选择一些企业，构建了一个虚拟的创业板市场，对其上市公司的特征进行了分析。然而，主板的上市条件和运行环境与创业板市场有较大的差异。陈路（2004）在深圳中小企业

板块启动两个多月后，对 34 家已完成发行的上市公司的行业分布、科技含量、竞争优势、地区分布、盈利能力、成长性等特征进行了总结。一方面，由于中小企业板块才开始运行，上市企业的特征分布还不明显；另一方面，受“两个不变，四个独立”实施框架[①]的限制，中小企业板块的上市公司和创业板上市公司的成长环境还有较大的差异。总之，上述研究主要采用理论推测和一般统计描述的方法，受环境制约未进行深入和比较的实证检验。

作者以纳斯达克、香港创业板市场和深圳中小企业板块市场等上市公司为样本，通过与主板市场的比较分析其性质和特征。作者采集香港创业板市场、深圳证券交易所市场、中小企业板块市场 3 个市场上市公司的行业分布的资料，进行列联表分析和卡方检验，以上 3 个市场的上市公司总数为 776 家，远远大于 40；使用 SPSS V10.0 软件运算的卡方值为 311.675，p 值为 0.000，小于 0.5；表明以上 3 个市场上市公司的行业分布差别具有显著的统计意义。在研究伊查克·爱迪思（1997）、熊义杰（1996）等人的企业生命周期模型基础上，使用模糊数学集，建立起企业生命周期的模糊识别模型，从主要创业板市场的定位、上市条件和标准等方面来对创业板上市公司的生命周期阶段进行模糊识别。

作者还从主要国家的中小企业的划型标准、市场对上市公司的规模要求和样本上市公司的实际规模等方面来认识创业板市场上市公司的规模特征。作者进而对创新点、说明进行了典型样本的采集和重点分析，通过基本成长性指标的测算、描述性统计分析和频数分布图分析等对香港创业板市场上市公司的成长性进行了观察。

二、“创业板上市公司成长因素的识别与分析方法”创新点说明

Penrose R（1959），迈克尔·波特（1980）和小乔治·斯托尔克等从规范分析和逻辑推理的层次研究了企业成长的决定因素和机制，但是未进行实证检验。Ghosh B C（2001）等人较为系统地归纳了中小型企业和高技术企业的成长因素，并进行实证分析。例如，Kakati M（2003）选择 27 位经历过成功和失败的创业投资者，选用 6 组 38 个识别标准，以调查表的形式请被选创业投资者进行判断，然后运用聚类分析法、多元回归模型和因子分析方法进行交叉验证。在其设计的识别标准中，有 3 组 21 个识别标准是对企业家的素质、能力和战略的测评，而对产品和财务的识别标准仅有 5 项和 4 项，这种设计体系针对种子期和培育期的创业企业是适合的，但不适用于已经度过家族期、公司治理结构日臻完善的创业板上市公司。另外，其数据计算全部建立在被选创业投资家的经验判断基

① 深圳证券交易所．深圳证券交易所设立中小企业板块实施方案．2004 年中小企业板块启动特刊．第 42 页

础上，结果缺乏客观性和全面性。杨松令（2003）对我国沿海和中部的8个省份的300余家样本中小企业进行了分析和调查，采用SPSS V10.0统计软件包对数据进行处理，对可能影响企业成功的各因素采用逐步删除法建立模型。该研究将利润作为企业成功的唯一标准，因变量的设计过于简单；另外，其调查问卷中自变量指标的设计只有11项，覆盖面较窄，系统性不强。徐迁和张士伟等人（2003）采用深沪两市的上市公司样本，对企业成长性进行了系统的归因分析。但是，他们研究的“成长性”是股票的成长性，而不是企业的成长性；受此局限，他们侧重于价值分配因素分析，而对价值创造因素的分析不够全面和系统。概括来说，以上学者的识别方法主要有规范推理、专家判断和统计检验。然而，我们认为，孤立地使用任何一种方法都容易造成认识的偏差。

作者从“成长性”的完整定义出发，针对创业板市场高技术含量和高成长性中小企业的特点，提出财务状况和潜力、人力资源力量、技术创新能力、市场和社会关系能力4个层面20项识别因素假设。然后，向江苏省部分高新技术中小企业进行了问卷调查，并依据2000～2002年期间江苏省无锡市216家中小型高新技术企业的统计资料，采用逐步回归方法分析各因素的影响关系，实证检验原定性假设。作者采用从规范推理到实证分析、从理论阐述到实际验证反复严谨求证的方法，将国内外学者的研究、调查取得的主观判断结论和客观的统计分析结果相结合，分析结果较有力地支持了理论假设。（有关论文发表在《证券市场导报》2004年第5期，获得国家发展和改革委员会中小企业司和深圳证券交易所联合征文优秀论文奖，并在新华网、中国证券网、全景网权威财经报告中转载；收入中华人民共和国科技部、国家发展与改革委员会中小企业司等部门举办的“第三届中小企业融资论坛”论文集）。

三、创业板上市公司成长性评价模型和方法

Kaplan R S和Alkinson A A（1998）提出创新点说明原理。平衡计分卡评价的起点放在测评企业如何为客户创造价值、建立核心竞争力方面，还从内部业务角度来评价企业的技术能力、制造能力、设计能力和创新能力。Kaplan使企业评价由传统的短期战术评价发展到长期战略评价，为成长性分析奠定了方法论基础，但Kaplan只是提出了基本的思路，并未提出具体的评价技术和模型。在此基础上，Laitinen E K等（2002）开发出一套中小型高技术企业的综合业绩评价系统（IPMS）。但它是基于内部管理角度的，其指标繁多，评价复杂，不适用于对创业板上市公司的社会评价。范柏乃和沈荣芳等人（2001）在问卷调查的基础上，设计出中国创业企业成长性分层递阶评价指标体系。其缺点在于完全抛弃了对企业盈利和销售增长率等财务指标的评价，指标体系缺乏系统性；也未进行实证检验。2003年，国家发展与改革委员会中小企业司等组成的课题组在对

2001 年的方法修订的基础上，推出了新的成长型中小企业的评价方法。该评估模型设计较为全面，缺点在于其指标的设计期限过短，仅以当年或两年的业绩变化来评价企业成长性，缺乏稳定性和可信度；另外，在 28 项评价指标总额中，定性指标有 18 个，占指标总数近 2/3；主观性过强，难以准确把握和操作。总之，以上评价模式的缺点为：选择的评价指标受会计方法影响大，评价期限较短，定性指标比例过大，采用功效系数法总计分造成大量的有用信息量损耗。

本书本着简化、适用和突出重点的原则，采取定性与定量相结合、绝对值与相对数相配合、财务指标与非财务指标相统一、历史性评价和行业内外比较相协调的原则，构建了创业板上市公司财务潜力、人力资本力量、市场和社会关系、技术与创新能力 4 个层面 20 项成长性评价指标。在指标体系设计时，吸收了 EVA 等财务报告校正指标，引入现金流动负债比率、企业法人治理结构和管理制度等效用性较强的指标，删除了常用的存货周转率、流动比率等功效较低的指标，对相关性较强的指标进行了合并；在设计评价方法时，根据创业板中小型上市公司大多数亏损、经济增加值为负数的实际情况，对传统的功效系数法进行了修正，取消固定的 60 分值，将 100 分值全部根据指标值在满意值和不允许值之间所处的位置确定，结果减少了有用信息的损耗，使评价公式更加适用于成长初期的中小型企业的需要；为消除异常波动的影响，将评价期间从一年、两年扩展到三年；采用层次分析方法构造判断矩阵，确定各指标的权数。最后，从香港创业板市场选取样本企业，检验模型和分析其成长前景（相关论文发表在华中科技大学学报（自然科学版）2004 年第 10 期）。

第二章　创业板上市公司的性质和特点

准确地界定创业板市场上市公司的性质，认识其发展的特征，对于正确地认识创业板市场上市公司的成长因素，客观公正地设计其评价模型和方法，促进中国创业板市场的产生和健康发展，具有重要的基础作用。首先，本章分析创业资本的起源、性质和特征，以便了解创业资本市场的本质和核心，也为创业板上市公司的特征分析提供历史背景；其次，从创业板市场的产生、功能和作用等方面分析其性质和特点，为创业板上市公司的研究提供环境基础；最后，从理论和实践相结合的角度，对现有创业板市场上市公司的行业分布、资源结构、规模类型和成长阶段等方面的特点进行系统和全面的分析，为以后章节的成长性和评价研究奠定基础。

第一节　创业资本的性质和特点

创业资本市场是企业和资本市场发展到特定历史阶段的产物。创业板市场的前身是创业权益资本，简称为创业资本。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。

美国是创业资本的起源地，对创业资本性质的研究也较为系统。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、领域和性质等方面进行了界定。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。Landskoner Y 和 Paroush J（1995）从创业资本的兴起、领域和风险性进行概述，认为创业资本是 20 世纪 70 年代中期以来兴起的一种新型的资本形式，主要是向处于成长初期的新生企业特别是新科技企业提供。这些企业具有高度的不确定性和信息不对称特征。

欧洲国家对创业资本的界定，相对于美国而言要广泛得多。英国创业投资协会认为，凡是对未上市企业进行的权益性投资，均可称作为创业资本的投资。创业投资的投资对象主要是未上市企业并具有潜在成长性；投资期限是中长期的权

---

① 刘曼红．风险投资：科学与金融．北京：中国人民大学出版社．1998 年．第 17 页

益投资[①]。在欧洲创业投资协会的文献中，“创业投资”和“私人权益资本”两个词是同一个概念，创业资本实际上是私人股权资本的另一个名称（Leslie A 和 Jeng P，2000）。创业资本除了对创业期企业进行的投资外，还用于对杠杆式收购（LBO）和管理层收购（MBO）以及危机企业的金融重组活动进行融资。欧洲经合组织国家的概念与欧洲国家较为接近。认为以高科技为基础，生产与经营技术密集型的投资，都可以被视为创业投资。1996 年，欧洲经合组织国家在关于《创业投资和创新》的研究报告中提出：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[②]。创业投资活动具有两种不同的类型：一种是向新兴的、迅速成长的、通常是具有高科技背景的公司的投资；另一种是通过支持内部管理层收购（MBO）和外部管理层买入（MBI）活动为公司重组所进行的融资[③]。

我国学者在借鉴国外学者的研究的基础上，对创业资本的性质进行了分析。王国刚（2002）从创业资本的投资对象和行为特征来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。张树中（2001）将创业资本的特征归纳为：创业资本是一种面向高新技术企业和产品并没有担保的投资；是一种无法以内部集资、银行贷款等传统渠道获得的投资；是一种高风险与高收益并举的投资；是一种流动性很小的中长期投资；是一种资金与管理结合的投资；是一种金融与科技相结合的投资；是一种面向高新技术企业的投资。成思危（2003）将创业资本的特点总结为：创业投资是支持创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；是投资于多个项目的群体的组合投资；是一项长期的权益投资，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，并积极参加企业管理，是一种专业投资。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；是高风险、高收益的投资；是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。

综上所述，创业资本是由专业投资机构从事的对于未来具有较高成长潜力的企业所进行的权益性投资。创业资本一般具备以下特征：

（1）从投资的取向和活动领域来看，创业资本活动的主要领域是具有较高成长潜力和高科技含量的中小型企业，以企业未来的成长潜力为投资对象。创业投资的领域以高新技术企业为主体，同时，一些具有良好成长前景的传统企业也是

---

① 陈琦伟，冯文伟．创业资本概论．大连：东北财经大学出版社．2002 年．第 2 页

② 王国刚．中国创业板市场研究．北京：社会科学文献出版社．2002 年．第 58 页

③ OECD. Venture Capital and Innovation GD. 1996，168：6

创业资本投资的对象。截至2000年，美国创业资本的产业投向明显地偏重于体现“新经济”特征的网络、通讯、计算机软件等高科技部门。按投资金额的大小次序排列分别为：网络、通信、计算机软件和服务、其他产品、制药和医疗、半导体和电子、相关消费品、计算机硬件、生物制药、工业和能源等。英国创业投资的领域按金额大小排到分别为：电脑软件、网络、生物技术、其他、通讯和制药等。1984～2000年，中国台湾创业资本的产业投向为：咨询产业为22%，半导体产业为18%，消费性电子产品为16%，通讯和其他各为10%，光电产业为9%，软件产业为5%，传统制造业为4%，生物技术为3%，精密机械和自动化设备为3%[①]。

（2）从收益和风险特征来看，创业资本是一种高风险和高收益的资本。创业投资面临着经营不确定性和投资回报周期长的高风险特征。首先，新兴企业从产品研究、开发，到投产和市场销售，会面临众多的技术、财务和市场风险；另外，企业从创立、发展到盈利，要经过较长的投资周期；要承受较长期的市场环境变化和政府经济政策变化的政策风险。一项高新技术或项目从研究、开发到产业化，通常要经过种子期、初创期、幼稚期、产业化期和市场化5个阶段。创业过程主要是指前4个阶段。在此期间，企业很难争取到商业贷款，几乎所有的资金都要靠股权资本运作。因此，投入“创业”的资本通常有一个较长的“凝固”时期。从资产形态看，创业资本家拥有的资产主要是还难以为社会广泛认可的专利技术等无形资产，投资往往没有固定资产等实物抵押，一旦投资失败，创业资本将一无所获。从各国创业投资发展的历程来看，创业投资均经历了较高的失败率。美国高新技术企业的成功率通常仅有15%～20%[②]。从发达国家的实践看，创业投资的成功率较低。种子阶段的成果能够为初创阶段采用的仅有10%，初创阶段的成果能够转入幼稚阶段的只有20%，幼稚阶段的成果能够成功转入产业化阶段的比例只有30%左右。然而，创业投资一旦成功，其投资回报率也非常高。Yahoo于1996年纳斯达克上市，总回报率为3998.1%，1995年Citrix上市，总回报率达到1490%；Amazon于1997年上市，总回报率达到1230.8%[③]。

（3）从权益形态来看，创业资本是一种权益性资本。创业资本最早起源于20世纪20年代的美国，许多富裕家庭和个人向他们认为有前途的企业提供起动资金。20世纪70年代以来，养老基金、保险基金、捐助基金等机构投资者成为创业资本市场的主要供给者。从本质上讲，创业资本属于私人股权资本。它投资于

① 陈琦伟，冯文伟．创业资本概论．大连：东北财经大学出版社．2003年．第18页

② 陈琦伟，冯文伟．创业资本概论．大连：东北财经大学出版社．2003年．第4页

③ 王国刚．中国创业板市场研究．北京：社会科学文献出版社．2002年．第60页

初创期或成长初期的企业，其投资目标不在于企业短期经营的利润，而是在于企业资产的增值。即通过投入资本，参与管理，使被投资企业加速发展，在被投资企业的技术、产品和市场逐步成熟后，通过转让投资或出售股权而收回投资并获得盈利，再进入新一轮创业投资。

（4）从资本要素构成来看，创业投资是一项财务资本和人力资本相结合的权益性资本。进入 21 世纪以来，以职业金融家和专业投资中介机构的专业化管理为特征的组织化特征日趋明显。在投入资本的同时，创业投资者更重要的是投入人力资本，即利用其专业的技术和管理经验、知识和社会联系来对被投资企业的组织结构、业务流程、人力资源和经营管理方法等进行整合和改造，它不仅是对创业企业的财务资本输入，而且是对创业企业的技术、管理和关系网络等进行的整体对接。

第二节　创业板市场的性质和特征

创业板市场又被称为风险资本市场，是创业资本市场的一个组成部分。它是适应高成长性中小企业和高技术含量中小企业发展的要求而形成的一种新的资本市场形态，是广义的资本市场的一个重要的组成部分。由于经济、社会和文化制度的差异，各国创业资本市场的发展具有不同的形式。美国是创业资本市场发展较为完善的国家，其发展过程主要经历了以下三个发展阶段：

第一阶段，创业资本市场的产生和萌芽时期（1946～1957 年）。美国以其固有的创新风险文化和经济社会基础为背景，产生和发展起世界上最早的创业投资制度。其标志性事件是 1946 年成立的美国研究与发展公司（ARD）。1957 年，美国研究发展公司投资于数字设备公司并获得成功。以其为代表的创业资本的成功实践揭示了这样一个事实：传统的融资制度已不能适应高成长和高风险性创业企业的融资需求，建立一种在政府扶持下，通过民营创业投资公司向社会融资，再向创业企业提供资金和管理服务的新型的融资机制和制度是可行的。

第二阶段，创业资本市场的组织化和制度化时期（1957～1980 年）。第二次世界大战结束以后，美国等国家为支持高新技术企业和高成长性中小企业的发展，通过《中小企业法》等各种法规，鼓励发展中小投资公司，为创业资本市场提供了一种制度化的组织。创业资本制度以有限合伙制为主要形式，因为有限合伙制通常是有期限的，股东的资金是分期分批投入的，且适当的报酬体系的设计能够形成对创业资本家合适的激励机制，这种制度较好地解决了创业资本投融资过程中较为突出的信息不对称和激励机制问题。

第三阶段，创业资本得到长足的发展、创业板市场形成和发展时期（1971 年至今）。20 世纪 70 年代以来，美国等国家的创业资本得到了长足的发展，为