

“独角兽”现象对资本市场的挑战与应对策略

张跃文¹

【摘要】独角兽企业集群式出现，是数字经济时代创业企业发展的特有现象。这类企业的出现离不开时代背景和必要的市场、产业、技术及金融条件，资本市场需要理性看待它们带来的投资机会及潜在风险。为独角兽企业量身打造上市规则并无必要，我国资本市场应当坚定走好多层次发展之路，强化私募市场监管，严格执行投资者适当性制度，促进各层次市场差异化发展。在资本市场不断走向成熟和完善的进程中，逐步接纳更多独角兽企业，助力企业稳定成长，更好回报广大投资者。

【关键词】独角兽 资本市场 中国 **【中图分类号】**F8 **【文献标识码】**A

瑞幸咖啡等企业因财务造假而被迫从纳斯达克市场退市的事件，促使人们重新审视独角兽企业兴起的主观和客观条件，正确理解独角兽企业进入资本市场及其引发的潜在风险挑战。我国资本市场需要坚定走好既定改革发展道路，更好辨识独角兽企业的特质风险，在建设和完善多层次资本市场的进程中，不断优化对此类企业的服务和监管，有效管控伴生风险。

一、独角兽现象初解

独角兽是美国投资界人士对于市值超过 10 亿美元且成立不超过 10 年的创业企业的称呼，以凸显这类高成长创业企业的稀有特质。根据 CB insights 的统计，截至 2020 年 6 月末，全球独角兽企业有 475 家，总市值 1.4 万亿美元。这些企业主要分布在美国（225 家）和中国（122 家），英国、印度和韩国等国家也有部分独角兽企业。中国的独角兽企业主要分布在北京、上海、深圳和杭州等新经济重镇。

¹ 作者系中国社会科学院金融研究所资本市场研究室主任、研究员。

表 1 我国估值最高的十家独角兽企业

排序	企业名称	估值（十亿美元）	所属行业	主要投资者
1	今日头条	75	人工智能	红杉资本（中国），海纳亚洲创投基金，新浪微博，软银集团
2	滴滴出行	56	汽车与交通	经纬创投，老虎银行全球管理，软银公司
3	快手	18	移动与电信	晨兴创投，红杉资本，百度
4	大疆创新	15	硬件	Accel Partners，红杉资本
5	贝壳找房	14	互联网软件和服务	腾讯控股，高瓴资本管理，源码资本
6	比特大陆	12	硬件	Coatue Management,，红杉资本（中国），IDG资本
7	瓜子二手车	9	电子商务与DTC	红杉资本（中国），光信资本
8	猿辅导	7.8	教育科技	腾讯控股，华平投资集团，IDG资本
9	商汤科技	7.5	人工智能	Star VC，IDG 资本，盈峰资本，阿里巴巴集团
10	自如	6.6	电子商务与DTC	红杉资本（中国），华平投资集团，General Catalyst

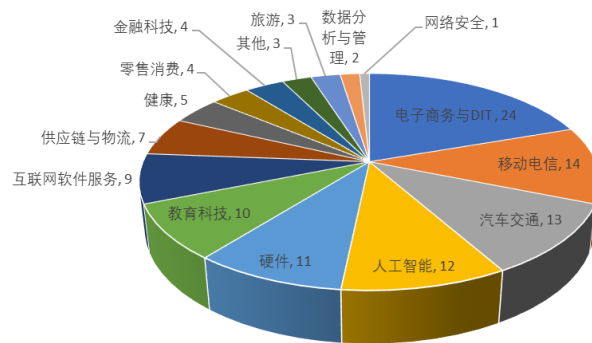


图 1 中国独角兽企业的行业分布

数据来源：CB Insights.

在互联网经济兴起以前，一家企业在几年内就达到 10 亿美元以上的市值是难以想象的。传统企业从开发出适应市场需求的产品，到建立起自己的营销网络，再到完善足以支撑自身发展的完整产业链，通常需要较长时间和高额成本。互联网的出现帮助相关行业的企业大幅度缩短了成长周期。现有的 122 家独角兽企业总市值达到 4400 亿美元，80%以上的企业分布在电子商务、移动通信、汽车交通、人工智能、网络软件和数据服务等直接受益于互联网发展的产业或者互联网周边产业（图 1）。根据陈靖等人（2019）对独角兽企业年龄的测算，2000 年以来独角兽企业的成长呈现出加速度特征，企业从创立到市值超过 10 亿美元，已经从最初的平均 13 年缩短到 2015 年以后的 2 年。由于短时间在特定产业内集中出现了众多独角兽企业，一定程度上颠覆了人们对于创业企业发展路径的认知，形成了引人注目的“独角兽现象”。独角兽现象的出现并非偶然，有其特定的市场基础、产业基础、技术基础

和资本基础。

首先，独角兽的出现得益于互联网的普及和商用所提供的广阔市场基础。流量变现是早期我国互联网企业的主要发展路径（金雪涛，2020）。庞大的互联网客群、持续增加且日益多元化的市场需求（图 2），推动平台型企业营业规模迅速扩大，以京东为代表的电商企业尽管短期内没有盈利，但却凭借其迅速扩大的市场份额使得企业市值一路飙升，后来这些企业陆续实现盈利并在各自领域展现出强大竞争力，印证了资本市场最初的估值判断。

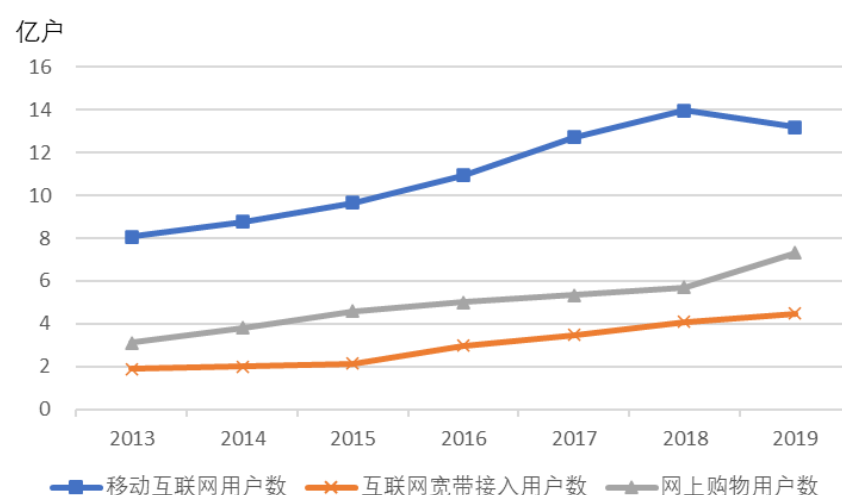


图 2 我国的互联网用户数量

数据来源：Wind

其次，独角兽的出现有其相对稳固的产业基础。令人记忆犹新的 2000 年互联网泡沫，尽管没有实现广泛的网络技术商业化，却帮助形成了早期的互联网产业基础。网络软件和硬件、数据服务、网络安全、信息传输等行业从最初主要向消费者提供服务，逐步转向为基于互联网的企业提供配套服务，极大刺激了互联网产业链条的延长和持续完善，为创业企业加快研发产品与服务，以及迅速占领市场提供了必要的产业条件。

再次，互联网、新能源、人工智能和医疗技术的突破性发展，为独角兽企业成长提供了天赐良机。根据陈靖等人（2019）的研究，如果企业处于突破性技术创新行业，其成为独角兽的时间会缩短将近 6 年。目前，信息传输、人工智能芯片及软件、云技术、大数据处理和医疗领域的生物基因技术领域已经成为相对确定的突破性技术创新行业，一批独角兽企业和

潜在独角兽企业汇聚于此，受到业界和投资者的广泛关注。

最后，大规模的资本注入成为独角兽企业的重要估值基础。2008 年金融危机以后，世界性的量化宽松货币政策大幅度增加了资本市场流动性，资金成本明显下降，但传统行业却没有为投资者提供足够的投资机会。此时以互联网为代表的新经济部门发展方兴未艾，为投资者提供了乐观预期和大量投资机会，一些市场基础雄厚、拥有核心技术和完善的产业配套的创业企业特别是平台型企业，受到资本青睐。以瑞幸咖啡为例，根据公开报道，这家企业在上市前仅用一年多的时间，至少完成了六轮债权融资和四轮股权融资，新加坡政府投资公司、中金公司、贝莱德资本等著名机构均参与其中。没有宽松的资本市场条件，再好的企业也难以达到如此高的融资密度。公开股票市场的科技股偏好客观上支持了独角兽企业的融资和成长。纳斯达克市场指数从 2010 年 6 月份的 2100 点一路上扬，到今年同期突破 1 万点；而作为我国国内科技股标杆的创业板指数开市至今也已升至 2500 点附近（图 3）。公开市场对科技股的偏爱，增加了科技型创业企业上市和原始股东退出机会，一定程度上鼓励了私募市场的创业投资热情，潜在独角兽企业估值被持续推高。当然，客观条件的支持并不能代替企业的主观努力。毕竟只有少数创业企业成为独角兽。根据现有研究，具有较强的数据分析和机会搜寻能力、强大研发能力、资源整合能力和较好媒体关系的创业企业，更有可能成为独角兽企业。



图 3 中美科技板块市场走势

数据来源：Wind

独角兽企业的两大特征，运营时间短和估值高，既反应出企业具有较强竞争力和市场认可度，同时也不得不承认这些企业通常存在明显缺陷。比如经营业绩不稳定，发展前景不确

定性较大，企业运营机制和管理机制不完善等。因此独角兽企业可以称得上是成功的创业企业，但它们还不是成熟企业。之所以将估值作为独角兽企业判别标准，缘于投资界人士对完善资本市场的信仰。Fama（1970）所提出的有效资本市场假说对西方资本市场和投资界产生了深远影响。根据这一假说，有效率的资本市场能够将与特定企业有关的一切信息都反映在其股票价格中，如果一家企业的股票估值明显高于其他同类型企业，说明这家企业具有潜在竞争优势，未来也必将具有更好的价值创造能力。但是有效资本市场一直停留在假说层面，而没有被证实为客观规律。越来越多的“市场异象”表明，即便美国这样世界上最发达、最成熟的股票市场也广泛存在定价低效率的情况，在一些低流动性市场如私募股权市场、高收益债券市场、票据市场和某些衍生品市场，价格失真的现象更加普遍。独角兽企业通常是没有公开上市，由于经营方面的不稳定特征，对于这些企业的估值往往很难采用传统的现金流折现、股利折现等保守估值方法，更不能采用市场估值法，所以常见的估值方法是类比法和投融资法。这些间接估值方法尽管操作简便，但也存在可比对象和投融资时点的局限性，估值难以做到十分准确，股东可能很难按照估值结果为持股进行定价并交易股权。因此，实践中独角兽企业的估值更多的是参考价格，而非交易价格。这样说并不是为了表明独角兽企业估值不准确，而只是说仅凭估值一项指标来评价企业并不客观。

综上，独角兽现象的出现有其特殊的时代背景、市场、产业、技术和资金条件。我们认为，多数独角兽企业是很好的创业企业，在各自行业内占据着优势地位，但独角兽并不是优秀企业代名词，它仅代表一类特殊的创业企业，人们不应对其附加过多的价值判断甚至溢美之辞。从投资角度看，近年来对于独角兽企业的投资也并不都是成功的。关天杰（2020）总结了2017年以来部分国内独角兽企业投资人的收益情况，发现并非所有投资都能够有正收益，投资于盈利独角兽企业的赚钱效应更加明显。显然，在考虑对独角兽企业进行投资的时候，除了估值以外，投资者至少还应该考虑企业当前的盈利能力。

二、我国资本市场对于独角兽企业的支持

我国独角兽企业的成长得到了国内资本市场的极大支持。资本市场不仅为优秀的科技型创业企业提供了多轮融资支持，而且为投资者退出提供了并购和上市等退出通道，近年来“赋能式”投资的兴起，使得资本市场能够从战略上和经营管理方面为创业企业成长提供更多支持。

资本市场对独角兽企业的最直接支持是资金。私募投资机构是这些企业上市前主要的资金提供者。在已知的 120 余家中国独角兽企业中，大约有 30% 的企业由阿里、腾讯、百度等大型互联网企业及其关联公司参与投资，其余 70% 的企业主要由私募投资机构提供资金支持。企业在私募市场融资，不需要公开过多的经营信息和技术信息，也不需要遵守公开市场的诸多监管规则。更重要的是，企业可以比较从容地按照既定战略谋求长期发展，而不必过分计较短期财务表现（Keith 和 Kenneth，2015）。

创业投资和私募股权市场是我国资本市场的重要组成部分。自 2012 年中国证券投资基金业协会成立，并对私募基金进行归口管理以来，私募行业进入规范发展的快车道。尽量今年受到新冠疫情影响，私募行业规模仍然保持上升态势。截止到 2021 年 5 月末，主要对企业进行早期投资和上市前投资的 VC/PE 基金数量已经超过 3.8 万只，基金资产规模达到 10.4 万亿元。私募机构对创业企业投资相当活跃，据万得数据库统计，2015-2019 年的五年间，国内 PE/VC 机构共进行约 7 万宗投资，投资总额近 6 万亿元。信息技术、可选消费、医疗保健、工业和金融类项目位居投资案例数量前列（图 4）。相较其他城市，北、上、深、杭、广等重点城市，以较好的高技术产业基础和发展环境，吸引了较多的投资（图 5）。将私募机构的投资活动与当前国内独角兽企业的行业和地区分布进行对照，可以发现二者高度契合。如果没有私募行业的高强度投资，我国不会在短时间内出现如此多的独角兽企业。

私募投资规模不断扩大主要缘于以下几方面原因。一是行业运作规范程度和成熟度提高。行业自律组织为私募行业规范发展做了大量工作，会计师事务所和律师事务所等中介机构的广泛参与，进一步增强了行业的规范性。同时，私募行业发展进入成熟期，机构投资策略不断细化，针对同一企业的不同发展阶段，都会有相应的私募机构可以参与投资，一家优秀的创业企业可以很方便地进行天使轮、VC 轮、PE 轮和 Pre-IPO 轮等多轮融资，客观上也丰富了投资者的退出渠道。二是资金供应相对充足。在适度宽松的货币政策引导下，资本市场流动性合理充裕，传统投资渠道收益率下降，为追求更高收益，机构和个人投资者以及各类理财产品、信托产品和资管产品纷纷将资金投入私募基金。此外，部分传统行业内的企业出于转型发展需要，也陆续将前期积累的自有资金投入私募投资工具，在获取收益的同时谋求战略转型。三是投资标的比较丰富。互联网经济的迅速发展，赶超型高科技产业的爆发式增长，以及国家“双创”战略和部分城市营造的优质创业环境，为优秀创业企业的涌现提供了土壤。创业企业的集群式发育，不仅构筑起我国的高新技术产业大厦，而且为私募投资机

构提供了丰富的、可供选择的投资标的。

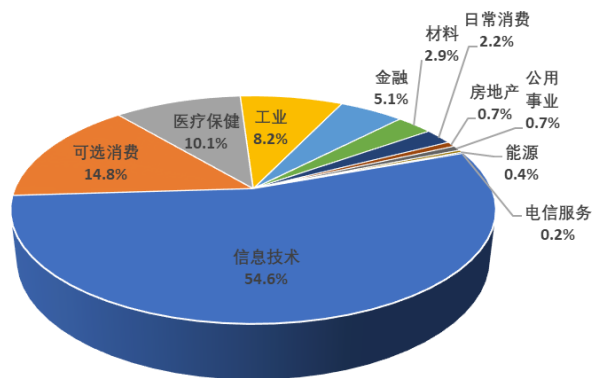


图 4 2015-2019 年 PE/VC 投资行业分布

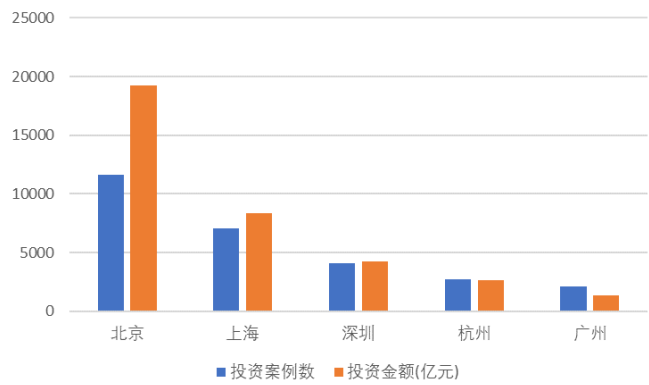


图 5 重点城市的投资案例数量与金额

数据来源：Wind

“投得进，退得出”是创业投资行业实现闭环运行的基本条件。近年来，随着科技领域创业投资和私募股权投资的兴起，创业企业融资轮次增加，私募机构持股周期延长，股东退出压力明显缓解。另一方面，投资机构的退出方式更加多元化。2015 年以来，随着国内外科技股热潮的来临以及我国科创板开市，企业上市成为私募投资机构的重要退出渠道。根据万得数据，私募机构通过标的企业在美国、香港和沪深交易所等境内外股票市场上市的途径实现退出的有 4400 余宗，通过并购、股权转让、管理层收购等方式退出的有 4500 余宗。同以往相比，私募机构实现投资退出的数量和规模都是空前的。当然，与同期完成的投资案例相比，退出案例仍然存在一定差距，这固然与市场可承接的退出规模有关，不过也应当注意

到，正值科技股估值高启时期，股东的退出意愿通常会相应降低。庞大的私募股权投融资市场，为独角兽企业的投融资活动创造了良好的市场氛围。由于这类企业的股权通常被视为优良投资标的，关注者众多，因此这些企业的股东可以更好的价格和更快的速度完成退出交易。

独角兽企业通常凭借某一方面或者几方面的优势受到市场认可，比如盈利模式、技术优势、捕捉商业机会的能力等等。**不过与成熟企业相比，独角兽企业往往也存在内部管理不完善，持续增长不确定性较大等问题。**在强化独角兽企业的经营管理能力方面，资本市场正在变得更加积极。以往的私募股权投资机构盈利模式比较简单，购入创业企业股权，进行被动管理并在未来伺机出售。但是随着科技股价格不断抬高，投资机构的成本在上升，按照原来的被动投资方式很难获得令人满意的利润。因此，一些投资机构开始主动介入被投企业的经营管理活动，协助企业提升公司治理、战略规划水平和管理层实力，帮助企业嫁接可利用的外部资源和寻找关键人力资源。这种“赋能式投资”模式，正在成为国内外投资行业的主流模式。随着阿里、腾讯、京东和百度等国内互联网大型企业深度参与股权投资，将参股和控股独角兽企业视为其竞争战略的组成部分，赋能式投资在国内私募股权市场的主导地位进一步增强。**30%的国内独角兽企业有大型互联网企业股东**，这些股东除了为独角兽企业提供资金，还会在平台资源、技术、人力资源和商业机会等方面为独角兽企业提供支持。

三、独角兽现象对我国资本市场的挑战

国内 120 余家独角兽企业总估值超过 3 万亿元人民币，平均每家企业估值 245 亿元人民币，明显高于 A 股上市公司 167 亿元的均值。考虑到独角兽企业上市后公司股权通常会大幅度溢价，因此凭借这些公司的体量，如果其发生某些特定风险事件，对于 A 股市场的潜在冲击不可小觑。尽管资本市场已经对创业企业投融资交易司空见惯，但在面对独角兽企业时，市场各方仍然会表现出无所适从。独角兽企业以其迥异于传统企业的崭新业态、庞大市值和较短的发展周期，对我国资本市场提出了新挑战。

挑战之一，持续经营的巨大不确定性。

独角兽企业大多具有新产业、新技术、新业态或者新模式的特点。在新型产业和技术层出不穷的网络经济时代，一家企业凭借其掌握的关键核心技术或者新型应用技术、又或者新型业态，在短时间内实现流量变现并获得较多市场份额是完全可能的。在现有的独角兽企业

中,平台型企业 and 出现重大技术突破的行业内企业占比相当高。不过“成也萧何,败也萧何”,在技术迭代周期缩短、线上消费者偏好多变的时代,如果企业不能持续地保持技术领先,及时顺应市场风险,那么曾经的技术优势和平台特色很快就可能成为阻碍企业继续成长的包袱。企业的市场份额会迅速缩小,盈利能力很快消失甚至持续亏损,企业的持续经营风险不断增加,进而无法再支撑其高估值。WeWork、凡客、1 号店等曾经红极一时的中外独角兽企业,就是这样迅速地归于平凡。在新能源汽车、人工智能和肿瘤治疗等产业的关键技术发展方向上仍然存在较大分歧,这些行业内的独角兽企业未来将面临更大的不确定性。对资本市场而言,独角兽企业的迅速崛起给市场带来惊艳之感,甚至能够带动一股独角兽投资风潮,不过这类企业的没落可能也会在很短时间内发生,资本市场还没有准备好迅速吸收其带来的数以十亿计的投资损失和巨大负面影响,由此可能导致新的市场震荡。

挑战之二, 估值失真。

绝大多数独角兽企业还不是上市公司,其股票没有上市交易,因此人们无法利用公开股票市场的连续竞价机制为独角兽企业进行准确估值。现有的估值主要是根据私募股权投资机构的投资额和持股比例推算得出,或者通过一些间接方法推测得出。这使得对独角兽企业的估值仅具有参考意义,而很难据此确定实际的股权交易价格。私募股权交易的时点比较分散,且公开披露的交易条款信息有限,难以准确判断投资者实际支付的成本。Gornall 和 Strebulaev (2020) 在考虑了独角兽企业向投资者提供的各项保护条款之后,对美国 135 家独角兽企业进行重新估值,他们发现这些企业的普通股被高估了接近 50%。在采用了新的估值方法之后,有一半的样本企业不再符合独角兽企业的估值条件。业绩对赌、上市对赌和保底收益,是很多国内私募机构投资企业股权时都会采用的保护性条款。由于私募交易高度不透明,市场很难了解这些条款的全部内容,只是从表面的交易金额和购股数量推算出企业估值。由于估值提升符合投资者和企业利益,因此通常双方都不会对此进行澄清,它们的做法并不违反监管规则,却为市场正确评估企业价值制造了障碍。此外,公开市场的科技股行情为独角兽企业估值起到了推波助澜的作用。在市场行情看好时,独角兽估值也会相应走高;如果市场行情趋于平淡,会影响到部分私募机构的投资积极性,企业估值就会相对低一点。2016 年以来,国内科技股走势波动加大,2018 年以后开始稳步上扬,受市场乐观情绪影响,在此期间部分国内独角兽企业估值迅速提升。公募与私募市场的互动关系促使独角兽企业估值与其基本面脱节,导致估值进一步失真。

挑战之三，公开市场准备不充分。

尽管私募市场为独角兽企业提供了更加宽松的融资条件，不过毕竟私募市场不能够完全代替公募市场的功能。公募市场可以提供更有说服力的估值服务和更有效率的股权转让服务，而且成为规范的上市公司，对企业降低融资成本、树立自身形象和向成熟企业发展都有莫大好处，更加符合原始股东和企业自身的根本利益，因此多数独角兽企业在资本市场的终极目标仍然是公开上市。应当说国内资本市场对于独角兽企业的上市诉求响应很快。2018 年 3 月，国办转发了证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，标志着我国资本市场正式向独角兽企业敞开大门。此后，药明康德、工业富联、宁德时代、中芯国际等数家市场和行业内一致认可的独角兽企业在 A 股市场跑步上市，上市后股票总市值分别达到数百亿至数千亿人民币不等。这些企业分别是各自产业领域内的龙头企业，市场竞争优势明显，盈利能力较强，属于独角兽企业中的优质企业。因此这些企业上市并未对股市形成冲击，反而形成利好消息，这也表明市场欢迎真正优秀的独角兽企业。为独角兽企业上市最早确定操作标准的是科创板。2019 年 7 月科创板开市，为企业设立了五套上市标准。其中第五套标准的量化要求仅有预计市值不低于 40 亿元，被许多人认为是针对独角兽企业的上市标准。

通过对已在国内公开上市的独角兽企业分析，我们认为这些企业主要不是由于高估值而被市场接纳。这些企业通常有稳定的盈利前景和自主可控的核心技术，更重要的是有明显的、可保持的竞争优势进而形成稳定增长营业收入和利润。即使按照传统的上市标准衡量，这些企业也能够达到上市要求。而对于市场包容性的真正考验是，我们能否承受经营前景不确定、估值较高的亏损企业批量进入 A 股市场？相信大批国内独角兽企业都希望能够按照科创板第五套标准登陆国内股市，但由于监管机构和交易所的前期把关，还没有集中出现此类案例，尽管这类企业在境外上市已是司空见惯的事。我国股市目前的发展水平和投资者结构，还不足以对独角兽企业的经营前景和估值做出准确判断，更难以承受其经营失败所造成的市场冲击。国外学者早有研究，按照单一市值标准上市的企业股票波动性，明显大于按照财务标准上市的企业。A 股市场还处在多层次市场发展的初级阶段，各层次市场的主力仍然是风险承受能力较弱的低净值个人投资者（图 6 和图 7）。市场中专业机构投资者数量不足，长期资金规模偏小，导致市场无法有效分担独角兽风险。在独角兽企业上市以后，为了更好保护公众投资者利益，境内外股票市场通常会对上市公司提出公司治理、股利政策和信息披露

等方面的持续监管要求，遵守这些监管规则是上市公司基本义务。我国监管机构和交易所虽然也对科创板和创业板上市企业提出了有关持续性监管要求，但总体仍然停留在原则性规定的层面，操作性不强，对于违规行为的处置也不够明确和严格，需要在实践中不断细化。所以，在看到一些仍处亏损期的独角兽企业在境外市场高调上市，国内市场万不可盲目跟从，我们需要考虑到境内外市场在发展阶段和发展水平上的差异。

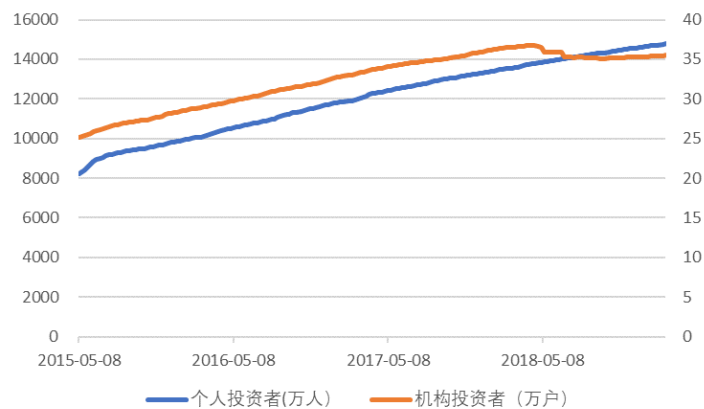


图 6 我国股票市场投资者数量

数据来源：Wind，中国证券登记结算公司

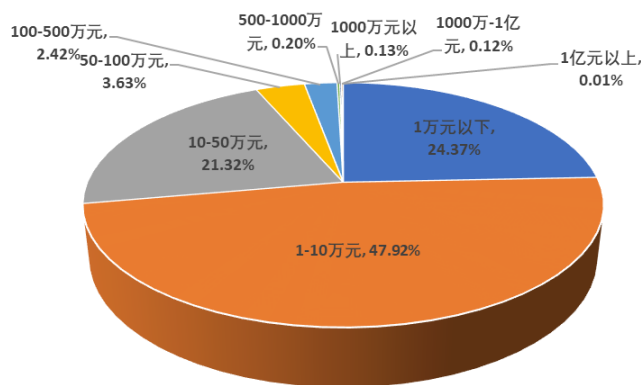


图 7 股市投资者的持股市值分布

数据来源：Wind，中国证券登记结算公司，数据截至 2016 年末，此后数据拥有单位不再公布该数据。

四、我国资本市场应对独角兽现象的基本策略与措施

我国的资本市场已经是世界第二大市场，上市公司总数接近 4000 家，总市值 65 万亿元人民币。全国性市场建立 30 年以来，监管机构、交易所、证券业和广大投资者共同经历了无数风险事件的爆发和处置过程，应当说在这方面已经积累了丰富经验，有了足够的心理准备和对策储备。我们没有必要为 100 多家独角兽公司的存在而过分紧张。只要管好入口，做好持续性监管，充分释放市场理性，相关风险完全在可控范围以内。在具体应对策略方面，我们认为应基于我国资本市场发展实际，以投资者利益保护为根本出发点和落脚点，循序渐进、有选择地接纳独角兽企业，并做好服务和监管工作。可以考虑以下几个方面的具体措施。

第一，端正市场各方对于独角兽现象的正确认识。帮助大家认清独角兽现象是数字经济时代高科技企业成长的特有现象，对于独角兽企业的投资将面临崭新的风险结构，而并不仅仅意味着安全的高收益。

第二，加强私募资本市场投资者的保护。通过完善以信息披露为核心的监管规则和自律规则，加强事中事后监管，采用金融科技手段加强现场和非现场核查等措施，切实完善对于 PE/VC 基金份额持有人的权益保护。督促基金和基金管理人完善公司治理，强化基金持有人大会权能，优化面向基金持有人的信息披露，确保投资者全面知悉并愿意承担包括独角兽企业在内的投资标的风险。

第三，严格规范私募资本市场信息披露行为。在充分尊重私募投资机构和融资企业保密权利的同时，认真规范交易双方的信息披露格式与内容。防止有选择披露信息和故意模糊披露信息，进而误导市场，造成估值失真。

第四，坚持以投资者适当性制度为核心的多层次股票市场发展思路。力戒为迎合独角兽企业而修订股票市场上市规则。应基于现有投资者结构特征，坚持投资者风险承受能力与市场准入相一致的原则，严格执行投资者适当性制度，制定各层次股票市场差异化上市标准，逐步为独角兽企业准备好适宜的上市渠道。

第五，为拟上市独角兽企业创造适应性训练条件。鼓励证券从业机构为独角兽企业提供系统的上市辅导和培训，协助完善企业的公司治理、内控制度和投资者保护制度等基本管理制度，为转型公众公司做好准备。推动拟上市独角兽企业先期进入门槛较低的新三板市场，促使企业在公开市场环境锻炼自己，主动完善公众公司运营机制，待时机成熟时再转入其

他层次市场上市。

参考文献:

1. 陈靖、徐建国、唐涯、陈戴希, 2019, 独角兽企业的兴起: 典型事实和驱动因素, 《上海金融》, 第 2 期,
2. 关天杰, 2020, 独角兽投资人赚钱了吗? 安信国际研究报告。
3. 金雪涛, 2020, 我国互联网“独角兽”企业发展解析, 《学术前沿》, 第 3 期。
4. 连一席 谢嘉琪, 2020, 中国独角兽报告, 恒大研究院研究报告。
5. Fama E.F, 1970, Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25(2):383–417.
6. Gornall. W, Strebulaev I.A, 2020, Squaring venture capital valuations with reality. *Journal of Financial Economics*, 135 (2020) : 120–143.
7. Keith C. B, Kenneth W. W, 2015, In Search of Unicorns: Private IPOs and the Changing Markets for Private Equity Investments and Corporate Control, 27 (3): 34-48.