



您的位置：首页 - 王国刚

## 建立多层次资本市场体系 推进创业投资成长

文章作者：王国刚

在当今经济发展和市场竞争中，科技进步及其产业化，具有决定性的意义。创业投资是推动科技进步及其产业化的极重要机制。深省东南亚及日本、韩国等国家的金融危机，一个深层的原因就在于，未能有效地展开创业投资、推动科技进步及其产业化。我国“科教兴国”战略的落实，离不开创业投资的充分展开。可以说，能否有效地构造创业投资所需的各种条件(包括政策优惠、市场机制、社会环境等)，直接关系到“科技兴国”战略的成效和经济可持续发展的前景。鉴此，本文就建立多层次资本市场体系以支持创业投资，提出一点粗浅看法，抛砖引玉。

### 一、创业投资：基本内涵和主要特征

创业投资(Venture Capital)，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(交易)来收回投资并获取投资收益的投资行为。1996年，世界经济合作组织的科技政策委员会在《创业投资与创新》研究报告中认为，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。

由于创业投资具有相当高的风险，所以，一些人将其称为“风险投资”。但“风险投资”并不能真实地反映“创业投资”的实质内涵。首先，创业投资，以“创业”为基点，即不论是资金投入者还是知识投入者，都以开发某种高新技术产品为开创事业的起点和事业发展的基本立足点；而风险投资强调“风险”，由于任何投资都存在风险，所以，“风险投资”概念容易使投资者偏离“创业”的基点。其次，创业投资强调，股权性投资，即“不能拿他人的资金进行冒险”，对投资者来说，这是一个严格的财产约束；与此不同，在风险投资中，投资者可以利用借贷资金进行“投资”(例如，我国一些企业利用银行借款进行项目扩张)，极易发生投资活动中的财产约束软化。再次，创业投资强调，投资回收和投资回报主要靠股权转让(交易)来实现，因此，一方面要求投资者注意所创“事业”的质量和成熟度，另一方面要求资本市场为股权转让(交易)提供必要的支持；风险投资强调，承受“高风险”、获取“高收益”，容易使投资者忽视“事业”而注重“炒作”。最后，在创业投资中，“高风险—高收益”的关系，是一种建立于“创业”基点上的客观联系，并非主观追求；但我国一些机构为获取高收益，假借风险投资的“名义”，利用他人资金进行运作，一旦发生亏损，就用“高风险”来解释，在这类场合，“高风险—高收益”实际上是由主观追求形成的。使用“创业投资”概念，有利于避免“风险投资”概念可能带来的种种误解。

创业投资，受“创业”的制约，其主要特征主要有四：

1、以人才、技术、资本三要素为主要构成内容。“创业”要解决的最基本问题是，将人们头脑中的某种构想转化为可感知的高新技术并利用这种高新技术创造出相应的高新技术产品。在这个过程中，人才是核心，缺乏具有对应知识的人才，不可能创出“事业”；另一方面，资本是财产基础，缺乏必要的资本，头脑中的知识难以转化为可感知的高新技术，“创业”也无从谈起。这种人才、技术、资本三者的有机联系，使创业投资明显区别于其他产业投资。

2、投资周期较长。创业投资常常需要经过五个阶段，即种子(研制开发)阶段、初创(事业开创)阶段、幼稚(早期发展)阶段、产业化(完善成熟)阶段和市场化(持续发展)阶段，才能完成一项高新技术产品的产业化和市场化过程。在这五个阶段中，第一至第四阶段属真正的创业过程，它们耗费的时间一般需要3—7年。从资金特征看，虽然在第四阶段期间，在高新技术产品逐步成熟并初步展示其产业化前景的条件下，企业可能争取到一定数量的借贷资金，但在第一至第三阶段，企业运作的资金几乎完全由股权性资金构成。因此，在企业连续展开第一至第三(或第四)阶段运作条件下，投入“创业”的资金及知识产权常常需要有一个较长的“固化”期。

3、高风险。从发达国家的实践看，与一般的产业投资相比，创业投资的年成功率较低。种子阶段的成果能够为初创阶段采用的比例大致只有10%左右，初创阶段的成果能够转入幼稚阶段的比例大致只有20%，初创阶段的成果能够成功进入产业化阶段的比例也只有30%左右。从第一阶段至第四阶段，每年的成功率相当低(时常不足1%)，因此，投资风险相当大。虽然，未能转入下一阶段的成果，并非完全淘汰，其中一部分经过进一步完善，可能在以后的年份进入下一阶段，但其投资成本毕竟大大增加了。

4、股权转让。在创业投资过程中，投资者可以通过卖掉所开发的高新技术，获得回收投资并得到投资收益(在非连续展开各阶段运作的场合，尤其如此)，也可以通过新兴企业的经营收益得到投资收益(在连续展开各阶段运作的场合，尤其如此)，但在绝大多数场合，投资回收和投资回报主要是通过股权转让(或交易)完成的。因此，有否一个便利的股权转让(交易)市场的存在，对创业投资的展开，具有决定性意义。

### 二、资本市场：推动创业投资的金融支持

发展创业投资，从金融支持的角度上说，主要的问题是，如何满足其资金的需求并按照资金特性来建立和发展相应的市场。

资金，从性质上说，可分为资本性资金(即股权性资金)和债务性资金两种。资本性资金，一般通过投资形成；债务性资金则通过借贷关系形成。为投资周期长、投资风险高等特点所决定，为借贷资金的性质所决定，创业投资不可能依靠借贷资金来展开。

第一，财产约束关系难有效率。借贷资金通常有着明确的还本付息期限。如果资金使用者对还本付息有着极强的责任心，那么，运用借贷资金，将给高新技术的研制开发、新事业开创、新产品完善以重大的经济压力和时间压力，使开发者和经营管理者们的“创业”行为短期化，不利于“创业”；如果资金使用者认为，借贷资金属他人资金，因而，对还本付息并不在意，那么，运用借贷资金，就将导致财产约束

软化,使开发者和经营管理者能够把创业投资中的高风险转嫁给相关金融机构(而这种风险转嫁,不符合金融机构的经营原则)。

第二,产权主体和产权价值难以明确。在信贷投资条件下,企业还本付息之后,剩余资产的产权归谁?如果归金融机构,不利于调动开发者和经营管理者们的积极性,其结果很可能是,本息难以如期偿付;如果归开发者和经营管理者,则金融机构承担了“创业”风险却没有“创业”产权,显然,不合理不公平。产权的真实意义在于价值。在高新技术的“创业”中,产权的价值,不仅在于资金(或实物)投资量,更重要的还有知识产权的价值、高新技术的发展潜力的价值等等,这些价值通常需要通过市场机制予以评价和确认,但在借贷资金投资体系中,没有这种市场评价和确认机制,无法明确“创业”产权的价值量,这样,要激励开发者和经营管理者们的“创业”积极性,相当困难。

第三,“创业”的连续性难有保障。“创业”是一个过程,从种子到市场化的五个阶段中,资金的投资量以几何级数持续增大。例如,种子投资可能在几万元至几十万元,初创投资可能在几十万元至几百万元或更多,幼稚阶段的投资可能在几百万元至几千万元等等。为了保障“创业”的连续性,实现高新技术产品的产业化和市场化,各阶段所需的投资必须得到落实。即便在各个阶段不是由同一投资者进行投资的场合,高新技术成果的购买者也要继续投资,以实现“创业”的连续性。但这种投资的连续性,在运用借贷资金投资中,受制于金融机构的运作原则、借贷资金的本性等限制,极难得到确实的保障。80年代以来,我国一些高新技术项目的开发所以未能取得如愿的效果,一个重要原因不在于所开发的高新技术缺乏先进性和市场前景,而在于简单运用借贷资金,使“创业”的连续性在资金供给政策的调整变化中被打断。

“创业”所需的资金应属资本性资金,这种资金不能通过借贷关系形成,只能通过投资关系确立。由此,创业投资资金只能由投资者提供。其中,既包括政府部门、国有企业等,也包括社会居民、非国有企业、外资等。

80年代以来,随着国民收入分配格局的变化,政府部门可用于投资资金占全社会投资资金的比重日渐下落。1997年,“国家预算内投资”占全社会固定资产投资比重已降低到3%以下。虽然,通过增发国债、调整投资结构等措施,增加财政对“创业”的投资力度,还有相当大的潜力,但仅靠财政投资,仍远远不能满足我国高新技术“创业”对资本性资金的需求。更不用说,在诸多制度障碍和市场障碍未克服的条件下,国有产权与开发者知识产权的结合,尚难有较好的实现方式。在发达国家的实践中,政府部门的财政投资,以“扶持”(而不是产权和收益的“索取”)为主要取向,财政资金不是创业投资的主要资金。

创业投资的资金将主要来源于社会居民。1996年以来,银行存款利率连续五次下调(1年期储蓄存款利率从10.98%下落到4.77%),而城乡居民储蓄数量仍以每年几千亿元的规模增加(到1998年6月底,城乡居民储蓄存款余额已高达5万亿元,金融资产总量已达6.5万亿元),这既表明了城乡居民有着巨额的投资能力,也反映了目前的金融渠道和金融工具已远不足以满足城乡居民投资需求。为此,积极开拓直接投资、股票、投资基金、债券等渠道,将居民手中分散的资金集中起来,是大力推进创业投资中一个亟待解决的问题。但拓展投资渠道和金融工具,只是解决问题的开始。要调动广大居民投资于“创业”的热情,还必须解决如下几个相互关联问题:

第一,风险一收益的分散。创业投资的高风险,靠少数人的实力,难以承担,为此,需要通过市场机制,将风险逐步分散,转由多数人承担;与此相应,创业投资的收益也需在风险分散中转由多数人享受。

第二,资产价值的发现和实现。投资者之所以投资于创业领域,其基本经济追求在于获得较高收益,由此,是否有一个客观的机制来保障高新技术的价值发现和实现,成为调动投资者投资热情的一个至关重要的前提条件。高新技术的经济价值,不可能通过简单地通过财务核算来确定,只能通过市场评价来发现和实现。

第三,投资资金的“退出”。资金的生命在于流动。投资者一旦投资于“创业”,资金就固化为资产。在缺乏“退出”机制的条件下,投资者将面临无法继续投资、难以通过市场过程分散风险并获得投资回报等一系列困难。受制于“退出”障碍,居民的选择常常是“宁存款不投资”。为此,建立投资“退出”的市场机制,是吸引居民及其他投资者展开投资行为的一个关键。

只有资本市场,能够较全面较有效地解决这些问题。自80年代中期,创业投资在我国就已展开。十几年来,相当多的创业投资机构运作艰难,成效并不令人满意,一个基本原因在于,缺乏与“创业”相适应的资本市场。显然,建立与创业投资相适应的资本市场体系,是推动“创业”发展、激励创业投资的金融支持之基点。

### 三、多层次:支持创业投资的资本市场体系

“创业”从种子到市场化的五个阶段,对投资的需求量不尽相同;不同的高新技术“创业”,对投资的需求量也有相当大的差别。这决定了,仅采取一个规则、一个层次的市场,只能满足创业投资在某一个阶段的需要。要较充分地实现“创业”过程的全面要求,应当根据创业投资在各阶段的特点,建立不同层次的资本市场,从而,形成多层次的资本市场体系。另一方面,股权的非公开转让、企业(项目)购并、项目出卖、资产证券化、企业清算等,虽也都属于资本市场的范畴,但就主要方面而言,建立多层次的资本市场,是指建立多层次的股票、基金证券、债券等证券的发行市场和交易市场。简言之,我们以下所讨论的多层次资本市场,是指与创业投资不同阶段要求相适应的以股票为主要对象的证券发行市场和交易市场。

1992年以来,我国第一板市场(即A股市场)快速发展,有关法律法规和政策逐步形成系统,从各方面界定了进入该市场的条件。但这些条件的适用对象主要是,在比较稳定的产业中经营业绩较好的大中型企业。例如,发起人认购的股本数额不少于3000万元,股票发行后的公司股本总额不低于5000万元,企业有3年以上的经营业绩且连续盈利,无形资产占总资产的比重不高于20%等等;又如,股票发行实行“计划指标控制”(只有获得了计划指标,才有申报审批材料的资格),可流通股仅限于社会公众股(国有股、法人股不可流通),信息披露以“正面宣传为主”,上市公司实际上的“终身制”等等。对于处于“创业”过程中的企业来说,第一板市场的规定条件,只有创业活动进入第四(产业化)阶段中后期或第五(市场化)阶段以后才能达到,这样,如果简单以第一板市场的条件来支持创业投资,将难以支持“创业”过程的最重要部分(第二至第四阶段)的展开,其结果将是,金融支持在“创业”过程的最重要环节上仍然“虚置”。另一方面,如果简单放松第一板市场的约束条件,支持处于初创期、幼稚期和产业化初期的企业入市,由于这些期间的企业运作具有相当高的风险、其经营发展的前景尚未清晰,所以,将大大增加第一板市场的运行风险,甚至可能带来严重的社会问题。因此,较好的选择是,建立与第一板市场相分立的、主要为高新技术企业和创业投资服务的第二板市场和场外市场。

第二板市场主要解决的是,创业过程中处于幼稚阶段中后期和产业化阶段初期的企业在筹集资本性资金方面的问题,以及这些企业的资产价值(包括知识产权)评价、风险分散和创业投资的股权交易问题;场外市场主要解决的是,创业过程中处于初创阶段中后期和幼稚阶

段初期的在筹集资本性资金方面的问题，以及这些企业的资产价值(包括知识产权)评价、风险分散和创业投资的股权交易问题。

第二板市场、场外市场与第一板市场共同构成多层次的资本市场体系。从上升阶梯看，经过场外市场“培育”一段时间后，在有关条件满足第二板市场规定的前提下，企业可以申请转入第二板市场；同样，经过第二板市场“培育”一段时间后，在有关条件满足第一板市场规定的前提下，企业可以申请转入第一板市场，由此，场外市场、第二板市场与第一板市场呈现入市条件逐步严格、企业素质逐步提高的上升走势。从下降阶梯看，已进入第一板市场的上市公司，当经营状况下降或其他条件不能满足第一板市场要求时，可退入场外市场；已进入第二板市场的上市公司，当经营状况下降或其他条件不能满足第二板市场要求时，也可退入场外市场，由此，改变了上市公司的“终身制”。

建立多层次的资本市场体系，是规范资本市场运作、有效防范金融风险的重要举措。其一，多层次的资本市场体系，通过上升机制，使上市公司的质量经过下一市场的“培育”而提高，同时，又通过下降机制，将质量降低的上市公司退入下一市场，从而，既有利于保证上市公司质量与其市场层次相对应，又能够迫使上市公司为争取进入上一市场(或避免退入下一市场)而努力提高自身质量。其二，创业投资和企业(如高新技术企业、创业投资公司等)运作，具有高风险—高收益的特点。高风险—高收益在创业的各个阶段逐步形成和展开，在未进入市场之前，既难以明晰也无法量化，多层次的资本市场体系，通过不同层次的市场机制，逐步展示这些风险和企业的资产价值，同时，又通过“上升”和“退出”机制，迫使这些企业努力降低风险、提高运作质量和资产价值。与高新技术企业直接进入第一板市场相比，这种由多层次市场分担“创业”风险的结构，具有较高的回避风险和抗风险的能力，而“创业”企业可能给市场带来的风险也较低。其三，建立多层次资本市场体系，使每一层次的市场运作规范化，都有两个可对比的参照对象，这有利于促进各层次市场运作的规范化，进而促进我国资本市场的整体规范化。

值得特别强调的是，第二板市场与场外市场，虽然在资本市场的层次上低于第一板市场，但这并不意味着，与第一板市场相比，它们的规范程度更低。从实际情况看，作为主要为创业投资服务的市场，第二板市场和场外市场可能对企业入市的某些条件作出较宽松的规定，例如，发起人认购的股本数额可能低于3000万元，股票发行后的公司股本总额可能低于5000万元，企业可能不需有3年以上的经营业绩，无形资产占总资产的比重可能高于30%等等；但在一系列重要方面将更接近于国际规则和我国实践要求，比第一板市场更加规范，例如，上市公司的股份均为可流通股(当然发起人股份的入市有一定时间限制)，股票发行不实行“计划指标控制”而采取“标准控制”，股票发行价格不实行“预审控制”而由市场机制选择，每笔交易金额将适当约束，上市公司将实行督导员制度，信息披露将实行全面追逐报道，上市公司的财务状况将要求实行季报等等。

#### 四、第二板市场：主要运作规则的简要构想

设立第二板市场，直接目的有四：一是建立创业投资“撤出”机制，为高新技术企业、创业投资公司等机构，提供吸引创业资本(包括创业投资基金)所必要的市场条件；二是通过这一“撤出”机制，提高创业投资的流动性，分散创业投资的风险，促进创业投资资金的良性循环；三是通过这一市场机制，有效评价创业资产(包括知识产权)的价值，促进知识与资本的结合，推动知识经济的发展；四是提高资本市场的客观约束力，促使高新技术企业运作质量的提高，以推进我国高新技术产业化进程。

如前所述，第二板市场主要服务于，创业过程中处于幼稚阶段中后期和产业化阶段初期的企业。这些企业，有的已初露其产业化的端倪，有的已开始了产业化的起步，有的虽距产业化还有一定的距离但往产业化方向进取有着较大的可能性。它们的共同特点是，经过若干年种子、初创、幼稚阶段的研制生产，产品的技术难题已基本解决，中试已经通过，眼下亟待扩大生产规模，但企业的资产规模(基本由资本性资金构成)太小，无法满足最基本的规模经济的要求，因此，急需资本性资金的支持；另一方面，由于这些企业的产品尚未大批量进入商品市场，用户对其价格、质量、数量等的认同度较低，销售渠道、营销方式尚未形成，同时，一些产品可能存在尚需完善的技术问题，新一代产品也可能不久问世，因此，产业化能否真正展开并具有较长久的市场生命力，仍不完全确定，即风险依然较大。

鉴于这些特点，第二板市场的大部分运作虽可直接运用现行有关法律法规予以规范，但仍有一些运作规则，可能需要“突破”以第一板市场为对象的各项规定；另一方面，鉴于高新技术企业具有较高的风险，且第一板市场也不完全规范，所以，第二板市场应更多地注意借鉴国际惯例和经验，从这个意义上说，第二板市场可能比第一板市场更加严格规范。第二板市场与第一板市场的重要差别，可能主要是(包括，但不限于)：

##### 1、申请股票上市的条件

在公司股本上，由于这些企业的资产规模较小，在大多数场合，股票发行后的公司股本总额可能低于5000万元，发起人持有的股份也可能低于3000万元，因此，这方面的条件，应考虑适当较低。例如，将这方面规则调整为“股票发行后的公司股本总额不低于4000万元，发起人持有的股份不低于1500万元”。

在股权结构上，为避免公司的股份过于集中以及由此带来的一系列弊端，对公司最大股东持有的股份比例可能作出限制。例如，规定“最大股东持有的股份不得超过总股本的25%”。另一方面，为了激励高科技人才的积极性、强化其责任心，单个自然人持有公司股份的比例可能突破“不超过5%”的规定。

在新股发行量上，由于募股资金集中用于支持高新技术产品的产业化进程，在大多数场合，所需资金量在几千万元至1亿多元，发行过多新股、募集过多资金，不利于约束这些企业的主业投资和防范风险，因此，在新股发行量方面应作出较严格的限制。例如，“申请在第二板上市的公司，可一次性申请发行3000万元(面值)以下的社会公众股”。所谓“一次性”是指，该公司在申请在第二板市场上市期间，只准发行一次新股，发行结束后，不得再以任何方式(包括送配股)再增资扩股。

在经营业绩上，高新技术的竞争及换代日趋严重，且相当一些高新技术产品的研制开发到步入产业化不需太长的时间；有关“3年业绩且应连续盈利”的规定，对拟进入第二板市场的高新技术企业来说，可能意味着延缓了产业化进程(甚至丧失了机遇)，为此，对申请进入第二板市场的高新技术企业，可考虑适当放松这方面的规定。例如，将经营年限缩短到2年以上(即申请人应提供最近两个完整财务年度的报表)，且设最低盈利要求(让投资者和市场作出选择)。

在公司治理上，为了规范高新技术企业的内部运作，使其更符合现代企业制度的要求，同时，也为了有效维护投资者权益，防范这些企业不规范行为给第二板市场运行及投资者造成的风险，申请在第二板市场上市的公司，应设立独立董事制度。独立董事应由法律、商业、金融等方面的专家担任，且与公司及主要股东之间不存在任何利益关系。另一方面，与第一板市场实行的辅导员制度不同，第二板市场将

实行督导员制度。督导员由有资格的中介机构承担。其主要职责是,对高科技企业(特别是申请上市和已上市公司)的经营管理、投资活动、财务运作、制度建设、发展规划等业务活动提供咨询、辅导和进行监督,并及时向有关监管部门报告被督导企业的业务情况;每半年至少公开发表一份独立的督导报告书。申请进入第二板市场的公司,应与督导员机构签署有关协议,接受至少2年的督导。

显而易见,除股本规模、经营年限、无形资产比例等少数条件外,第二板市场的上市条件将不比第一板市场更宽松。

## 2、股票挂牌交易的条件

在可流通股上,设立第二板市场的一个重要原因是,为创业投资提供“撤出”渠道,因此,必须改变国有股、法人股不可流通的状况,实行上市公司股份均可进入股市交易的规则。但为了强化发起人股东和其他实质性股东(如主要技术骨干的无形资产所形成股份)的责任,应对这些股份的入市交易实行一定的时间限定(如公司上市2年后)和每次买卖都应公告的制度。另一方面,对这些公司中的外资股,应准予入市转让。但在我国的资本项目尚未对外开放之前,外资股东只可卖出股份,不可再买入股份。

在挂牌期限上,第二板市场是一个介于第一板和场外市场之间的市场,为了促进在该市场挂牌的公司努力创造进入第一板市场条件,同时,也为了降低第二板市场自身的风险,应实行挂牌挂牌的限期制度,以改变上市公司的“终身制”。例如,自上市之日起计算,上市公司的股票挂牌时间为5年,如5年内未能转入第一板市场,则上市公司必须摘牌,退出第二板市场。

在每笔交易金额上,第二板市场的投资风险相对较高,主要投资者应由有较强鉴别能力和承受风险能力的投资者(如机构投资者、专业投资者等)构成。为了抑制小额的散户投资者参与买卖,可能对每笔最低交易金额进行限制。例如,每笔最低交易金额限定为5万元。

在业绩报告上,为了增强投资者对上市公司的营业状况的了解,也为了防范风险、强化对上市公司经营行为的约束,与第一板市场相比,第二板市场要求的经营业绩公告时间可能缩短。例如,实行财务报表的季报制度。

## 3、监管和风险防范

在资格认定上,为了防止“虚假”,申请上市的创业企业(如高新技术企业、创业投资公司等)身份及证券品种(如股票、创业基金证券等)是否符合第二板市场的要求,应由得到授权政府主管部门或准政府机构予以资格认定;同样,为第二板市场服务的有关中介机构,其执业资格也应由得到授权政府主管部门或准政府机构予以认定,并接受相应的监管。

在证券发行上,与鼓励创业企业发展的政策相对应,有关证券(如股票、基金证券等)的发行,将不实行“计划指标控制”,而采取根据有关法律法规的规定进行控制,即“标准控制”,以避免“指标控制”下发生的各种问题在第二板市场中延续。

在发行审批方式上,与目前第一板市场的合规性审查方式不同,第二板市场可能实行实质性审查(如现场审查),以缩小申报材料与实际状况的差距,降低由“水分”带来的风险。

在信息披露上,与第一板市场中实行的“正面宣传为主”的方式不同,第二板市场将实行全面信息的追踪披露,即无论利好、利空,也无论经营状况、投资状况、内部管理、商业信誉、技术前景等等,只要不涉及知识产权保护和商业秘密的,媒介均可予以报道披露,使投资者能够最充分地得到公开信息。

此外,在其他方面,第二板市场也还可能选择更为严格更为规范的规则。

## 五、场外市场:重新定位与运作要点

近年来,我国各地方先后建立了一批证券交易中心、自动报价系统和柜台交易市场。这些场外市场主要定位于为当地的法人股、内部职工股、基金证券等的交易流通服务,在证券发行规则、上市规则、交易规则、结算规则、监管规则(包括信息披露)等方面不尽相同,其中,一些机构的管理相当混乱,一些上市企业的质量低下,极易引发金融风险和社会问题,因此,对它们进行彻底整顿,是极为必要的。但是,整顿的目的,不是在于完全取消这一市场,而在于有效规范这一市场。

建立比较完善的创业投资体系,促进高新技术企业的发展,客观上要求有一个比较规范的场外市场与其相适应。理由有四:

第一,创业投资支持的中小型高新技术企业为数众多(可达数十万乃至上百万家),其中相当大的部分位于初创阶段的中后期或幼稚阶段的前中期,即处于创业过程中的“嗷嗷待哺”时期。如果用第二板市场的规则来衡量,它们极难发股筹资;如果缺乏后续投资,它们的进一步成长将面临严重的威胁,而这又将严重威胁高新技术创业的持续展开和“后继有人”。要解决这一问题,客观上,要求有一个能够满足处于初创阶段中后期或幼稚阶段前中期的创业企业募集资本性资金需求的场外市场。

第二,我国幅员广大,中小投资者手中拥有巨额资金,却又分散在各地。受通讯信息条件制约,中小投资者对外地企业的情况很不了解,这常常限制了他们的投资热情。建立场外交易市场,由于在各地地方场外市场中上市的是本地的中小型高科技企业,投资者对它们的了解程度较高,由于该市场具有交易价格较低、交易费用较低等优点,所以,对吸引中小投资者是相当有利的。

第三,高新技术企业的运作风险较高,在我国目前,企业行为相当不规范,其风险更高。规范高科技企业的运作,降低相关风险,仅靠企业“炼内功”是不够的,还必须有足够的市场强制性约束。由此,高新技术企业在进入第二板市场之前,先在场外交易系统中上市,接受这一市场的规范化“培养”和社会监督,在运作规范化、经营业绩、投资者认同等方面问题得到较好解决的前提下,再申请进入第二板市场,有利于降低它们直接进入第二板市场可能产生的风险,也有利于降低资本市场体系的整体风险;同时,由于在场外市场上市时,高新技术企业受地域限制、发股数额及交易量相对较小的限制,投资者数量较少,这样,即使发生某种风险,政府主管部门出面解决也相对容易,不致于引发第二板市场甚至资本市场体系的全面风险。另一方面,从退市角度看,在第二板市场中表现不佳(或在规定的挂牌期限内的无法转入第一板市场)的上市公司,需要有一个满足其退市的场所;同样,目前已在第一板市场挂牌的一部分上市公司,在其条件不能满足有关规定时,也需要有一个满足其退市的场所,这种“退市”场所,只能是场外市场。因此,建立规范的场外市场,有利于打破上市公司的“终身制”,强化市场对上市公司运作的整体约束。

第四,我国目前存在着26家证券交易中心(包括自动报价系统),它们大多拥有自己的计算机系统及其他设施,固定资产总额达几十亿元。简单地将它们取缔,这些资产将面临巨额损失。设立规范的场外交易市场,可以利用这些设备和其他固定资产,为创业投资系统和高新技术的快速发展服务。

规范场外市场的含义有三(但不限于):一是实现场外市场的重新定位,即场外市场应主要是为位于初创阶段中后期或幼稚阶段前中期的高新技术企业(或创业投资基金)投融资服务的市场,其次是为从第一板和第二板市场中退出的上市公司服务的市场;二是场外市场是一



个由各省、市、自治区分别设立的场外交易中心(或自动报价系统)经全国联网后形成的无形市场,是与第一板、第二板市场相分立的市  
场;三是场外市场的证券发行、上市、交易、结算、监管(包括信息披露)等各项规则,实现全国统一。

规范的场外市场,为其职能定位所决定,在股票发行、上市和交易等方面,应有一系列不同于第一板和第二板市场的规定。

从申请股票发行来看,特有的规定可能包括(但不限于):申请发行股票的企业,应是经地方主管部门确认为高新技术的股份制公司,公司已存续两年以上,有良好的发展前景;公司发行新股的申请和审批手续,由当地主管部门负责;股票发行前的公司资产负债率不高于50%;公司只准向社会公众公开发行新股一次,且发股面值不超过1500万元人民币;新股发行后,公司的总股本不低于2000万元(面值)人民币,其中,发起人持有的股份数额占公司总股本的比例不低于35%,最大股东持有的股份数额不超过公司总股本的25%;公司自新股发行至在场外市场挂牌交易期间,不得进行送配股及其他增加股份的行为,等等。

从股票申请上市来看,特有的规定可能包括(但不限于):在新股发行时,全国场外市场的上市委员会不对新股上市作任何实质性承诺;新股发行已满6个月(以发行结束日起计算)后,公司才可提出在场外市场上市的申请;公司上市申请需经全国场外市场的上市委员会审查通过后,方可在上市公司当地的场外交易中心(或自动报价系统)挂牌交易;公司上市申请所应提供的其他材料外,必须有公司督导员的有关资料和督导方案,督导期不少于2年;除特殊情况且得到全国场外市场的上市委员会许可外,公司的《上市公告书》与其《招股说明书》中所载的业务目标、投资项目及主要指标等不应有任何不利于投资者的实质性变化。

从股票的挂牌交易上看,特有的规定可能包括(但不限于):公司的股票上市申请已经全国场外交易系统的上市委员会审查通过;公司股份均为可流通股,但发起人和其他实质性股东持有的股份在公司股票挂牌后的2年内不得交易转让,2年后可入市交易,且每次都必须进行公告;公司中的外资股,可准予入市转让,但在我国的资本项目尚未对外开放之前,外资股东只可卖出股份,不可再买入股份;每笔证券的交易金额不低于50000元;公司应每季公告其财务报表(可不经审计),但中期财务报告和年终财务报告必须经会计师事务所审计,同时,在中期报告和年终报告中,应在“业务目标陈述”中披露公司的整体目标、市场潜力、主要的风险因素,并与前期相比较。

场外市场的运行具有自己特点。主要表现在:第一,场外市场是一个全国性的无形市场,其股票发行规则、上市规则、交易规则、结算规则、监管规则(包括信息披露)等实行全国统一的规范,行情显示系统、交易系统、资金清算和股权登记过户系统等由全国场外市场管理委员会运用全国性系统统一管理;第二,全国场外市场管理委员会属会员性机构,其最高权利机构为会员大会;第三,全国场外市场管理委员会接受中国证监会的监管。

整顿原有的场外交易网点,建立规范的场外市场,是一项艰巨的系统工程。这一过程的主要工作包括(但不限于):

第一,制定规则,即制定并出台全国统一的场外市场的证券发行规则、上市规则、交易规则、结算规则、监管规则(包括信息披露)等。

第二,整顿清理,即根据出台的上述规则,对现有的证券交易中心(包括自动报价系统)及挂牌证券进行整顿清理,凡不符合规则要求的证券交易中心(包括自动报价系统)限期整改,在限期内仍无法满足规则要求,予以停业;凡不符合规则规定条件的挂牌证券,停止其挂牌资格,实行退出市场。

第三,建立全国统一的、符合规范要求的行情显示系统、交易系统、资金清算和股权登记过户系统等系统,同时,建立全国场外市场管理委员会。

第四,凡符合规则要求的证券交易中心(包括自动报价系统)和挂牌证券进行联网,纳入全国场外市场的交易系统,展开交易。

第五,规范并明确各地方主管部门的职责,确定高新技术企业的身份,按照高新技术企业的股票发行规则,选择一部分质量高、发展前景好的高新技术企业,发行新股,展开场外市场的运行。

(注:本文作于1998年9月,较为集中地反映了1998年6月接受国家科技部委托进行“中国创业投资体系和机制设计”课题(该课题是国务院交国家科技部研究的)中,对中国资本市场体系及创业板市场研究的最初成果。该课题的中国社科院金融研究中心专家组由李扬、王国刚和王松奇担任负责人)

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址: 北京市东城区建国门内大街5号 邮编: 100732 电话: 010-65136039 传真: 010-65138307  
版权所有: 中国社会科学院金融研究所