

浅析我国资本市场的缺陷 对二板市场推出的影响

魏 龙,余为丽,王 治,陈元林

(武汉理工大学 经济学院,湖北 武汉 430070)

摘 要:我国科技型中小企业的发展壮大迫切需要二板市场的诞生,但其生存环境——资本市场存在种种缺陷:中介机构极不成熟、机构投资者不合理、股票定价扭曲、信息披露频频违规操作,监管与自律疏漏以及制度建设薄弱等,这些都制约着二板市场的诞生。因此,我国应采取行动,努力培育和完善资本市场,为推出创业板积极创造条件。

关键词:二板市场;资本市场缺陷;影响

中图分类号:F832.5

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2003)10-0150-02

中国设立二板市场充满魅力与风险,它将引领中国的新经济进入一个重要的发展阶段,同时,它将造就中国第一代风险投资者,并孕育出新经济时代的先锋企业。但中国目前适合设立二板市场吗?

1 二板市场需要在成熟的资本市场下生长

二板市场又称“创业板市场”,其作为对证券市场特定创新形式和组成部分的称谓,

是一个与主板市场相对的概念,而且是在主板市场发展达到一定规模和达到相当的成熟度之后才出现的。主板市场针对各行各业大型公司和交易品种多样的成熟证券市场;创业板是在主板市场基础上的创新股票市场,

度,允许高校在校师生创业,把众多专业力量从行政单位和事业单位办企业的旧体制下解放出来,并给予很好的政策引导,为高科技创业企业输入更多的人才。

3.4 进行体制与政策创新,加大政府扶持力度

首先,进一步完善开发区的管理体制与开发体制,明确开发区管委会(或园区办)与开发公司的职能分工。其次,在开发区内率先进行企业新产权制度的试点,完善收入分配、激励和约束机制。从技术创新的角度看,新产权制度的核心是要让知识劳动者参与企业经济剩余分配,在企业产权关系的基本构造上承认知识劳动者应该占有企业的一定股权,并让各种创新思想体现为对企业产权的拥有,从而吸引科技人员从事技术与成果转化,鼓励各种创思活动和促进其加快实现市场价值,使产业技术创新具有源源不断的丰富的思想源泉。再次,进行政府的

政策创新。修改相关规定和政策,降低创业门槛,为创业活动拓展空间。要采取切实可行的措施保护知识产权,为高技术产业特别是软件业的发展提供强有力的法律保障。要在财税政策上也给予企业以支持,允许发展各种融资形式,为创业企业发展提供资金保障。最后,加大对政府对研发活动的支持。

3.5 实施集群化发展战略,加强开发区之间的分工与协作

政府的作用和行为对开发区发展的影响主要反映在如何选择开发区的发展方略上。江苏省开发区类型多样,功能不一,实力有别,需要从整体上加以协调,按照各开发区功能与实力基础,形成国家级与省市级开发区之间、高新区与经济技术开发区之间分工明确、功能互补的发展格局,从而有效促进产业与技术 in 开发区之间的转移。在层级关系上可分为重点发展区、联动发展区与产业辐射区。重点发展区为南京、苏州、无锡与

常州4个国家级高新区,凭借其智力优势与现有产业技术基础,重点进行技术创新、企业孵化和新产品的开发;联动发展区为国家级的经济技术开发区与部分实力较强的省级开发区,可根据各自基础条件与产业特点,有选择性地发展高新技术产业,从而与重点发展区优势互补,联动发展;产业辐射区为所有其他地方性开发区,其发展重点是呼应和承接前两类开发区产业规模化扩散和技术创新的梯度转移,进而实现区域产业结构的升级和促进区域经济的发展。

参考文献:

- [1]薛澜,王建民.知识经济与R&D全球化:中国面对的机遇与挑战[J].国际经济评论,1999,(3),(4).
- [2]龙花楼等.开发区土地利用的可持续性评价[J].地理学报,2000,(6).
- [3]董有德.经济全球化与跨国公司并购新趋势[J].经济理论与经济管理,2000,(5).

(责任编辑:胡俊健)

收稿日期:2002-11-26

主要面向中小型公司,特别是成长性强的新兴高科技企业。无论是在国外,还是在内地、香港或台湾,与主板市场相比较,创业板市场或二板市场的特点主要表现在以下几个方面:①面向新兴企业,注重增长潜力;②降低上市标准,严格公司管制;③强化信息披露,降低公司负担;④高风险的市场,成熟的投资者;⑤强化保荐责任,引入做市商制度等。

二板市场的这些特点决定其必须在成熟的资本市场环境下才能很好地生长。

首先,二板市场面向的是新兴企业,它注重企业的增长潜力,即二板市场不把公司的历史业绩和过去的表现作为融资的决定性因素,主要关注公司是否有发展前景和成长空间,是否有很好的战略计划和明确的主题概念。而对其的评估则需要有一批成熟的会计师、审计师、保荐人等中介机构,这些成熟的中介机构只有在成熟的资本市场上才可能培育得出,所以,成熟的资本市场可以为二板市场上的企业的成长性做出正确而可信的市场评估。

其二,二板市场既然把新兴企业作为其主要服务对象,就必然要降低上市标准,对公司的资本规模、经营历史和盈利纪录的要求都要降低,但在公司管制方面,创业板市场有着更为严格的要求,主要表现在公司治理结构、持续信息披露、市场退出机制等方面。因此,二板市场的设立必须要有规范的公司治理结构、可信而持续的信息披露、健全的市场退出机制等,而这些体系的建立不是一蹴而就的,而是一个过程。只有在资本市场的不断成长和完善中,这些体系方能健全。

其三,二板市场所要求的成熟投资者也有在资本市场的翻爬滚打中才能磨练出来,而且市场投资主体是衡量一国资本市场化程度高低的一个重要标准,只有成熟和高度市场化的资本市场才有成熟而经验丰富的投资者。同时,超常规培育机构投资者有利于资本市场的稳定,因为机构投资者可以利用资金和信息的规模优势,通过对市场进行分析、判断和预测,从而倾向于对发展前景看好的行业进行长线投资,而个人投资者没有这样的优势和能力。

其四,由于创业板具有高风险的特点,做市商的引入,可以保证交易在价格发现的

基础上更加透明、流畅和稳定,从而吸引更多广泛的投资者参与市场,避免交投过于清淡,甚至交易中断的情况发生。做市商制度的建立需要稳定的市场环境、优化的市场结构及较强的券商自律意识。若市场的机构投资者较少,则投机气氛浓厚,股价随之会剧烈波动,不利于做市商操作;若证券市场券商自律能力差,且资本市场的相关法律不完备及监管水平低,做市商就会违规操作,损害投资者利益的事件可能会频繁发生。所以,做市商制度的建立也需要成熟的资本市场环境。

其五,由于二板市场的高风险、高收益,其投机性较强,因此必须进行严格的监管,但过严的监管又可能导致二板市场创新不足,因此应建立适当的监管体系。而适当的监管体系的建立也是一个过程,是在对证券的监管中监管当局与各种参与机构或个人的不断“博弈”中完善的,即二板市场监管体系的建立是在证券市场监管体系的基础上建立的。所以,只有完善的证券市场才会建立起既不扼杀创新又不放过恶性投机的监管体系。

2 我国资本市场存在的种种缺陷制约我国二板市场的推出

中国资本市场还是一个远非成熟的新兴市场,市场化程度低,在运行中还存在着这样或那样的问题。这些制约二板市场发展的因素主要表现在:

(1)中介机构极不成熟,职业道德意识淡薄,违规操作现象严重。特别是对“增长潜力”这种无形资产的评估更容易弄虚作假,容易导致公司虚假包装上市,既无资金实力,又无增长潜力。直接结果是让那些高明骗子空手套白狼;最坏的结果是摧毁了资本市场的信誉,二板市场无处生根。

(2)机构投资者的结构不合理且不成熟。10年来我国资本市场的投资主体结构已走过初创时期的以中小散户为主要市场投资者的阶段,目前还处于散户与机构投资者并存发展的阶段,因此投资者结构急待优化。而且以我国证券市场的实践来看,部分机构投资者的行为特征发生了一定的变异和扭曲,市场违规行为屡有发生。

(3)股票定价扭曲。股票定价的准确性,直接关系到资本市场最重要的功能——优

化资源配置功能的发挥程度。只有在市场竞争基础上形成的股价,才能有效指导增量金融资源的分配和存量金融资源的调整,使金融资源流向业绩优良、发展前景好的公司。《证券法》实施以来,管理层在改革股票发行制度方面采取了许多措施,但都没有触及新股发行的定价机制。绩优股不优价,“ST”、“PT”一族却扶摇直上,屡创新高。有的绩优股市盈率却高达上千倍。

(4)信息披露违规操作。不仅一些上市公司的招股说明书和财务报告等公开信息中屡屡出现虚假内容,少数上市公司和机构甚至利用掌握的内部信息或传播虚假信息联手进行市场操纵,谋取私利。尽管《刑法》已对此进行了处罚,但惩处措施失之于宽,使造假者的违规收益大大高于违规成本,因此信息披露中违规行为屡禁不止。

(5)监管与自律疏漏。我国证券市场的监管机构客观上仍存在着法律界定不明确和监管主体多元化的问题;监管主体行为不能满足市场发展的客观要求;行政手段过于刚性,监管手段偏于“政策化”,另外,自律主体不健全,难以发挥职能作用。

(6)制度建设薄弱。市场经济是法制经济。法律是规范市场各类主体行为和调节各类主体之间矛盾关系的基本准则,是构成市场监管架构的基础与核心。尽管近年来中国资本市场的法制建设取得了很大进展,但与市场发展的要求相比仍明显滞后。而且,我国市场退出制度迟迟不能付诸实施,市场退出制度和市场准入制度是并行不悖的,是维系资本市场正常运转的两个轮子。此外,创业板的规则与《公司法》的条款在股本规模、上市企业成立年限、经营业绩、上市企业股东数量、管理层持股等各方面存在着抵触。

我国资本市场存在的这些缺陷与二板市场所要求的客观环境不符。如果仓促设立将会导致资本市场上投机气氛浓厚,造成股价被操纵、股价剧烈波动。而且,它会降低投资者的信心,使二板市场乃至资本市场气势低落,资金流动不足,引起整个经济的停滞不前,甚至剧烈震荡。

3 积极培育和完善的资本市场,创业板市场瓜熟蒂落

二板市场成长的根本动因在于改革开

放以来我国科技型中小企业的迅速发展。据科技部不完全统计,近年来我国科技型中小企业各项主要经济指标每年均以30%~60%的速度增长。目前,全国科技型中小企业已经超过7万家,职工330多万人,全年技工贸总收入超过6000亿元,上缴税金260多亿元,出口创汇等分别增长了20倍、15倍、23倍和50倍。这些科技型中小企业不仅具有建设周期短、所需资金少、管理成本低和适应市场多样化需求的特点,而且具有在创新机制、创新效率和决策、运作机制方面其他企业无法比拟的优势,成为技术创新、科技成果转化载体,成为国民经济增长的重要源泉,其中一批企业如北大方正、华为、联想、远大、四通、东大阿尔派、上海复兴等科技产业集团,已经成为全国发展高新技术产业和知识经济的生力军。但是目前我国科技型中小企业发展存在的最大“瓶颈”是金融环境存在的严重缺陷。美国等西方发达国家的经验表明,与科技型中小企业特点相适应的、以风险投资为主要形式的多元化、多层次的资本市场体系,是科技型中小企业发展必不可少的金融环境保障。

尽管我国迫切需要像二板市场这样的专为中小企业和高科技企业融通资金的高透明度、低上市要求、鼓励高科技上市的融资渠道,但鉴于我国资本市场的完善,若仓促推出可能带来我国经济的不稳定,我们应保持一种稳健的态度,即逐步创立和规范资本市场的正常机制。二板市场的创立不能以牺牲发展和稳定为代价。因此我们应认真

做好充分的准备工作,从培育资本市场入手,为二板市场培育良好的运作环境。

当然,基于我国现有的制度和体制,建立二板市场的意义不应局限于支持高科技企业的发展,更重要的是改革我国经济中的融资机制和上市公司的运行机制。20世纪90年代以来,我国的主板市场快速发展,有关法律法规和政策逐步形成系统,从各方面确定了进入该市场的条件。但这些条件的适应对象主要是比较稳定的产业中经营业绩较好的大中型国有企业。而建立二板市场要解决以下一些问题:

(1)大力培育中介机构。积极培养和利用国际金融人才,大力培育中介机构,充分发挥投资银行在上市过程中的财务顾问(或保荐人、承销商)的作用。针对我国中介机构队伍与日益发展的国内外证券市场不相适应的状况,推进中介机构的成长壮大;就中介机构而言,则应进一步加强自身建设,不仅要做到客观、公正,而且还要做到独立、尽责。此外,还应加强中介机构各行业的自律管理,完善行业自律。

(2)继续超常规培育和发展机构投资者,优化资本市场的投资者结构。以机构投资者为投资主体的、多元化的资本市场投资者建设,除了要进一步完善投资基金以外,还要尽快放开养老基金和社会保障基金进入资本市场;发展真正为自己的战略目标而进行股权投资的法人或机构投资者;逐步放松对外国投资者的市场准入限制;大力提高机构投资者投资者的质量。

(3)要严格上市公司的监管。一方面应要求上市公司增加信息披露的广度和频度;另一方面,应要求上市公司完善公司的治理结构,引入独立董事制度,并尽可能通过设立主要由独立董事组成并担任主席的审计、薪酬、提名等委员会向独立董事授权,充分发挥独立董事对公司的监督作用。此外,一些特殊的监管机制,如设立主要股东持股禁售期,引入保荐人制度等对创业板市场的成功进一步提供制度的保障。

(4)修订相关立法。尽快修改《公司法》,若出于诸如要保持法律的稳定等因素,近期无法使《公司法》得到修改时,可以针对创业板出台一个新的政策法规。保证“三公”离不开资本市场民事赔偿责任的建立,通过该法治的建立,一方面使违法者所付出的成本远远大于他通过违法所获得的利益,使得违法行为难以隐藏;另一方面,使当受害者权益受到侵害后可以获得应得的补偿。

参考文献:

- [1]王巍.第二板市场[M].北京:中华工商联合出版社,1999.
- [2]张学森.创业板市场上市与投资双赢战略[M].北京:经济科学出版社,2001.
- [3]陈乃醒.中国中小企业发展与预测——全球经济一体化与中小企业竞争力[M].北京:民族与建设出版社,2001.
- [4]齐艳秋.中国二板市场的定位与分析[J].计划与市场,2000,(7).

(责任编辑:曙 光)

Analysis of the Affection of Our Country's Capital Market's Defects on the Initiation of the Second Board Market

Abstract: The second board mainly faces the high science and technology ventures which will grow rapidly. It is characterized by the low standard of entering the market, the high exposure of information, the high risk, the mature investors, the market maker system and so on. Our country's science-and-technology-typed, middle-and-small ventures strongly need the born of the second board. However, its circumstances have various defects: the immaturity of intermediate organizations, the unreasonable structure of investors, the distortion of stock's price, the illegal operation of information exposure, the shortage of the law and so on, which hinder the born of the second board marked. Therefore, we should actively take actions to cultivate and complete the capital market in order to initiate the second board.

Key words: the second board; the defects of the capital market; the effect