

三板市场:设立的必要性与发展思路

王正斌,俞颖

(西北大学 经济管理学院,陕西 西安 710069)

摘要:首先归纳了三板市场的特征,从历史、理论、现实三个角度论证了在我国设立三板市场的必要性,构想了我国三板市场的发展思路和发展步骤,分析了发展的障碍,进而提出了相应对策。

关键词:三板市场;风险资本;风险投资;高科技企业

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1000-2731(2001)04-0082-06

较成熟的市场经济国家,资本市场均形成了比较完整的体系。在美国,除了纽约证交所(NYSE)以外,还有多层次的场外交易市场;即NASDAQ(全国证券交易商协会自动报价系统)、OTCBB(行情公告榜)、Pink Sheet(粉单市场)、NMS(全国市场系统),其中OTCBB是NASDAQ市场以外的另一种电子报价系统,是一个为特定用户服务的报价媒介,服务于不能在主板、二板市场上市的高科技企业,通常称之为三板市场。美国OTCBB式的三板市场是二板市场的有益补充和延伸。中国小规模高新技术企业的成长也需要资本市场的推动。在积极发展主板市场的同时,探索开设二板市场,研究筹划三板市场日显必要。

一、资本市场的三个板块

资本市场是有层次的。不同层次的资本市场其公开性、定位和市场组织方式均有差异。

1. 公开性差异 主板、二板市场属于公开权益资本市场,企业在这类市场上市要经过严格的审核或核准,股票要公开发售;三板市场属于私人权益资本市场,大多数情况下它是一个非公开的市场,对发行者没有严格的公告要求,以私募发行为主,市场相对较狭窄,投资规模较小。

2. 定位差异 主板市场定位于成熟期企业,上市条件较高;二板市场定位于发展期的高科技企业,上市条件低于主板市场;三板市场的上市门槛最低,是初创期高科技企业股票发行及转让的场所,提供法人股及主板市场退市上市公司的股权转让服务,也从事科技成果转化交易,是风险资本流动的“通道”。

3. 市场组织方式差异 主板市场有集中的交易场所;二板市场可以有集中的交易场

收稿日期:2001-06-23

作者简介:王正斌(1961-),男,陕西华县人,西北大学经济管理学院副院长,副教授,从事资本市场及企业管理研究;俞颖(1977-),女,江苏扬州人,西北大学国民经济专业硕士研究生,从事资本市场研究。

所,也可以是电子报价系统;三板市场一般是电子报价系统或分散的柜台市场。

三个板块之间互相联系,互为补充。企业可先在较低层次的三板市场上培育,条件丰满后可转入二板市场,进而再上主板市场,三个板块的有机结合,可以满足不同层次企业的融资需求,构成了较完整的递进式资本市场体系。[1]

二、我国设立三板市场的必要性

三板市场处于资本市场的较低层次,是初创期的高科技企业成长的摇篮,设立三板市场是完善我国证券市场结构、推动我国高科技产业发展、促进我国西部大开发战略实施的必然选择。

1. 从资本市场发展的进程看,设立三板市场是完善我国资本市场结构的趋势

发达国家资本市场的发展大致经历了三个阶段,每一阶段呈现出不同的市场形态:第一阶段是分散的柜台市场,这种柜台交易的交易规模小、地点分散、交易行为极不规范;第二阶段表现为集中的交易所市场,这一时期各个国家都颁布法规激励集中的场内交易,排斥甚至取缔场外交易;第三阶段表现为多层次的资本市场体系,即场内、场外交易并存[2]。场外交易市场可细分为多个层次,不同类型的证券投资者、融资者、中介机构相对分开,各得其所,从高层市场到低层市场,上市门槛越来越低,市场上的投资风险逐渐增大,证券的流动性逐渐降低,而市场又是连通的,经营业绩好的企业可从下一级市场进到上一级市场,经营业绩差的企业也可逐级退市,最终构成一个无缝市场[3]。这种现代的场外交易体系建立于电子网络的基础上,实现了交易的自动化,克服了传统场外市场区域狭小、交易不规范、信息披露不畅等弊端,发展势头很快,如美国的纳斯达克市场及更低层的 OTCBB 市场、欧洲的新市场、英国的另项投资市场等。[2]

可见,完善市场结构、建立多层次的现代场外交易体系是证券市场发展的必然趋势。我国自 1998 年 4 月整顿非法场外交易以来,原有的 STAQ、NET 系统和一些地方性的证券交易中心被取消,证券交易集中于沪、深两个主板市场,证券市场结构单一,无法满足不同发展阶段企业的融资需求及不同类型投资者的投资需求,拓展证券市场层次已是大势所趋。目前我国创业板市场正处在筹备阶段,随着各地技术产权交易中心的兴起、退市机制的形成及券商代办原 STAQ、NET 系统挂牌公司股份转让业务的开始,我国的三板市场也初现端倪,这一市场是未上市企业进入资本市场的“入口”,也是上市公司退市的“出口”。创立三板市场,向多元化格局迈进,同国际市场接轨,已成为我国证券市场发展的必然趋势。

2. 从风险投资理论看,设立三板市场是风险企业成长的需要

(1) 风险投资及风险资本市场体系

风险投资是以股权方式投资于高成长性的风险企业或项目的投资行为,这种权益资本即风险资本[4]。一个完整的风险投资周期包括三个阶段:筹资、投资和回收。在筹资阶段,风险投资公司等中介机构向风险投资者(包括个人和机构投资者)筹集资金;在投资阶段,风险投资机构把风险资本注入经筛选的风险企业或项目,并主动参与被投资企业的经营管理;在增值回收阶段,资本通过上市、回购、清算等方式退出风险企业,再进行下一轮投资。[5]

(2) 三板市场在风险投资过程中的作用

风险投资是一种市场化的投资行为,其运作是在风险资本市场中进行的。风险投资主体、中介服务体系及管理 and 规范风险投资行为的市场规则和法律制度共同构成了风险资本

市场体系。根据其不同作用和结构可分为初级市场和高级市场,前者属私人权益资本市场,定位于初创期风险企业,后者属公开权益资本市场,定位于扩展期以后的风险企业。三板市场即风险资本初级市场,通过市场的竞争机制、定价机制及激励和约束机制为初创期高科技企业吸引风险资本提供了良好的市场环境。

作用一:降低搜寻成本

在筹资阶段,风险投资者要选择合适的风险资本家来管理自己的风险资金;在投资阶段,风险资本家要选择合适的风险企业,搜寻成本很高,三板市场上有专门的评估机构对创业者、技术、产品等进行鉴定,形成强大的评价筛选机制及信息传递机制,使优秀的风险投资机构及风险企业的经济价值得以凸现,降低了搜寻成本[5]。

作用二:降低道德风险

风险投资过程中存在两种道德风险:一种是风险资本家在募集到资金后,为追求自身的利益最大化而损害风险投资者的利益;另一种是风险企业在获得风险资本后,从事有损于风险资本家利益的行为。解决道德风险的方法主要是签订一个固定期限的筹资协议和风险投资协议,既有约束条款又有激励条款,使代理人与委托人期望的最大化目标尽可能一致,并监督其执行。[6]三板市场上的竞争机制、信息披露机制对代理人形成了一种市场化的激励与约束,提高了监管效率,降低了道德风险。

作用三:增强产权流动性

初创期的风险企业产权流动性较差,主要原因有两点,一是产权定价问题不易解决,二是缺少灵活的交易方式。三板市场上的定价机制为风险企业产权的公平转让创造了前提条件,灵活多样的购并方法又为产权流动提供了高效率、低成本的转换机制,使风险企业的资产具有了较高的投资价值。

目前我国还没有形成规范的风险资本初级市场——三板市场,风险投资仍属政府主导型,风险企业的私募行为处于地下或半地下状态,风险资本运作效率低下,因此,设立三板市场,完善风险资本市场体系,促进科技成果产业化,已是势在必行。

3. 从我国经济结构调整的实际看,设立三板市场是实施西部大开发战略的现实选择

发展高新技术企业有利于提高要素使用效率,促进产业结构的优化升级,对西部大开发意义重大。目前,西部地区科技成果转化率低,众多高等院校、科研机构的人才优势、智力优势、信息优势和技术优势远远没有发挥出来。形成这一局面的重要原因在于很多西部高新技术企业处于初创期,没有资格在主板及二板市场上市,缺少成长过程中必不可少的权益资金。截止2001年6月,西部地区12个省、市、自治区共有224家上市公司,总股本518.8亿元,仅占中国股本总额的13.68%,其行业分布主要偏重化工、冶金、钢铁、机械、建材等行业,而科技含量高的高新技术产业如电子、信息、生物制药、计算机、网络所占比例较小。长期以来,西部地区的高科技企业处于“发展难——上市难——发展更难”的不良循环中,严重阻碍了科技成果的产业化进程,因此,有必要遵循高新技术产业的发展规律,设立更低层次的风险资本市场,为众多处于初创期的西部高科技企业创造利用资本市场的机会,使其步入“上市——发展——再上市”的良性循环。可由一些大券商和产权交易中心牵头,在西安、重庆形成区域性证券交易中心,大胆尝试三板市场业务,并向全国范围辐射,来疏通融资渠道,畅通风险资本出口,通过上市公司主体运作,扶持高新技术产业发展,培养新的经济增长点,以推进西部大开发战略的顺利实施。

三、我国三板市场的发展构想

未来的三板市场是一个建立在电子网络基础上的股票市场,由全国性的自动报价系统、独立的委托交易系统和清算交割系统构成,由专门的全国场外交易监管委员会监管;其业务范围主要是初创期高科技企业私募证券的发行与转让、退市企业股票与法人股的转让、科技项目的产权交易;以机构投资者为投资主体;投资工具为股票、企业债券、风险投资基金、产业基金等;对发行者没有公告要求;交易实行做市商制度,做市商可以通过该系统进行买卖询价谈判直至成交,投资者只要与经纪商的电脑终端相联,就可以得到关于某种证券的做市商报价。

1. 发展步骤

我国的三板市场尚处起步阶段,其发展模式要在实践中不断探索,大体可分为以下几个阶段:

(1) 业务试点

各技术产权交易中心可大力发展科技项目产权交易,并进行未上市高新技术企业股票发行与转让的尝试,探索私募证券的转让模式;部分规模较大的券商也可从法人股及退市企业股票转让中积累经验,规范交易行为,通过试点,为三板市场业务的开展打下现实基础。

(2) 统一规则,规范运作

将业务试点成功的券商、产权交易中心纳入场外交易体系,将其原有的电子网络加以改造并联网,形成一个小范围内的自动报价系统,试运作一段时间后,可吸纳更多的券商及产权交易机构参与,逐步扩大报价系统的覆盖范围,并构建全国性的委托交易系统和清算系统,制定全国统一的 market 规则,包括发行规则、交易规则、监管规则等,形成一个高效率、有组织、有管理的三板市场。

2. 发展我国三板市场面临的障碍

(1) 法律障碍

我国现行的政策、法律或法规存在着一些对三板市场发展不利的方面,具体表现为:

① 对场外交易的限制:我国原有的两大全国性的场外交易系统 STAQ 和 NET 一直在法律真空中运作,曾几度受到政策的冲击,于 1999 年发布“暂停交易”的公告,至今仍未恢复交易;各区域性场外交易市场也屡遭禁止。

② 对风险投资不利的条款:现行法律法规存在许多对风险投资不利的条款,抑制了三板市场的成长;私募证券没有合法地位;不承认风险投资公司的最佳组织形式——有限合伙制;现行法规不允许退休基金、保险基金进入风险投资,制约了风险资本的供给;对股东转让本公司股票有较多限制,影响了风险资本的退出。[7]

③ 知识产权保护不完善:我国在知识产权方面的保护十分薄弱,大量科研机构 and 高等院校的研究成果由于缺乏保护而不断流失,极大影响了企业家、技术骨干及投资者从事技术创新的积极性。如果不尽快完善知识产权保护的法律体系,三板市场上的科技成果产权交易很难活跃。

(2) 市场主体障碍

市场主体障碍主要表现为以下方面:

① 投资主体缺位:三板市场上的投资主体是机构投资者,包括各类投资基金和风险投资

机构,我国投资基金规模小,投资范围有限,品种单一,还未形成像欧洲和美国那样规模庞大、结构齐全的投资基金体系;风险投资机构发展水平滞后:据调查,我国共有约160家专门从事风险投资业务的公司,美国则有近2000家,在被调查的我国77家风险投资机构中,注册资本在3000万元以下的占到23%,5亿元以上的仅占7%,占主导地位的资本结构是股份制和国有独资,适应于风险投资机构的最佳组织形式——有限合伙制仍未出现[7],同发达国家的风险投资机构存在很大差距。

② 民营高科技企业运作不规范:初创期高科技企业是三板市场上的融资主体,这类企业大多属民营企业,产权结构单一,家族色彩浓重,尚未形成严密的公司组织、科学的决策程序以及完善的管理制度和操作规范,且市场意识淡薄,缺乏资本运作经验,不善于通过资本市场为自己的新产品、新技术寻找资金支持。

(3) 技术障碍

高效的三板市场是一个电子化的交易市场,对自动报价系统的运作速度及稳定性提出了较高的要求,美国的纳斯达克市场、英国的替代投资市场及欧洲的新市场都有先进的自动报价系统,能快速准确地提供信息服务,我国目前还缺乏这样一个快捷、高效的报价系统,降低了市场的流动性和有效性。

(4) 人才障碍

每一层次资本市场的发展都离不开有资本运营理论素养及操作经验的金融人才。与主板及二板市场相比,三板市场对这类人才提出了更高的要求:要掌握现代金融财务理论和分析方法,熟悉风险投资运作机制,有不同于常人的创新精神、坚定信念以及对新技术的敏感与把握能力。这样的人才在我国十分稀缺,必将制约我国三板市场的发展。

3. 发展我国三板市场的政策建议

为克服上述障碍,需要建设一个好的政策法律平台,具体可从以下几方面入手:

(1) 完善法律法规建设

一是制定三板市场发行、交易、监管的有关规则,对三板市场的业务范围、组织模式、发行制度、上市制度、交易原则、交易方式等通过法律形式加以确定,使三板市场在法律框架内规范运作;二是修改《公司法》,对私募的实施范围、方式做出明确界定;在资本注入方式及发起人股权转让方面对风险企业做出特殊规定;允许风险投资公司以有限合伙形式设立;三是完善知识产权保护的法律体系,保障成果完成的利益。

(2) 培育市场主体

一要扶持风险企业,降低风险企业初创期的各项税费,如开办费、专利申请费等;为企业提供无息贷款或财务担保;组织专家为企业资本运作提供咨询策划;二要培育风险投资机构,可允许其转让税务亏损,即如果对某一企业的投资发生损失,可减免赢利项目的所得税以补偿损失;定期组织研讨会,讨论风险投资机构的有效治理与有效投资策略;三要扶持其他投资者,逐步允许保险基金、养老基金进入风险投资领域;激励证券公司、上市公司投资于三板市场;适当降低资本所得税,减轻个人投资者的投资风险。

(3) 提高技术水平

制定三板市场的技术规范,利用规范改造原有的自动报价系统,对三板市场从业券商的网络设施、电子交易设备、软件系统等提出较高技术要求;设立专项基金,用于开发、引进先进通讯技术,促进报价系统的优化升级;成立专门的技术管理部门,负责系统的日常运行、管

理及维护;定时审查券商的网络设施,考核信息技术人员的工作绩效。

(4) 培养专业人才

通过国外培养、国内培训等途径培养适合三板市场发展需要的金融人才。当务之急是制定系统的人才培养计划,加大培养、激励和考核力度。提供机会和条件,从国外同类市场上吸引专业人才。

参考文献:

- [1] 周乃敏,杜雨辰.发展三板市场是培育我国二板市场的现实选择[J].投资与证券,2000,(10).
- [2] 文宗瑜,冷汇卿.产权证券化与创业板(二板)融资[M].北京:中国金融出版社,2000.
- [3] 乔柄亚.构造我国多层次的证券市场体系[J].经济导刊,2000,(6).
- [4] Paul A. Gompers, Josh Lerner. The Venture Capital Cycle, MIT press, 1999.
- [5] 叶晓凌.风险资本与风险资本市场[J].财经科学,2000,(2).
- [6] 黄江南,王进.风险投资与投资银行实务[M].广州:广东人民出版社,2001.
- [7] 刘曼红,胡波.我国风险投资的发展现状及面临的问题[J].风险投资通讯,2001,(4).

[责任编辑 卫玲]

On The Necessity and Measurements of Establishing the Third Board Market WANG Zheng-bin, YU Ying

(College of Economics and Management, Northwest University, Xi'an, 710069 China)

Abstract: Perfect capital markets should have different levels. Along with the coming of the secondary board market, the desire to set up a third board market is inevitable. The paper studies the essence and basic features of the third board market distinguished from other stock markets, analyzing the necessity of establishing such a market. The paper also puts forward some suggestions on how to develop it, including steps, difficulties and policies.

Key words: the third board market; venture capital; venture investment; high-tech enterprises at the initial stage