

对我国建立二板市场的思考

谢群

(西北农林科技大学 经济管理学院, 陕西 杨凌 712100)

摘要: 我国二板市场应致力于消除企业融资领域的所有制歧视, 服务对象严格定位于中小型企业尤其是高新技术型中小企业, 二板市场的成长取决于企业和风险投资的发达程度; 二板市场与主板市场之间形成了一种分工、合作和相互促进的关系; 通过建立严格的信息披露制度和提高上市企业的内在质量来保护投资者的利益。

关键词: 二板市场; 主板市场; 中小企业; 投资者

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1009-9107(2002)01-0038-04

二板市场作为功能强大的资本市场的重要组成部分, 无论是从我国中小企业发展和资本市场深化角度, 还是从“科教兴国”战略上讲, 开辟国内二板市场都势在必行。目前, 我国创建二板市场的准备工作基本就绪, 未来二板市场的轮廓也大致勾勒出来, 但正式推出的日期却一拖再拖^[1]。鉴于全球二板市场正在经受考验以及中国资本市场的整体不成熟, 在市场创建过程中力求谨慎, 不急于求成是管理层负责任的选择。也留给我们一段时间对关于建设二板市场的几个问题进行冷静的进一步思考。

一、二板市场服务对象的定位及其功能

从国际上通行的做法看, 二板市场是在服务对象、上市标准、交易制度等方面不同于主板市场的资本市场。二板市场以中小企业尤其是中小型高科技企业为服务对象, 其特有功能是为风险资本提供规范的退出机制, 同时, 也具有连续筹资、推荐和优化等资本市场的一般功能。应该说, 在理论上二板市场

的定位及其功能是明确的、清楚的, 但这并不意味着人们对其认识是全面的、统一的和正确的。

(一) 二板市场服务对象的定位

二板市场以支持成长型中小企业为基本点。在我国目前条件下, 大多数成长型中小企业属于民营企业范畴, 因而一些人认为二板市场是为民营企业的上市和融资创造条件, 是为民营企业服务的, 这种认识是不确切的。诚然, 高科技、高增长的民营企业是我国经济高速增长的龙头, 也是政府产业政策重点鼓励和扶持的。截止1998年6月, 全国民营企业100余万家, 其中20000多家从事高科技项目, 遍布52个获许可的高科园区^[2]。这些民营企业经过十多年的发展, 目前已初步完成了“滚雪球式”的资本积累阶段, 并进入到一个扩大再生产, 追求产业化、规模化的快速发展的新时期。在这一阶段, 仅靠自有资金是远远不能满足发展所需的, 大型银行对民营企业普遍存在“惜贷”现象, 而申请主板上市又具有较多困难和障碍。因此, 利用二板市场积极融资, 是化解民营企业发展中资金短缺问题的有效途径, 但是, 这并不意味着应从所有制的角度来划分我国的证券市场结构, 形成一个国有企业证券市场, 一个民营企

业证券市场,应该参照国际惯例,主板市场的服务对象是那些在比较稳定的产业中经营业绩较好的大中型企业,二板市场的服务对象是那些在比较稳定的产业中有一定经营风险,但同时极具发展潜力的中小型企业。如果二板市场再出现“所有制歧视”,对我国证券市场的长远发展是不利的。从长期发展来看,主板市场也必将取消所有制的限制。

(二) 二板市场的功能

在我国,二板市场是作为风险资本的退出渠道和提供中小企业继续扩大市场所需的资本的功能而被准备推出的。那么,二板市场与企业、风险投资之间存在什么样的联系呢?

1. 二板市场的运行离不开企业的支撑。中小企业尤其是中小高科技企业如何取得发展所需资金,加速科技成果向现实生产力的转化,是我国中小企业目前所面临的一大问题。二板市场的推出,无疑给占我国企业总数 98% 的中小企业带来了良好的发展机遇^[1]。但我们必须清楚认识到企业上市融资仅是其生命发展史的一步,而不是全部。对整个经济来说,二板市场不是中小企业发展的“孵化器”;相反,是中小企业的发展孵化了二板市场^[3]。在实际当中,有相当的人们颠倒了它们之间的关系。许多中小企业都期待二板市场能带来一夜暴富,面对二板市场,他们已经痴迷疯狂了,甚至荒弃了正常的经营管理,企业老总带领企业高层管理人员全力以赴地跑上市。企业在其发展历程中,需要经历一个从创建到成熟的发展过程,与这个发展过程相对应,需要不断的多种类型的资金支持。随着企业规模不断扩大,股权融资在财权硬约束、连续筹资、规范企业经营管理等方面的优越性逐渐显露出来,这就在客观上提出了股权融资的要求。可以说,企业的存在及其发展是二板市场产生的前提之一。而且,各国发展的实践证明,二板市场能否成功关键在于能否吸引到一定数量高素质的企业上市。所以说二板市场的健康发展离不开中小企业的支撑。

2 二板市场的运行与风险投资的发展存在正向关系,而且二板市场并不是风险资本主要的或唯一的退出渠道。风险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,通过股权变现来收回投资并赚取投资收益的投资行为^[2]。但是这种投资成功的前提条件是股权及时变现,否则,风险资本被固化在企业中,难以进行下一轮风险投

资活动,所以,风险投资需要有一定的退出机制。二板市场可为风险资本的退出提供一个理想退出的窗口,保证整个风险投资链条的循环。可见风险投资的发展与二板市场的运行存在正相关关系:风险投资的发展可以为二板市场培育大量高成长性公司,这些公司的上市将活跃二板市场;二板市场为风险资本提供退出窗口,一个活跃发达的证券市场能够极大地促进风险资本的发展。通过二板市场上市发行股票应该是风险资本最佳的退出方式,这是因为:一是股票上市发行是市场和投资者对该企业创业取得成功的一种确认;二是这种方式可以保持上市企业的独立性和管理层的稳定性;三是使企业获得持续筹资的渠道。但从世界各国的实践来看,二板市场并不是风险资本的主要退出渠道。这是因为风险投资的风险巨大,造成其投资失败比例很高,越是处于早期阶段的风险投资,失败的比例越高。据统计,美国由风险资本支持的企业中,50% 完全失败,约 40% 持平,只有 5% ~ 10% 的风险企业可获得成功^[4]。一旦发现风险投资不成功或企业成长缓慢,未来收益前景不好,风险投资家便会利用股份回购、企业购并或清算等方式退出投资。此外,风险资本通过二板市场退出还有其不足之处:(1) 基于稳定股市价格的政策要求,只能在首次公开发行股票时出售很小比例的所持股票,不能使风险资本立即从所投资企业中完全撤出;(2) 通过二板市场退出的费用往往十分昂贵,特别是对于规模较小的企业来说更是如此。因而,对于大多数企业来说,公开上市是可望而不可及的事情。目前,许多人都认为我国风险投资的发展没有取得实质性进展,关键制约因素是缺乏二板市场,这种认识有其片面性。

总之,我国二板市场致力于消除企业融资领域的所有制歧视,服务对象严格地定位于中国境内的中小型企业尤其是高新科技型中小企业。二板市场的成长与发展,取决于它本身成长发展的条件和环境,尤其是企业和风险投资的发达程度。

二、二板市场与主板市场的关系

我国主板市场承担着国有大中型企业筹集资金、推动改制、促进国有经济重组的重任,所以,二板市场和主板市场之间形成了一种分工与合作关系。

(一)对主板市场的影响

二板市场的建立,对现存的主板市场既形成竞争又产生促进作用。

1. 竞争。主要体现在两个方面^[5]:一是在一级市场上,二板市场与主板市场要争夺上市资源。虽然两者的上市标准不同,接纳和服务的对象也各有侧重点,但也有一部分企业二板市场;主板市场;中小企业;投资者同时符合两个市场的上市条件。由于在二板市场上市具有上市成体低、效率高,股份全流通等优势,所以,发行人争取到二板上市的积极性更高。这势必造成同时符合主板和二板上市条件的企业都选择到二板上市,从而使主板市场的一部分潜在客户被二板市场分流,降低主板市场对投资者的吸引力。二是在二级市场上,二板市场将分流主板市场的部分资金。二板市场推出后,能率先在二板上市的将是具有良好发展潜质的成长型企业,这些企业尽管存在一定的技术风险和经营风险,但它们良好的发展前景,规范的法人治理结构,严格的信息披露制度和市场监管,对部分投资者充满了吸引力。一旦二板市场股票批量发行,将有相当数量的投资者和资金从主板市场转移到二板市场上。

2. 促进作用。二板市场从诞生起就是一个严格按国际惯例运作的高度市场化、规范化的市场,在其建立过程中完全有可能发挥后发优势,汲取主板市场发展过程中的经验和教训,成为一个运作更规范的市场,对主板市场必将产生示范效应。在强大竞争压力下,促使主板市场早日解决历史遗留问题,加快其结构改革和制度建设,推动主板市场的市场化、规范化进程。

(二)如何协调主板与二板市场的关系

在二板市场设立之后,如何既保证二板市场的健康发展,又继续壮大我国的主板市场,使两者在不同领域形成既分工,又相互合作、相互促进的关系将是我们所面临的艰巨任务。目前,管理层应通过上市标准、运作模式等制度安排,弱化或消除二者之间的冲突和无效竞争。

1. 上市标准。目前我国二板市场规则明确规定了拟上市企业发行后的股本最低规模,而没有对最大股本的规模作出明确限制。同样,该规则只规定了申请上市的企业有形资产规模的下限,这就模糊了二板市场是为中小企业启动资金的概念。所以,管理层在设计二板市场上市标准时,应对上市企业的股

本规定一个伸缩范围。若发行后股本超过上限的公司,符合《公司法》规定的主板上市条件,应按原有的主板上市条件,安排到主板上市。通过这样的制度安排,既突出了二板市场的小型资本市场特点,又没有分流去主板上市的公司,减少了对主板市场的冲击。

2. 模式选择。国际上二板市场有三种典型的设立模式。第一种是独立的市场模式,即二板市场与主板市场分别独立运作,拥有独立的组织管理系统、交易系统和监管系统,如美国的NASDAQ。第二种是附属递进模式,即二板市场是在现有交易所内设立的低于主板市场的一个市场层次,企业以宽松条件先在二板市场上市融资,上市前后,在规定的限期以达主板条件时,可递进到主板上市。第三种是附属平行模式,即二板市场作为主板市场的补充,二者之间没有递进关系,与主板市场组合在一起共同运作,拥有共同的组织管理系统和交易系统。香港二板市场属于这一模式。

不同的市场模式,对证券市场产生的影响是不同的。如何设计我国的二板市场,学术界还存在不同观点^[6]。笔者认为我国二板市场设立模式的选择,应借鉴国际上的成功作法并深入认识我国国情,正视我国证券市场的发展趋势来设计。鉴于我国证券市场处于发展初期,规模不大,运作尚不完全规范,二板市场不宜采取独立模式,而应选择附属证券交易所的模式,该模式最大的优点在于降低投资成本,节省资源。在我国主板市场现有的不规范和股份流通限制的情况下,采取附属递进模式也是不适合的。因为,公司在晋升到主板挂牌之前,控股股东,其他大股东,甚至社会公众股就会急于将股份卖掉。此时的股价和公司的前景就会出现大的波动。所以,在主板市场法人股、国家股流通问题解决之前,我国二板市场与主板市场之间的递进机制是无法建立的。因此,我国拟议中的二板市场采取附属平行模式是适合证券市场发展需求的。

三、投资者的权益保护

我国二板市场是一个全新的市场,其服务对象的高风险性以及市场本身初生的脆弱性,使得二板市场是一个高风险的市场。为较好地保护投资者利益,保证市场的运作质量和效益,关键要做好以下两

个方面的工作。

(一) 强调信息披露基础上的投资者自我保护

通过实施严格的信息披露可减少上市公司利用信息优势损害投资者的行为, 即建立严格信息披露制度, 可以使投资者能够充分把握上市企业的发展状况, 以便在公平、公正、公开的交易基础上做出自己的投资决策。强化信息披露制度应做到: 一是提高二板市场上市企业信息披露的频率和内容; 二是建立上市企业内部的信息披露监管制度, 如设立独立董事制度, 强化监事会的作用等等; 三是建立保荐人制度。

(二) 提高上市企业的内在质量

首先, 由于政府不具备信息优势和应变能力, 面

对瞬息万变的创新技术和市场变化无法把握技术标准、技术路径和市场需求, 所以在筛选上市企业时必须减少政府干预; 其次, 按照市场需求、市场规律, 树立全新的企业价值判断标准, 做到事前谨慎选择拟上市企业, 筛选标准重点放在科技含量、人力资源、市场前景和法人治理结构四个方面; 第三, 加强上市企业管理行为和运行机制的约束。即对上市公司的股东大会、董事会、监事会人员构成、议事程序和规则提出具体明确要求, 强制企业规范管理行为, 完善管理制度, 建立内部控制机制, 有效解决企业重筹集资金轻机制转换、重技术创新轻管理创新的问题的解决。

参考文献:

- [1] 袁 音. 中小企业如何应对创业板[N]. 市场报, 2001-2-3 (2).
- [2] 杨喜月. 创业板市场比较分析与对我国的启示[J]. 中国软科学, 1999, (11): 36~ 40.
- [3] 林毅夫, 苏 剑. 论二板市场在我国发展的前景[J]. 中国软科学, 2000, (11): 16~ 19.
- [4] 陈仲伯, 段 睿. 对创业板及风险投资的风险性认识[J]. 中国软科学, 2001, (5): 19~ 22.
- [5] 岳正坤. 论我国创业板市场对主板市场的影响[J]. 中南财经大学报, 2001, (3): 80~ 83.
- [6] 王吉舟. 再谈中国创业板的模式选择[J]. 中国改革, 2001, (5): 24~ 25.

Reflections on the Second Board Market in China

XIE Qun

(College of Economics and Management, North West Sci-Tech University of Agriculture and Forestry, Yangling, Shaanxi 712100, China)

Abstract: The second board market should focus on eliminating ownership discrimination on enterprise financing, so it should serve middle-small enterprise, especially hi-tech business. The development of second board market depends on the development degree of the enterprise and venture capital. The relation between second board market and main board market is competition and cooperation. We must set up a perfect system of information announcement and strengthen the inner quality of enterprises to protect investor's benefit in the second board market.

Key words: second board market; main board market; middle-small enterprise; investor.