

学校编码： 10384
学 号： 9809008

分类号_____密级 _____
UDC_____

学 位 论 文

二板市场监管研究与 中国创业板市场的监管设计

杨 瑞 兰

指导教师姓名： 陈永志教授、博导

申请学位级别： 硕 士

专 业 名 称： 经 济 思 想 史

论文提交时间： 2001 年 月 日

论文答辩日期： 2001 年 月 日

学位授予单位： 厦 门 大 学

答辩委员会主席： _____

评 阅 人： _____

2001 年 4 月

内 容 提 要

进入 21 世纪元年的中国，在证券市场上最为引人注目的事件恐怕莫过于创业板市场的建立并投入运营了。为了充分研究、论证即将设立的创业板市场，上到中国证监会、沪深交易所，下至各证券公司，纷纷成立了各种创业板市场筹备小组或课题组等。放眼全球的二板市场，其高收益与高风险的特征是十分明显的。二板市场对于我国证券市场来说是一个新生事物，在缺少经验的前提下运作二板市场，需要承担更大的风险，因此如何趋利避害，防范和监控风险，将是我国创业板市场能否有效地建立起来，建立起来后能否成功的关键之点。要使我国的创业板市场能够取得成功，就必须借鉴境外的监管经验，并认真吸取我国主板市场发展过程中的经验与教训，在此基础上初步形成具有中国特色的创业板市场的监管体系。

本文运用理论和实践相结合的方法，对境外二板市场监管进行较为详尽的介绍和探讨，同时对将要启动的中国创业板市场的监管进行了初步的设计。全文共分四个部分。

第一部分为“二板市场及其特点”。该部分介绍了二板市场的产生背景与在各国和地区的发展状况，并论述了二板市场的运作模式，最后阐述了二板市场与主板市场不同的主要特点。

第二部分为“二板市场监管的必要性及理论依据”。首先阐述了二板市场的市场功能，说明二板市场是有效支持高科技企业的理想融资场所；进而分析了二板市场蕴藏的主要风险，指出二板市场是一个比主板市场具有更高风险的市场；最后从市场失灵入手，分析了经济学中关于监管的几种理论，并以“公共利益论”为理论基础，论述二板市场监管的必要性。

第三部分为“境外二板市场的监管经验”。该部分首先介绍了二板市场不同于主板市场的独特的监管理念；然后分析境外一些主要二板市场为防范风险而采取的主要监管制度；最后着重研究美国纳斯达克市场、香港创业板市场的组织监管体系以及相配套

的法律法规体系。

第四部分为“我国创业板市场的监管设计”。是本文的重点。该部分首先分析了我国设立创业板市场以后可能产生的对经济社会生活的影响；然后论述了在目前条件下创建中国创业板市场可能会遇到的问题以及面临的各种风险；面对高风险问题，监管层唯有建立严密而科学的监管及风险控制制度，才能使我国创业板市场有效运行，与主板相比，这主要体现在严格的信息披露制度、实行保荐人制度、严格的公司内部管治和对公司高层管理人员的行为限制；最后阐述了中国创业板市场应建立起以交易所一线监管为主，政府监管为辅的分级监管体系。

关键词：二板市场 风险 监管

前 言

20 世纪 90 年代以来,知识经济的加速发展和经济全球化趋势的不断强化,对世界各国的资本市场产生了极为深刻的影响。这种影响的重要表现之一就是,世界各主要国家和地区纷纷借鉴美国纳斯达克(NASDAQ)市场的成功经验,对各自的证券市场进行整合,展开制度和机制的创新,设立专门的针对中小型、高科技新兴企业的股票市场,即二板市场。不断创造经济奇迹,正致力于大力发展高科技产业的中国也不例外,在经历了两年的酝酿之后,中国创业板市场即将浮出水面。国务院已原则同意建立创业板市场的方案,并授权中国证监会组织实施。目前,有关具体上市规则和监管办法等正在修订之中。

综观全球的二板市场,除了纳斯达克比较成功以外,其他的二板市场或者不死不活,或者已经关闭。可以说,二板市场所蕴含的机会与风险是对等的。二板市场的高风险性使得二板市场监管正成为全球日益瞩目的焦点。

虽然目前国内关于二板市场领域的学术研究颇多,而且不乏真知灼见,但是对于二板市场监管课题的系统研究却是鲜见。这就为本文能进入一片较具新意的学术天地做出一些研究与探索提供了可能。

二板市场监管是对二板市场进行监督和管理。二板市场监管应当从政府监管(Regulation,也可译为管制、规制)的意义来理解,指的是政府通过特定的机构对二板市场运行制定一定的规则,对二板市场行为主体作出某些限制或规定,并加以监督执行。监管不同于宏观调控,宏观调控是国家通过应用它所掌握的政策工具来影响市场经济中各种变量的值,进而影响经济行为主体的行为。二板市场监管作为一种具有特定内涵的政府监管行为,有一定的特殊性和独立性,从而有从理论角度进行研究、从实践角度进行总结提炼的可能性和必要性。

本文力图运用经济学的分析方法和基本原理，从考察证券市场中的政府与市场关系这一视角入手，系统分析了对二板市场进行监管的理论基础。

同时，坚持理论联系实际的研究方法。本文还对境外一些主要二板市场的监管实践进行了论证与分析。而后，就我国创业板市场监管设计中的若干问题，包括监管原则、监管制度以及监管体系等，在总结境外二板市场的成功经验和综合各方面的意见和观点的基础上，提出笔者的建议。

第一部分 二板市场及其特点

知识经济的蓬勃兴起是当今世界发展的一个重要趋势，高科技产业也因此成为全球经济的热点。高科技产业本身具有的高风险及高收益的特性决定其需要一种不同于其他产业的融资渠道。而作为资本市场的一个重要组成部分，二板市场正好给它们提供了一条急需的融资良机。二板市场又称创业板市场、第二交易系统，是与现有证券市场即第一板或主板市场相对应而存在的概念。通俗地说，凡属与针对大型成熟企业的主板市场相对应、面向中小企业的证券市场，就是二板市场。在纳斯达克成功运作的示范下，二板市场已成为全球资本市场的发展亮点。

1.1 二板市场的产生与发展

一、二板市场的产生背景

二板市场是在场外市场的基础上发展起来的，场外市场与证券交易所，都一样源于“店头市场”，证券交易所出现之后，店头市场交易受到限制、禁止和取缔。电子技术的发展应用打破了传统的场外市场交易方式，使得场外市场重新得以发展，并出现了进行上市公司证券交易的第三市场和不经经纪人而利用电子计算机网络直接进行大宗股票交易的第四市场。在此基础上，场外市场的最高形式—现代场外市场纳斯达克（NASDAQ）^①在美国产生。与主要交易未上市股票的场外市场不同，第二市场最初是证券交易所主板市场之外的一个市场，其目的是作为股票上市的预备市场存在。新上市公司的股票首先在第二市场上市，待时机成熟后再转入主板市场交易。因此，第二市场交易的主要是新兴公司的股票。后来为了扶持中小企业和风险企业的发展，第二市场不再是单纯的正式上市预备市场，而更多地发展成为中小企业和新兴公司等风险企业的专门市场，与现代场外市场一起形成了现代意义上的二板（或创业板）市场概念。即正式股票市场之外，主要面向中小企业和新

^① NASDAQ 的全称是全美证券商协会自动报价系统(National Association of Securities Dealers Automated Quotations)。

兴公司的股票市场，相对于正式上市证券市场即主板市场而言，是二板市场（Second Board）。其中以纳斯达克最为典型，发展最为迅速，纳斯达克因此成了各国第二板股票市场的代表。

各国经验表明，二板市场能促进新兴产业的发展，因此许多国家成立二板市场的目的就在于为新兴中小企业和高科技风险投资企业融资。

当今世界经济正在由工业经济形态向知识经济形态转变。在许多发达国家，知识产业正在高速成长发展并在国民经济中占有相当高的比例。据联合经营组织 1996 年度报告估计，知识经济在 OECD 主要成员国中，已占其国内生产总值的 50% 以上。¹世界各国以高科技产业为其支柱产业的知识经济的发展，一般多是从发展中小企业开始的，并且其投资一般都属高风险、高回报的风险投资。具有发展潜力的新兴中小企业一般也多为高科技风险投资企业。这些企业虽具有很好的发展潜力，但由于其投资风险特别大，一般难于通过银行信贷融资；而由于企业规模又较小，一般也不能进入证券交易所主板市场，通过发行股票债券融资集资或退出风险投资受资企业。而二板市场，由于其收入对象主要是中小企业；同时各种新兴中小企业的股本大小、经营期限、经营能力、股权分散程度和股本结构等又符合二板市场上市条件；并且，二板市场在促进新兴中小企业和高科技风险投资企业发展中也越来越显示出它具有众多的优越性和强大的生命力。也正由于上述种种原因，近几十年来，二板市场在世界各地必然兴起和发展起来。

二、二板世界的世界发展

美国 NASDAQ 市场是国际上成立时间最早，也是规模最大的二板市场。它于 1971 年开始运作，为 2500 只场外买卖证券提供报价。其后，NASDAQ 的表现持续优胜于其他主要市场，成为全美国增长最快的股票市场。到 1999 年 12 月底，NASDAQ 市场共有 4800 家上市公司，市值达 5.2 万亿美元。在全部上市公司中，约有近 2000 家高科技公司，比重高达 40% 左右。²经过不到 30 年的时间，从一个交易量只有纽约证券交易所（NYSE）30%、交易额为后者 17% 的小市场发展成为美国第二大证券交易所，并于 1998 年兼并了美国股票交易所（AMEX），成为

¹ 陈野华、陈永生主编：《中国证券市场发展的阶段性与制度建设》，西南财经大学出版社 2000 年 1 月出版，第 406 页。

² 张新文主编：《二板市场：新经济的摇篮》，经济出版社 2000 年 8 月出版，第 104 页。

交易额超过纽约交易所的第一大证券交易市场。³

20 世纪 80 年代以来,二板市场不仅已在美国得到十分迅速的发展,而且也在世界上许多国家和地区兴起和发展起来。现在,世界上许多国家和地区都已建立了二板市场。

英国 1995 年 6 月成立了另类投资市场 (AIM), 开业 5 年来先后有 570 家企业在 AIM 市场上市, 融资总额达 50 亿英镑 (75.8 亿美元)。1996 年 6 月, 由法国证券交易所协会设立了场外交易的新兴市场, 并与布鲁塞尔、法兰克福和阿姆斯特丹证交所的小盘股市场联合, 组建欧洲新市场 (Euro-NM)。1996 年 9 月, 欧洲 12 个国家 90 多家金融机构以欧洲证券经纪商 (EASD) 为母体, 成立了欧洲证券经纪商协会自动报价市场 (EASDAQ)。1997 年年初, 德国交易所股价公司成立了“新市场”, 现已成为欧洲最为成功的二板市场。进入 90 年代后, 加拿大温哥华证券交易所被定位为全球领先的风险投资证券交易所, 转为高科技企业和中小企业融资服务。

与此同时, 亚洲等新兴市场国家和地区也仿照 NASDAQ 设立了专职服务于成长性的中小高科技企业的二板市场。日本店头市场 (OTC) 1991 年模仿 NASDAQ 引入了交易自动报价系统, 市场规模迅速扩大。1991 年 11 月, 东京证券交易所又推出了日本高增长新兴公司市场 (Mothers), 主要针对比场外交易市场规模更小的创新企业。新加坡证券交易所的交易自动报价系统 (SESDAQ) 于 1987 年 12 月正式启动, 它主要为那些尚不能符合主板市场上市要求的公司而设立的。马来西亚吉隆坡证交所于 1988 年 11 月推出二板市场, 又于 1997 年 5 月成立了马来西亚自动报价市场 (MESDAQ), 主要针对成长型尤其是高科技公司。1996 年 7 月, 韩国汉城股市在已有的场外交易市场基础上建立了“高斯达克” (KOSDAQ)。泰国证交所也于 1999 年 6 月成立了另类投资市场。

我国台湾的场外交易市场 (OTC) 亦属二板市场范畴, 1994 年, 它进一步放松了对高科技企业的上市标准, 市场发展迅速, 现已成为世界上最大的场外交易市场之一, 为台湾的产业结构调整起了积极的作用。1999 年 11 月, 我国香港创业板正式开始运作, 它定位于为处于创业阶

³ 王益、许小松著:《风险资本市场的理论与实践》, 经济出版社 2000 年 4 月出版, 第 127 页。

段的中小高成长性公司尤其是高科技公司服务。截至 2000 年 5 月底，共有 26 家上市公司。⁴

1.2 二板市场的运作模式

通过上述分析可以看出，二板市场在不同国家有不同的称呼，这些称呼其实代表了各种二板市场运作模式的各自特色。但不管名称如何变换，各类二板市场的内涵显然是一致的，都是服务于中小型具有成长性和高科技性质的企业的市场，主要为其提供新的筹资渠道。

一、二板市场的设立方式

从上述国家和地区的实践经验来看，二板市场的设立主要有两种方式：

1. 由证券交易所直接开设。如马来西亚、日本、韩国、新加坡和我国台湾等地的二板市场。证券交易所设立的二板市场，将二板上市公司的经营状况及营业期限、股本大小、盈利能力、股权分散程度等与主板区分开来，并明确规定了二板上市的条件和标准。一般来说，主板上市公司的股本规模、交易活跃程度都强于二板，有的证券交易所主板和二板采取不同的交易方式。

2. 由非证券交易所的机构设立。典型代表如美国的 NASDAQ 市场，美国 NASDAQ 市场有限责任公司成立于 1971 年，隶属于全美证券交易商协会(NASD)，该协会是在美国证券交易委员会注册的券商自律性组织，几乎所有的美国券商都是它的会员。NASDAQ 以协会的自动报价系统运作。

二、二板市场的运作模式

二板市场的运作模式与其设立方式有关。国际上二板市场的运作通常采用三种典型的模式：

1. 独立型，即独立于现有主板市场。二板市场和主板市场相比有独立的交易管理系统、监管系统和上市标准，完全是另外一个市场。如美国的 NASDAQ 市场、日本的 JASDAQ 市场、我国台湾的场外证券市场和法国的“新市场”都是典型的代表。

2. 附属型，即附属于主板市场。二板市场和主板市场不仅拥有相

⁴ 张新文主编：《二板市场：新经济的摇篮》，经济出版社 2000 年 8 月出版，第 106 页

同的交易系统和规则，还与主板市场有相同的监管标准和监管系统，所不同的只是上市标准的差别。如英国的 AIM 市场，新加坡、马来西亚、泰国的二板市场等。

3. 半独立型，既独立于又附属于主板市场。部分与主板市场资源共享，如交易所、网络等，二板市场与主板市场拥有同样的交易系统；部分与主板市场独立，如独立上市规则，独立监管体系等，二板市场与主板市场的地位实质上是独立和平等的。如欧洲新市场（Euro-NM）的几个成员，无论在巴黎和法兰克福，其运作虽附属于交易所，但都采用独立的规则和监管标准，有独立的监管机构，只是利用交易所现有的交易和结算体系。香港创业板市场也采用这种模式。

显然，上述三种模式有各自的优缺点。

第一种模式，这种模式的优点是独立性最强，市场定位最鲜明，并拥有高效先进的电子交易系统，一般说来规模较大，发展迅速，效率较高，交投活跃，缺点是设立成本较高，这种成本包括建立系统的成本、监管成本等等。

第二种模式，这种模式设立成本最低，市场定位也很有特色——典型的次级市场，与主板相关性很强，有利于市场细化并吸引各类投资者的参与，缺点是这种市场独立性不强，特别是与主板拥有相同的监管系统和规则这一点并不适合整体环境不规范的市场。

第三种模式，这种模式的优点是独立性较强，成本较低；缺点是这种市场定位与主板相比特色不突出，对拟上市的企业吸引力不大，维持市场高流动性可能是监管层面临的最困难的问题。

从不同模式的二板市场的运作绩效来看，比较成功的二板市场往往是独立型市场，而大多数的附属型二板市场没有达到预期的效果，市场规模较小，交易也不够活跃。不同的二板市场运作绩效表现出显著区别的原因是多方面的，但这与政府对主板市场与二板市场之间竞争秩序与竞争规则的制度安排不同是有密切关系的。主板市场、二板市场作为资本市场中的不同层次，应当通过市场竞争来决定二者在资本市场中的相对地位。在独立市场模式下，竞争更有可能在公平公正的秩序和规则下展开。相对于主板市场，二板市场的劣势是起步较晚、初始规模小，优势则是面对新兴产业和中小企业、门槛较低、未来发展潜力更大。因此，如果展开公平竞争，二板市场的成长速度往往更快，从而取得不错的成

绩。但是在附属市场模式下，二板市场的成长性更多地被主板市场所利用，如附属型二板市场中的科技企业随着规模的扩大和盈利能力的提高随时有可能被转至主板市场交易，在一定程度上削弱了二板市场的活力。

1.3 二板市场的市场特点

无论是以上哪种类型的二板市场，从它们的实践看，与主板市场相比，都具有门槛低、风险高、监管严的特点。具体而言，二板市场运作模式和上市制度具有以下共同特点：

1. 特殊的市场定位。主板市场的服务对象是已进入稳定阶段、盈利状况良好的大众型企业。而二板市场大多数以“增长潜力”为定位主题，注重的是公司是否有发展前景和成长空间，是否有较好的战略计划与明确的主题概念，其主要服务对象为成长性好、发展前景广阔的中小型企业科技公司。表 1-1 是主要国家和地区二板市场的市场定位。

表 1-1 主要国家和地区二板市场的定位

主要国家或地区的二板市场	市场定位
美国 NASDAQ 市场	全国市场：世界范围内的大型企业和经过小型资本市场发展起来的企业 小型资本市场：与高科技有关的公司，包括新成立的公司
吉隆坡证券交易所的二板市场(KLSE)	本土的中小型企业
马来西亚证券交易及自动报价系统(MESDAQ)	与高科技有关的公司（本土及海外）
新加坡证券交易与自动报价系统(SASDAQ)	本土的中小型企业
台湾场外证券市场(OTC)	本土的中小型企业和新成立的公司
香港创业板市场(GEM)	增长型企业，特别是高科技企业。目前主要是为香港和内地的中小企业提供融资服务，以后将发展成为国际性的增长市场
英国另类投资市场(AIM)	各种小型及新兴公司，包括新成立的公司（本土及海外）

资料来源：陈乃进、韩志国、王开国主编：《已经开启的财富之门——二板市场的股票发行与上市》，经济科学出版社 2000 年版，第 72 页。

2. 上市标准低。与主板市场相比，二板市场的上市条件相对比较宽松，只有较低的盈利要求或者说根本没有盈利要求，对上市公司的规模要求也比较低。例如，纳斯达克市场的上市条件就比以纽约证券交易所宽松，具体可参照表 1-2。

表 1-2 NASDAQ 和 NYSE 上市条件比较

NASDAQ 市场公司上市的基本条件 (必须按照 1934 年美国证券交易法第十二章 (9) 注册登记其证券)		
指标	小盘股市场	全国市场
总资产 (美元)	400 万	-
股东权益 (美元)	200 万	-
有形资产净值 (美元)	-	400 万
纯收入 (美元)	-	400 万
税前收入 (美元)	-	75 万
公众流通股 (股)	100000	500000
流通股市值 (美元)	100 万	300 万
市价总值 (美元)	-	-
最低股价 (美元)	3	5
公众持股人数 (人)	300	400-800
经营历史	1 年以上	2 年以上
纽约股票交易所 (NYSE) 上市公司的主要条件		
*净资产不低于 4000 万美元;		
*公司过去三年必须是盈利的, 而去年的税前利润不低于 250 万美元, 再前两年的每年税前利润都不低于 200 万美元;		
*拥有 100 股以上公司股票的股东人数不少于 2000 名;		
*公众持有的股票总值不低于 1800 万美元。		

资料来源: 庄恩岳、王明珠主编:《风险投资与案例评析》, 中国审计出版社 1999 年 5 月第 74 页。

当然, 由于二板市场上市条件相对宽松, 上市公司规模小, 业务处于初创时期, 大多缺少盈利业绩, 因此, 二板市场无疑是一个高风险的市场。

3. 市场监管更加严格。由于二板市场上市公司的规模较小, 交易不如主板市场活跃, 资产与业绩评估分析的难度也比较高, 因而容易出现内幕交易和被少数人操纵市场的现象。为了保护投资者利益, 监管通常比主板市场更严格。首先在信息披露方面要求更高, 如香港创业板市场规定: 发行人在上市之初除须按主板市场上市规则进行信息披露外, 还须额外进行两项重要信息披露——活跃业务活动陈述及业务目标陈述。另外, 监管部门对二板市场上市保荐人要求较主板市场保荐人更为苛刻, 二板市场上市公司往往要在更长的时期内保留保荐人。如香港二板市场申请人上市后至少两年内保留一名保荐人。

4. 机构投资者是二板市场的中间力量。主板市场的投资主体包括社会公众和各类机构投资者; 而二板市场由于投资高风险的特性因而不

是一个向所有投资者开放的大众市场，主要是针对寻求高回报，愿意承担高风险，熟悉投资技巧的机构和个人投资者，包括专项基金、风险投资公司、共同基金以及有经验的私人投资者。如美国纳斯达克市场，其资本总额的将近一半为机构投资者所有。对于资产总额在 1 亿至 10 亿美元以上的公司，纳斯达克的机构投资者比例明显高于纽约证交所；资产总额在 10 亿美元的公司，两个市场机构投资者的持股比例则大致相同。⁵

5. 实行电子化交易。主板市场的交易大厅以及各地营业大厅向人们显示：这是从事证券买卖的地方。而二板市场是一种典型的没有交易大厅、没有固定地点的证券交易形式，它是一个利用现代信息系统建立起来的电子网络交易系统，因而具有交易费用低和效率高的突出优势，而且交易的透明度极高。如纳斯达克市场由场外交易市场发展而来，从一开始就没有集中的交易场所或交易大厅，而是通过电话和计算机网络进行证券交易。目前，纳斯达克已在 67 个国家和地区设立了 35 万个终端，形成了一个由复杂的计算机和电信网络组成的庞大市场。

⁵ 张新文主编：《二板市场：新经济的摇篮》，经济出版社 2000 年 8 月出版，第 108 页

第二部分 二板市场监管的必要性及其理论依据

二板市场是为极具发展潜力的中小企业提供超常规金融支持、为风险投资的退出打开通道而设计的,具有为高科技企业发展分担风险和提供资金等方面的功能,是有效地支持高科技企业的理想融资场所。但是,机会与风险是对等的。二板市场的上市公司是以处于初创期或发展期的中小型企业,特别是具有发展潜力的中小型高科技企业为主,这就决定了二板市场中有很多企业会超常规发展,面临多种风险。但是由于市场机制本身的缺陷,二板市场不可能解决自身的高风险问题,因而只有引入政府的监管才能有效地降低市场风险,从而更好地发挥其市场功能。

2.1 二板市场的市场功能

二板市场能够在短短的几十年发展成为一个重要的资本市场,并得到各国政府的大力支持,说明它对经济和社会的发展具有独特的功能,这种独特的功能是由它的特征所决定的,集中一点就是对高科技企业的发展具有强大的支撑作用。具体有如下几个功能。

一、为中小型企业提供融资服务

一般企业发展的融资途径为自身积累、银行贷款、上市售股、基金支持等,而中小企业,由于其产品尚处于实验阶段,未正式进入市场,无法实现从商品价值到货币资金的转移,也就根本谈不上靠实现利润来完成自身积累。另外,由于中小企业尤其是高科技企业技术成熟度、产品未来市场接受度和占有率等均不确定,风险较高,因而也难以获得银行贷款。因为在银行贷款这种间接融资的情况下,收益与风险不能形成正相关关系。一方面,如果获得贷款的高风险科技企业的项目开发成功,提供贷款的银行除了得到正常的贷款利润外,得不到任何额外的风险收益,全部风险收益均为企业所获;另一方面,如果企业开发失败,银行则要承担全部贷款风险,从而不利于保护银行贷款人的利益,维持金融机构的稳定。因而中小企业往往成为银行贷款“嫌贫爱富”的牺牲品。

与银行不同,股市里的投资者关心的则是企业的利益,只要收益高,哪怕风险大,也有投资者愿意投资。在证券市场这种直接融资方式下,

风险与收益呈正相关关系。另外，与银行贷款等间接融资相比，证券市场直接融资还具有以下优点：

1. 股票融资风险较小。银行融资属外部资金即负债，企业必须按时还本付息；而股票无到期之日，企业无需偿还，故而风险很小。

2. 较少或无使用限制。银行贷款通常有许多限制条款，如使用范围限制等，而证券融资则一般可自由使用或限制较少。

从证券市场直接融资表现出来的种种优点可以看出，将中小型创新企业推向证券市场，上市售股，可以说是一种有效的融资途径。但是主板市场的上市标准高，要求上市公司规模大，盈利稳定，中小企业难以在主板市场上进行股权融资，而在二板市场，风险投资支持的公司仅须几年，甚至不需要有盈利记录就可以上市，这样二板市场就给它们提供了一条急需的融资良机，这是对中小企业创业者的极大的激励。

此外，中小企业在二板市场上市售股，从某种意义上讲，是二板市场为公司引进了新的投资者。这些投资者的介入，不仅使公司获得充裕的发展资金，而且分散了经营风险，从而使公司经营者可以采取积极进取的经营与投资策略，提高了其产品的市场竞争力。

二、为风险投资提供退出渠道

风险投资是一种向极具发展潜力的中小型新兴企业或高科技企业提供股权资本的投资行为。在美国，正是风险投资掀起了竞争和创新的浪潮，不断为美国经济注入新的活力，可以说美国高新技术产业化的动力来源相当程度就在于其发达的风险投资。可见，风险投资的健康发展对一个国家的科技创新、增强竞争力以及实现国民经济的良性循环意义重大。

风险投资的目的是不是长期控制企业，无限期投资，而是获得高额投资回报。在企业发展到一定阶段后，风险投资家往往就会抽出投资，实现风险投资的增值，并将套现资金投入新的项目，形成良性循环。因此，风险投资的退出机制是风险投资存在和发展的必不可少的条件。风险投资的退出渠道一般有三种：

1. 公开上市。从一般意义上讲，风险投资企业第一次向社会公开发行股票，称之为首次公开发行股票。通过二板市场，风险投资企业向社会公开发行股票，风险投资家可以得到增值数倍的资本回报，创业人员也能得到较高的报酬。

2. 出售。由于采取公开上市的退出方式存在周期较长，退出费用较贵等问题，有些不愿接受公开上市约束的风险资本就选择出售的方式退出。出售有两种形式，即兼并收购和企业回购。兼并收购是指风险投资机构在高科技企业中的股权被连带兼并的现象，通常情况都是大企业兼并小企业，实力强的收购弱小的企业。兼并收购能使投资者迅速获得现金或可流通的证券，并完全退出风险企业，但意味着企业失去独立性。企业回购是指被投资企业的创业者或管理层购回或赎回风险投资机构在企业中的股权。对于大多数投资者来说，企业回购是一个备用的退出方法，是对风险投资收益的一项主要保证措施。

3. 清算和破产。当风险投资企业经营状况不佳且难以扭转时，解散或破产进行清算可能是最好的减少损失的办法。清算意味着投资可能一部分或全部损失。

一般来说，风险投资企业发展越成功，风险资本的退出渠道越多，退出过程越迅速，退出时增值程度越高。成功的风险企业往往大多数通过股票上市等增值程度较高的方式来实现风险资本的退出，不太成功的风险企业则比较多地借助于创办人赎回等增值程度较低的方式实现风险资本的退出。美国经济学家调查后发现，企业股票发行上市后退出的投资回报最高，平均达到 1.95 倍，其次是股份转让 0.41 倍、购并 0.4 倍、企业回购 0.37 倍，其他则会造成投资的损失。⁶由于公开上市方式比较便利且增殖幅度较高，目前已经成为各国风险资本首要的和主要的退出选择渠道。在美国，约有 30% 的风险投资能以这种最佳退出方式兑现收益。

三、提高资源配置效率，规范企业运营机制

二板市场灵活的交易方式，无须经纪人和佣金的低成本交易手续，极大地提高了社会公众从事投资的热情。虽然在二板市场，团体、机构投资者发挥着重要作用，但是社会公众者的投资总量每年都呈上升趋势，大量的社会闲散资金通过二板市场转变为社会资本，使得资本社会化程度越来越高，产生的积极作用是多方面的。

1. 资源的配置效率得到提高。资源配置是证券市场最基本的功能，同时也是二板市场最重要的功能之一。由于资金这种经济资源的相对稀

⁶ 魏建华，“市场创新：建立中国的风险资本市场”，《中央财经大学学报》，2000年第9期，第45页。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库