

XINSHIJI FENGXIAN TOUZI XILIE CONGSHU

◆ 新世纪风险投资系列丛书

主 编 张景安

副主编 赵玉海 梁 桂

风险投资与 二板市场

中国金融出版社

新世纪风险投资系列丛书·之五

风险投资与二板市场

柯建洋 林建伟 编著
傅洁 林建伟

中国金融出版社

责任编辑:毛春明

封面设计:陈 瑶

责任校对:吕 莉

责任印制:郝云山

图书在版编目(CIP)数据

风险投资与二板市场/张景安主编. —北京:中国金融出版社, 2000.3
(新世纪风险投资系列丛书)

ISBN 7 - 5049 - 2318 - 4

I . 风…

II . 张…

III . ①高科技产业 - 中小企业 - 风险投资 - 研究②证券市场 - 研究

IV . F279.244.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 18027 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 晶鑫印刷厂

开本 787 毫米 × 1092 毫米 1/16

印张 16.75

字数 266 千字

版次 2000 年 5 月第 1 版

印次 2000 年 5 月第 1 次印刷

定价 32.00 元

如出现印装错误请与印刷装订厂调换

序 言

高科技正在成为 21 世纪社会经济发展的主要动力。面对这一发展趋势,各国政府都纷纷制定相应措施,以期在未来世界经济中占有一席之地。我国已将实施“科教兴国”战略,“加强技术创新,发展高科技,实现产业化”作为政府的重要任务。江泽民总书记在会见九届全国政协科学家和科技工作者代表时指出:“创新是一个民族进步的灵魂,是一个国家兴旺发达的不竭动力,没有科技创新,总是步人后尘;经济就只能永远受制于人,更不能缩短差距。”

应该说,重视基础研究,取得高水平的科研成果是实施科教兴国战略的一个重要方面,而如何将科技成果转化成现实生产力,是另外一个重要方面。加速科技成果的产业化,对于提高我国经济的整体素质和综合国力,有着更加重要的意义。改革开放以来,我国政府先后投资于“863”计划、星火计划、火炬计划等高科技研究和科技产业化项目,取得了明显的社会效益和经济效益。然而,我国高科技产业化的水平还远不能适应经济发展的要求,科学技术向生产力转化的进程仍然比较缓慢,高新技术产品产值占社会总产值的比例也远低于欧美发达国家。除了部分技术确实不符合生产需要或不成熟的原因外,最主要的还是缺乏金融资本的支持。

从国外的经验来看,风险投资已经成为一些国家高新技术产业化的驱动器。在欧美发达国家,风险投资业已成为高科技公司发展过程中最有力的融资渠道之一,以风险投资为背景的高科技企业也成为国民经济中极为重要的组成部分。尤其是作为风险投资发源地的美国,风险投资相当成功,对经济产生了深刻的影响,推动了高科技成果的转化,对产业结构的优化起了不可忽视的关键作用。目前美国风险投资

基金已超过 450 亿美元,每年向高科技企业投入的资金达 100 亿美元。风险投资大大加速了高科技企业的成长,培育出一批像 IBM、英特尔、苹果电脑、微软、网景、雅虎等世界级高科技大公司。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。

近年来,我国的风险投资事业有了一些实质性的进展,但是与风险投资发展比较成熟的国家相比,仍处于起步阶段,还有许多现实问题需要解决。如中国市场体系尚不完善,金融市场也未规范,管理水平有待提高,缺乏高素质的风险投资家队伍,企业界、金融界乃至整个社会风险投资意识淡薄等。尤其值得关注的是,目前我国不同类型的风险投资机构有 200 多家,对于这些机构来说,资金投向哪里?怎样对受投资企业进行正确选择?如何估价?诸如此类问题,如果得不到很好解决,极有可能因观念意识与操作规范的误导,使整个产业方向发生偏差,使风险投资流于概念和形式。为此,我们应充分借鉴欧美工业化国家发展风险投资业的成功经验,并结合我国国情,走自己的路,形成具有中国特色的风险投资机制。所以,在当前国内对风险投资形成热潮的背景下,研究以美国为主的西方发达国家风险投资理论和实践,并把它介绍给国内风险投资业界,无疑对于提高整个社会风险投资意识、尽快形成职业风险投资家队伍、促进风险投资业在我国的顺利发展具有极为重要的现实意义。

跨入新的世纪,我国大力发展风险投资事业的基本条件已经具备。随着我国金融体制改革的顺利进行,市场经济的不断完善,在中央和各级地方政府鼓励政策的大力支持下,风险投资的有效机制必将在我国尽快建立起来。可以预言,在 21 世纪的头十年里,风险投资事业将在我国迅速发展,并在促进我国高新技术产业发展和提高综合国力方面发挥重要作用。

科学技术部副部长 徐冠华
中国科学院院士

2000 年 3 月 17 日

前 言

值此千禧年到来之际,新世纪的曙光照耀了全球大地,世界经济一体化趋势日益加强,占全球五分之一人口的中国正以矫健的步伐走向经济领域的联合国——WTO,游戏规则日趋完备,各国以综合国力为核心的竞争号角已经吹响,发展高科技成为各国竞争的杀手锏,以人为本的技术创新成为各国的第一需要。科技强国美国自 90 年代以来,在以信息和电子技术为主的高科技产业的带动下,其经济增长已持续 7 年,道·琼斯指数直破万点大关,那纳斯达克市场更是风光无限。如此奇功当属谁?当然是良好的风险投资机制。

邓小平同志早就指出:“金融很重要,是现代经济的核心。金融搞好了,一着棋活,全盘皆活。”在中国如何建立风险投资机制,是一个挑战。在如此大好背景之下,香港创业板已于 1999 年 11 月隆重开市。而中国证监会已将创建附属于上海证券交易所和深圳证券交易所的高科技板市场列为 2000 年度中国证券市场的十件大事之首。

形势喜人,形势逼人。创业板市场进入中国内地只是时间问题。与其临渊羡鱼,不如退而织网。为此,我们在国家科技部的直接指导下,由上海浦东生产力促进中心产业经济研究院承办,组织了一批全国风险投资研究界和实业界的精英,其中有来自复旦大学、上海财经大学、证券机构、风险投资管理公司、风险投资企业等的专家、学者和企业家编写了《新世纪风险投资系列丛书》。在丛书的编写过程中,美国哈佛大学的学者、硅谷风险投资家在研究资料方面提供了慷慨支持。丛书共分六册,是我国目前唯一的一套全方位、多角度论述风险投资的丛书。

丛书之一:《风险企业与风险投资》从多个角度全面系统地介绍

了风险企业和风险投资的概念、发展特点、运作过程及发展对策等。论述了风险资本与风险企业的关系及其运作过程,风险管理在风险企业中的重要地位及其主要内容,高能管理在风险企业中的地位及其主要运作原则和内容,企业文化对风险企业发展所起的“灵魂”作用,科学园区的概念、类型、发展及其对风险投资业的策动作用,天使投资的内涵、运作特点及其对风险投资的“种子”作用,政府对风险企业和风险投资业的推进效用及其主要扶持措施等等。

丛书之二:《技术创新与风险投资》 系统研究了技术创新和风险投资的相关问题,包括技术创新与经济的发展,技术创新政策与政策工具,技术创新与风险投资等方面内容,并侧重对发展我国的技术创新和风险投资作了全面和深入地探讨。对发达国家的技术创新政策、政策目标和政策工具及其效果等作了深入的探讨和比较研究,并选择美国、欧盟主要国家和日本作为个案研究;风险投资作为技术创新的政策工具之一,对发达国家的经济增长起到了重要作用,因而对我国的技术创新和经济增长有一定的借鉴意义。

丛书之三:《风险投资与操作实务》 从实践操作和理论两方面着手,试图揭示美国风险投资业成功的原由,以及风险投资内在的规律性。本书对风险投资的概念、成因以及发展的历史进程进行了动态的、全面的介绍;探究了美国风险投资业内在的各种运作机制和机理。正是这些内在机制相互作用,相互影响,使风险投资能够控制企业投资,特别是高科技企业投资过程中的高风险,为投资各方带来预期的利益;分析了风险投资对美国高科技和经济发展的作用,分析了影响风险投资的各种因素,以及促进风险投资的各种方法。

丛书之四:《风险企业与融资技巧》 从风险企业的角度出发,阐述高科技风险企业面对急迫的资金需要,如何融通资金,为自己的高速发展构建一个高效、安全、成本最低的金融支持系统。详细介绍高科技企业可供选择的几种融资形式:商业银行贷款、天使投资者和企业风险投资、风险资本家、直接上市融资等;提供了一个风险企业面对不同融资方式时如何比较选择融资方式的示例和一个真实的风险企业融资过程;对风险融资中最为重要的要素——商业计划书进行全面的介绍,包括商业计划书的重要性、商业计划书写作的原则和内容架构、写作要领、研究写作的过程、主要内容和格式,并提供了两份典型的商业计划

书示例。

丛书之五:《风险投资与二板市场》 从理论角度分析了二板市场在一国证券市场 and 经济发展中的重要地位,介绍了世界各国(地区)的二板市场的具体情况。其中重点介绍了美国 NASDAQ 市场和刚成立的香港创业板市场的发展历程、市场结构、上市和交易制度等主要内容。同时,本书也对英国另类市场、欧洲新市场、新加坡 SESDAQ 市场、马来西亚 MESDAQ 市场、吉隆坡二板市场、台湾柜头市场和报备市场,以及日本 JASDAQ 和 Mothers 市场等各国(地区)的二板市场有一定的涉及;在分析了我国中小高科技企业、风险投资业的发展历史和现状的基础上,提出了建立我国二板市场的设想,并从多个角度讨论了建立我国二板市场的可能性与可行性。

丛书之六:《风险投资与法律制度》 主要基于美国的风险资本市场是目前世界上最大、最发达的风险资本市场这样一个事实,借鉴美国风险投资业发展过程中的经验和教训,以及可能的风险规制手段。本书论述的问题包括:对风险投资的一般观察,利用风险资本的基本原理以及风险资本的含义,风险基金的组织形式选择,风险资金的筹募,风险投资过程中法律文件的准备,联合条款的内容和值得注意的问题,接受风险投资企业中的股权安排问题,项目评估问题,交易的管理,风险资金的退出,董事的义务与雇员的利益保障等。

“天下兴亡,匹夫有责”。为了更好地学习和研究发达国家在风险投资领域的先进经验,为我国风险投资业服务,我们感到编写这套《新世纪风险投资系列丛书》是时代的召唤,大众的期望。我们把这套丛书的读者群定位为:风险投资家、投资银行家、企业家、财务专家、相关律师、有关政府官员;保险公司、金融公司、银行等有关人员;专业技术转移机构;相关科研人员、高校师生;业余爱好者。愿《新世纪风险投资系列丛书》以“独到、新颖、全面、求实”的姿态向读者展示风险投资的瑰丽风采。

XINSHIJI FENGXIAN TOUZI XILIE CONGSHU

新世纪风险投资系列丛书

- ◇ 风险企业与风险投资
- ◇ 技术创新与风险投资
- ◇ 风险投资与操作实务
- ◇ 风险企业与融资技巧
- ◆ 风险投资与二板市场
- ◇ 风险投资与法律制度

责任编辑 毛善明

目 录

第一章 二板市场概述	(1)
第一节 二板市场的概念及特征	(1)
第二节 二板市场与主板市场的比较	(3)
第三节 二板市场产生的理论诠释	(5)
第四节 二板市场的功能和作用	(8)
第五节 二板市场的世界发展	(9)
第二章 美国 NASDAQ 市场	(13)
第一节 NASDAQ 市场的起源与发展	(14)
第二节 NASDAQ 的市场主体	(17)
第三节 NASDAQ 的发行制度	(25)
第四节 NASDAQ 市场交易制度	(38)
第五节 NASDAQ 的组织管理制度	(47)
第六节 NASDAQ 的主要经验	(49)
第三章 欧洲的二板市场	(52)
第一节 英国另类投资市场(AIM)	(52)
第二节 欧洲证券经纪商协会自动报价系统(EASDAQ)	(59)
第三节 欧洲新市场(EuroNM)	(67)
第四节 企业在美欧二板市场上市的技巧	(75)

第四章 亚洲的二板市场	(81)
第一节 日本二板市场.....	(81)
第二节 新加坡自动报价市场(SESDAQ)	(88)
第三节 台湾柜台市场(OTC)	(92)
第四节 台湾报备市场.....	(96)
第五节 马来西亚证券交易自动报价系统(MESDAQ)	(99)
第六节 吉隆坡证券交易所(KLSE)二板市场	(103)
第五章 香港的创业板市场	(106)
第一节 创业板设立的背景和原因	(106)
第二节 创业板的定位.....	(115)
第三节 创业板市场的上市规则	(117)
第四节 联交所的角色、职能和组织机构	(131)
第五节 交易清算系统和信息发布渠道	(140)
第六节 创业板市场与其他市场的比较	(141)
第七节 上市成本	(145)
第八节 上市步骤	(148)
第九节 上市公司契机——内地企业如何作好准备	(159)
第六章 中国的风险投资业	(164)
第一节 风险投资与高科技产业	(165)
第二节 我国的风险投资业发展及现状	(174)
第三节 我国的风险投资案例分析	(179)
第四节 我国的风险投资环境	(190)
第五节 风险投资与二板市场	(201)
第七章 建立中国的二板市场	(210)
第一节 在中国建立二板市场的必要性和可行性	(210)
第二节 我国二板市场的定位	(221)
第三节 建立我国二板市场的设想	(229)
第四节 风险投资机制的配套建设	(242)

附 录

1. 部分海外二板市场主要特点比较 (249)
2. 香港创业板上市委员会与投资银行名单 (252)
3. 首批获得创业板保荐人资格的投资银行名单 (253)

参考书目 (255)



第一章 二板市场概述

第一节 二板市场的概念及特征

二板市场,顾名思义,即第二证券市场,也就是“标准”股票交易市场之外的市场。不过,千万不要因其名为“第二”,便小看了它的重要作用。二板市场,有时称为场外交易市场,也有叫做店头交易市场的。通俗地讲,二板市场就是一国证券主板市场(第一板市场)之外的证券交易市场,它的明确定位是为具有高成长性的中小企业和高科技企业融资服务,是一条中小企业的直接融资渠道,是针对中小企业的资本市场。与主板市场相比,在二板市场上市的企业标准和上市条件相对较低,中小企业更容易上市募集发展所需资金。二板市场的建立能直接推动中小高科技企业的发展。因此,二板市场通常被称为“高科技企业的孵化器”、“新兴产业的摇篮”。

国际上成熟的证券市场绝大部分都设有二板市场,不同的国家,对二板市场有不同的命名。美国的 NASDAQ 股票市场原来是独立于纽约证券交易所(NYSE)和美国证券交易所(AMEX)的美国二板市场,现在和美国证券交易所合并已经成为交易额超过纽约证券交易所的第一大证券交易市场。NASDAQ 市场是二板市场的鼻祖,其他各国二板市场基本都是借鉴 NASDAQ 的运作建立起来的。NASDAQ 股票市场的上市要求低于纽约证券交易所和美国证券交易所,它的建立为那些不能在



纽约证券交易所和美国证券交易所上市的中小型公司提供了上市发展的机会。在英国,伦敦证券交易所主板市场设有专为中小企业服务的第二板市场——另类投资市场,对拟上市企业没有业绩要求;新加坡证券交易所主板之外的二板市场叫做自动报价市场;台湾地区的二板市场叫做柜头市场。尽管海外二板市场命名各不相同,建立时间上有很大差异,组织结构的设置上也有很多不同之处,但是,其建立的目的是相同的——都是为本国的中小企业和高科技企业提供融资服务。

进一步讲,二板市场是不同于主板市场的独特的资本市场,通过各国二板市场的比较可知,二板市场一般具有以下几个基本特征:

1. 没有统一的交易场所。主板证券交易市场的交易大厅以及各地营业厅向人们显示:这是从事证券买卖的地方。而二板市场的交易是一种典型的没有交易大厅、没有固定交易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。

2. 上市标准低,交易证券种类繁多。证券交易所为了保护投资者的利益,往往对上市公司的财务状况有着严格的规定。新兴中小企业虽然有好的发展前景,但在创业之初却难以达到上市标准。第二板作为主板市场的补充,对上市公司的资本规模、营业期限、前期盈利记录等方面规定相对宽,从而把那些无法在交易所上市的公司纳入市场。就交易的大类来看,主要以未能在证券交易所登记上市的证券和定期还本付息的债券为主。从发展的趋势看,交易种类呈日益上升的趋势。

3. 交易机制灵活。二板市场的交易基本上是投资者与证券商、证券商与证券商双方之间的一对一的直接交易。就交易价格来讲,一般是按净价基础来确定,交易之间没有佣金。就交易额来讲,证券交易额没有数量起点和单位限制,既可以进行零数交易也可以进行大额交易。二板市场对市场参与者没有限制,既可以是机构,也可以是个人。新兴中小企业的小盘股常会遇到流动性不强的问题,良好的流动性是二板市场发挥其功能的保证。所有二板市场都采用了区别主板市场的交易机制:一是它有众多相互竞争的做市商;二是它利用了先进的科技,是一个电子化市场。做市商制度保证了市场的活跃和交易的“深度”,而电子化带来了充分快捷的信息披露。

4. 产业构成以新兴行业为主。二板市场是一个以新兴高科技公司为主的市场,是风险资本套现和高科技公司发展壮大的市场。二板



市场现代化的交易、做市商的支持、较低的上市要求和良好的服务,是高科技公司上市的首选地。

5. 投资者构成以机构投资者为主。鉴于市场风险较高,二板市场不宜成为一个向所有投资者开放的大众市场,而是发展为以专业投资者为主要对象的特定市场。个人投资者主要是通过共同基金和养老基金间接参与市场,这使二板市场投资者市场构成呈现出投资机构化的倾向。

第二节 二板市场与主板市场的比较

建立二板市场的主要目的在于为新兴公司(尤其是高科技公司)提供融资途径,助其发展或扩展业务。新兴企业的高风险、高收益、高成长的特性决定了为其服务的二板市场与主板市场存在着许多显著差异:

1. 特殊的市场定位及上市要求。世界各国和地区的二板市场(如美国的 NASDAQ、英国的另类投资市场 AIM、新加坡证券交易及自动报价系统 SESDAQ、香港创业板市场等)大多数以“增长潜力”为定位主题,其主要服务对象为成长性好、发展前景广阔的中小型科技公司。

NASDAQ 及欧洲主要二板市场如 EASDAQ(欧洲证券商协会自动报价系统)和 Euro - NM(欧洲新市场)的上市公司所处行业均以软件、生物工程和微电子技术为主。相比之下,主板市场主要为较大型及基础较佳的公司筹集资金。因此,主板市场的上市标准相对严格。我国的民营高科技企业规模较小,基础稍逊,不确定因素较多,主板市场的上市标准对它们而言显然过于苛刻。二板市场较低的上市要求迎合了它们的需要。通过比较很容易发现,世界主要二板市场对上市申请人的企业规模、过往业绩、经营赢利等方面的要求均较主板市场宽松得多。

2. 上市企业的整体风险比较大。高科技企业本身基础较薄弱,它们可能要在一些尚未被开垦的领域寻求发展,因而,它们在产品开发及开拓市场过程中遭遇失败的可能性较大。另外,二板市场较低的上市要求也可能被一些质量较次的公司利用。这些因素均会造成二板市场



上市公司的整体风险远高于主板市场。这一关键性的区别决定了二板市场与主板市场在投资者类别、交易机制和监管取向等诸多方面的差异。可以说,正是高风险性致使二板市场必须在很大程度上独立于主板市场。

3. 以机构投资者为主的市场。对投资者而言,二板市场风险偏高。因此,二板市场主要针对那些有能力对公司的业务情况以及所涉及风险作出透彻、客观评价的投资者(即专业投资者和充分了解市场的散户投资者)为对象。二板市场的运作理念是“买者自负”。证券监管部门向投资者提供的指引也包括明显的风险警告。世界各国许多二板市场的交易制度特别为资金量较大且熟悉投资技巧的专业投资者(尤其是机构投资者)而设,以防许多不太了解市场的投资者盲目投资于二板市场,造成不必要的损失。这些措施包括提高最低交易数额及限制投资者身份等。另外,有些二板市场对股东出售股权加以限制,并在特殊情况下发出成交单警告通知。

4. 严格的信息披露制度。由于二板市场上市公司的不确定性因素较多,因此,二板市场的上市公司应对公司信息做更为详尽、充分、及时的披露。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。这两项额外信息披露的目的在于:其一,让有兴趣的投资者取得有关资料以判断申请人的业务日后是否有良好发展;其二,防范过分激进的发行人及公司发起人取得二板市场的上市地位。如美国 NASDAQ 市场要求上市公司披露季度报告及重大消息,另外,香港创业板市场也规定其上市公司的持续披露责任中应增加编制季度财务报表。

5. 特殊的保荐人制度。保荐人在为二板市场建立信心方面扮演一个关键角色。因此,二板市场保荐人必须具备高度的专业水平。通常,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。保荐人的主要责任在于以一个独立的专业团体的身份,确保申请上市的公司完全符合二板市场的上市规定、所有上市文件均完全符合二板市场上市规则,并且公司已对所有重大事项和必要信息作出充分披露。此外,二板市场上市公司往往要在更长的时期内保留保荐人。如香港主板市场申请人上市后,公司须聘有保荐人的规定即告终止,而创业板



市场的发行人须于上市后至少两年内保留一名保荐人。NASDAQ 规定保荐人须留任 5 年。为确保保荐人符合规定的要求,主管机关定期对保荐人进行评核,以确定其是否具有保荐资格。

6. 先进的交易系统。二板市场的交易往往不如主板市场活跃,如果采用电脑自动撮合成交易的买卖盘驱动制,很可能造成市场的流通性和连续性欠佳。有鉴于此,世界各地许多二板市场全面采用以报价驱动的系统(Quotation Driven Market),包括美欧四大高科技产业证券市场(NASDAQ、EASDAQ、AIM、Euro - NM)在内。报价驱动系统又称做市商制度,在这样一个交易机制下,相互竞争的做市商(Competing Market Maker)为其所负责的股票挂出买卖双向报价,投资者即按此报价以做市商为对手进行交易。每只股票均有几名做市商,为同一只股票报价的做市商互为竞争对手。如 NASDAQ 市场每只股票必须有 3 名以上活跃的做市商。做市商制度较好地维持了证券的流通性、价格公正性及市场连续性,并大大抑制了二板市场的投机心理和投机可能性。从这一角度来说,二板市场不宜采用主板市场的交易制度。当然,为节约交易成本,二板市场可考虑采用主板市场的结算及交收设施,两个市场可采用联合形式。

7. 以信息披露为核心的监管取向。与主板市场相比,二板市场往往波动性较大、股份流动性偏低、公司倒闭及破产的可能性较高。同时,上市公司质地两极分化较严重。因此,二板市场的监管理念以“加强信息披露为本”,这有别于主板市场“以公司本身条件为本”的监管取向。

第三节 二板市场产生的理论诠释

美国二板市场——NASDAQ 二十多年的巨大成功表明:第二板市场作为一种新型的市场形态,其在实践上的尝试是成功的。探寻并深刻理解蕴藏在实践背后的理论依据是一个有意义的命题。众所周知,资本市场最本质的功能是实现资源的合理配置,第二板市场的意义就在于使这一功能得以充分发挥。首先,第二板市场特有的高风险 - 高