

Erbanshichang de Fengxianfangfan

羊

杨雪◎著

二板市场 的 风险防范



中国经济出版社

Research on Risk of Second – board Securities Market

二板市场的风险防范

杨 雪 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

二板市场的风险防范/杨雪著. —北京: 中国经济出版社,
2006. 7

ISBN 7-5017-7629-6

I. 二… II. 杨… III. 中小企业-股票-证券投资-风险管理-中国 IV. F279.243

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 062562 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

组稿编辑: 毛增余 (010-68319287)

责任编辑: 张玲玲 (010-68308643 E-mail: zll2200@yahoo.com.cn)

责任印制: 张江虹

封面设计: 华子图文

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京地矿印刷厂

开 本: 890mm × 1240mm 1/32

印 张: 7

字 数: 143 千字

版 次: 2006 年 7 月第 1 版

印 次: 2006 年 7 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-5017-7629-6/F · 6342

定 价: 16.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68369586 68346406 68309176

前 言

本书采用规范研究与实证分析、理论与实践相结合的方法，并通过多方比较，对中国设立二板市场面临的风险及其防范问题进行了系统全面的研究。

二板市场是相对于主板市场而言的，是指专门为那些达不到主板市场上市要求的高成长性中小企业和高科技企业提供融资服务，使其也能够公开发行股票进行直接融资的股票市场。由于中国二板市场的开设还在酝酿阶段，因此，本书首先明确了二板市场的产生和发展过程，国外二板市场的发展现状，二板市场的基本特征、风险种类和一些相关概念，分析了中国设立二板市场的意义。接下来分别对国际二板市场、中国主板市场和二板市场、二板市场的运作模式类别进行了比较性研究，进一步明确二板市场的地位和作用。

在二板市场的风险研究中，本书借鉴了一些基础性的风险分析理论和方法，并在其基础上尝试对二板市场

风险的特殊性研究。首先循着金融市场一般风险、股票市场风险、二板市场风险的步骤进行层层深入的研究和比较,按照风险因素、风险事件、风险结果分析的分析思路,并结合中国证券市场的实际,揭示中国二板市场的风险以及其可能产生的主要特征,并通过对风险因素和风险变异因素的区分以及正常或合理价格特征的分析,提出两种对证券市场风险进行分析的指标。其次,系统深入地研究了三种基本的股市风险评估理论与方法,结合信息不对称理论的最新进展对传统评估模型进行了改进,引用中国主板市场的实证数据,并结合主板与二板市场的差异性,对二板市场风险评估的方法进行了探讨。再次,论述了二板市场和主板市场之间的区别和联系,着重强调了二者在推动资本市场良性发展过程中的互补作用,并对二板市场发展模式及其基本风险特征进行分析,说明中国二板市场的设立应依据不同模式的风险特征选择相应的控制方法。同时,提出了中国二板市场的发展模式及运作规则。由于二板市场出现的时间较晚,人们对二板市场的风险认知仅仅经历了较短的周期,本书预测了二板市场风险发展的周期变化模型,并依据模型的动态演变对二板市场各阶段的风险变化进行了预测性研究。

二板市场的风险主体包括投资人、发行人、中介组

织和监管者。本书的风险防范研究主要是站在监管者的立场上，从制度防范和监管两个大方面来探讨二板市场的风险防范，强调对实践的指导意义。在制度控制方面，首先，对比分析了国际二板市场主要市场规则和运行制度在防范各种风险问题上的有效性，包括做市商制度、保荐人制度、信息披露制度以及发展中国家证券市场的保护性制度等。其次，对二板上市企业的微观治理结构完善进行了深入研究，利用企业的内控机制防止风险的初期扩散，并针对投资者提出了“投资者教育”和“政策风险防范”两种风险防范措施。最后，从“依法治市”角度探讨了法制化对二板市场长期稳定发展的积极意义。在证券监管方面，深入探讨了市场监管的理论和监管者的目标和原则，提出了监管效果的评价方法，并构建了监管者与潜在违规者的博弈模型，从理论上证明了有效的证券监管所必须采取的措施。本书还对国内外证券监管的实践进行了比较研究，分析中国证券监管过程中存在的不足，并据此提出改善措施，将宏观风险管理和微观风险管理相结合，以及将政府监管与自律性监管、企业内部监管、中介组织监督以及社会性监督有机结合起来构建完善的多级风险监管体系。

最后，对二板市场的风险演变进行了远期预测，深入探讨了国际资本市场发展趋势、衍生金融工具发展及

证券业电子商务发展对二板市场风险构成的影响，提出风险防范的核心应根据市场环境和风险的变化特点作出动态的调整。同时，对中国二板市场的设立、发展和完善也进行了前瞻性探讨。鉴于中国二板市场尚处于萌芽期，对该领域的深入研究将在二板市场真正设立后逐步开展。

目 录

前 言	(I)
1 概 述	(1)
1.1 本书的课题来源与意义	(1)
1.2 二板市场发展与风险防范的研究	(2)
1.3 本书的主要内容与主要创新点	(14)
2 二板市场的风险分类与特征	(21)
2.1 二板市场的作用与主要特征	(21)
2.2 二板市场风险的种类	(31)
2.3 二板市场风险的基本特征	(43)
3 证券市场风险分析的基本评估方法	(45)
3.1 证券市场风险的演变	(45)
3.2 证券市场风险分析的基本思路	(48)
3.3 二板市场风险评估的主要方法及评价	(52)
4 二板市场发展的因素分析与发展模式	(56)
4.1 二板市场与主板市场的关系	(56)
4.2 二板市场发展模式的分类及其基本	

风险特征.....	(60)
4.3 中国二板市场发展的模式与运作规则.....	(65)
5 二板市场的风险预测.....	(74)
5.1 证券市场风险特点的实证分析.....	(74)
5.2 二板市场风险的特点.....	(89)
5.3 二板市场风险的周期变动.....	(94)
5.4 二板市场的潜在风险分析	(107)
6 二板市场风险的制度控制	(128)
6.1 二板市场风险防范的市场规则	(128)
6.2 微观风险的防范	(135)
6.3 适合新型资本市场接轨的法律制度	(141)
7 二板市场风险监管的模型与机制	(152)
7.1 证券风险监管的理论及应用	(152)
7.2 监管者与投机者的博弈模型	(162)
7.3 证券市场风险监管的不足及发展	(166)
8 全书总结与研究展望	(193)
8.1 全书总结	(193)
8.2 研究展望	(195)
参考文献.....	(197)
后 记.....	(211)

1 概 述

1.1 本书的课题来源与意义

1.1.1 课题来源

本研究以中原信托公司 1999 年的科研项目“中国二板市场与风险投资”为基础。1999 年 11 月,中原信托投资公司开始组织实施河南省内信托公司的重组规划,欲通过全省范围内的资产收购创建一家全国性的大规模信托投资公司。当时适逢学界讨论中国二板市场问题的高峰期,且根据中原信托完成收购规划后拓展新业务领域的需要,“中国二板市场与风险投资”这一课题由于兼备理论价值与实践应用意义得到了中原信托筹备组的大力支持。作为中原信托筹备组的主要成员之一和该课题的主要牵头人,作者对该课题的研究寄予密切的关注。2000 年上半年,受国家加大信托公司整顿力度的影响,河南省政府放弃了中原信托的收购规划,该课题亦在资料搜集阶段被相应搁置。作者在整理这些资料的基础上继续深入地发展了该课题的研究,舍弃了原课题关于实践应用方面的立意和风险

投资方面的内容，着重进行了二板市场风险管理方向的理论研究并大量补充了相应的文献资料，最终演绎成为这本专著。

1.1.2 二板市场风险研究的意义

二板市场在推动中小型创业企业高速增长、促进民间储蓄向投资转化和创新性研究成果向实业转化方面的独特优势，决定了中国设立二板市场的必要性。但同时，由于二板市场相对主板市场具有更高的风险性，对于仅仅运转了十多年的中国资本市场来说也是一个全新的挑战。

本书研究二板市场的风险及其防范，意义在于能早于二板市场的开设，未雨绸缪地将风险防范问题提到重要的位置，根据可能出现的风险以及风险在未来演变趋势的预测，设计中国二板市场的市场规则和监管体系，以避免中国主板市场开设时固有的矛盾和缺陷给资本市场继续发展造成的诸多障碍，为中国二板市场设立、运作以及长远发展奠定良好的基础。

1.2 二板市场发展与风险防范的研究

1.2.1 国外二板市场的产生和发展

1. 二板市场的产生

二板市场作为证券市场的重要组成部分，是随着证券场外交易市场和主板市场的发展而出现的，是在证券场外交易发展

到高级阶段、主板市场发育相对完善成熟的情况下产生的。虽然各国的二板市场的形成存在时间上的差异，但其形成过程基本相同。产生和发展过程大致如图 1-1。

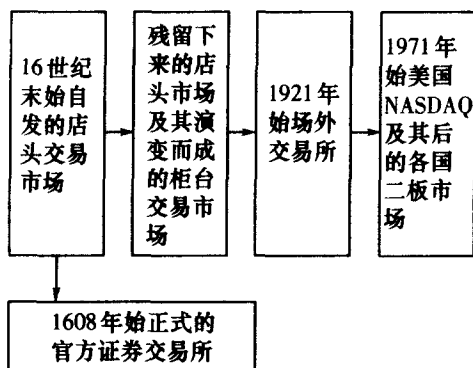


图 1-1 证券市场形式的简要演变过程

(1) 从场外市场到证券交易所的演变。最早的证券市场没有固定的集中交易场所，是以自发的店头市场的形式出现的。从 16 世纪末开始，法国里昂和比利时安特卫普的几条街上出现了买卖股票、债券的聚会场所。18 世纪的伦敦，人们喜欢到咖啡馆里买卖股票、债券，当时最负盛名的是新乔纳森咖啡馆。1792 年的纽约华尔街，24 名经纪人签订了著名的“梧桐树协定”，这些就是最早的“店头市场”。一般而言，这些“店头市场”不需中间人撮合成交，证券交易的品种、数量及范围都很小，具有分散、无序、透明度低的特点，它们是原始意义上的场外交易市场。随着经济向前发展，证券品种数量不断增加，为解决交易中信息不灵和价格不透明等问题。在降低交易成本、提高市场效率的过程中，“店头市场”逐渐发展成

证券交易所，官方的交易规则替代民间自发交易规则并统一为证券交易所制度。如1608年荷兰阿姆斯特丹证券交易所成立，1773年伦敦证券交易所成立，而1817年成立的纽约证券交易所就是从“梧桐树协定”的基础上发展而来。由于证券交易所具有透明度高、交易迅速且成交活跃的优势，各国都通过立法鼓励有组织的、集中交易的证券交易所的发展，限制或取消证券场外交易。在美国，证券交易所建立后，仍然存在一些店头市场，主要从事依据证券交易法公开发行而未在交易所上市的股票的交易，成为股票在交易所上市前先行调整价位的场所。另外，在19世纪初的华尔街，由于证券交易的兴盛，许多不在交易所上市的非上市公司的股票也受到投资者青睐，投资者想买此类股票就直接到这些公司的资金部去，从柜台上购买股票，这种交易称为柜台交易，也是证券场外交易的一种形式。1921年，纽约场外交易所（今天的美国证券交易所）成立，主要为新兴中小企业服务，其上市条件比纽约股票交易所低很多，被视为后者的“预备队”，如通用汽车、杜邦石油都是先在纽约场外交易所上市，后来转到纽约股票交易所。上世纪六七十年代，证券场外交易市场开始重新焕发生机，与主板市场共同发展。

（2）二板市场是现代场外交易发展到高级阶段，与成熟的主板市场相对应并作为证券市场的补充而出现的。1971年，为了提高场外交易市场的效率，美国建立了全美证券交易商协会自动报价系统，即NASDAQ系统。美国建立纳斯达克市场的目的，是为促进非交易所证券的交易自动化、通过增加交易

透明度的办法来妥善管理市场、保护投资公众的利益。纳斯达克市场运用计算机技术,采用“统一报价、分散交易、集中管理”的方式,解决了传统场外交易中信息披露不畅的问题。更重要的是,纳斯达克市场的做市商制度成功地解决了新兴中小企业的小盘股票流动性不足的问题。1992年,为了与纳斯达克市场竞争,美国证券交易所为小盘股票提供了一个 AMEX 式的竞价市场,即新生企业市场 (ECM - Emerging Company Market),由于存在交易制度、组织管理等方面的缺陷,运作不到三年就关闭了。

在亚洲,1961年10月,日本各大证券交易所分别设立市场二部,同时规定被批准在柜台交易市场交易的大部分证券在市场二部上市。1987年,新加坡自动报价市场 (SESDAQ) 由新加坡股票交易所建立运行,次年3月与纳斯达克市场联网,SESDAQ 市场上的投资者可以买卖纳斯达克市场的股票。1988年,马来西亚吉隆坡证券交易所设立了第二交易部。纳斯达克市场作为现代场外交易的一种典型,代表着一种证券交易的国际发展趋势,到了90年代,其培育高科技产业成功的示范效应使越来越多的发达和发展中国家仿效。如英国 AIM 市场,德国法兰克福交易所开设的“新市场”及与法国、比利时、荷兰、瑞士的新市场联网成立“欧洲新市场” (EURO - NM),欧洲 EASDAQ 市场,日本和马来西亚的二板市场也升级为 JASDAQ 和 MESDAQ 形式。

2. 国外二板市场的发展现状

(1) NASDAQ 市场

纳斯达克是全国证券交易商协会自动报价系统的简称, 1971 年在华盛顿由全国证券交易商协会 (NASD) 建立并负责组织管理的一个自动报价系统。它只提供证券的报价, 并不从事实际的证券交易。经过近 30 年的努力, 依靠先进的信息技术与信息系统、独特的做市商制度、优良的服务和勇于创新的管理风格, 已成为美国乃至全球发展最快的证券市场。纳斯达克市场的特色体现在:

①自动报价系统。NASDAQ 系统是一个连接做市商、客户和监管者的电子通信网络。做市商通过电子系统显示他们的买盘和卖盘, 交易指令由二级工作站即时处理和执行。目前该系统在美国有 50 万个终端工作站, 在海外有 20 多万个销售终端。NASDAQ 系统提供三个层次的服务: 第一层主要显示内部市场构成所谓最佳价格的最高买价和最低要价; 第二层是显示详细的报盘, 包括做市商或公司清单、买价和卖价, 并具有在系统中执行委托的功能; 第三层除包括上述服务外, 还允许做市商调整其所经营的证券买卖报价。

②全国市场与小盘股市场并存。纳斯达克市场由 NASDAQ 全国市场 (NNM - NASDAQ National Market) 和 1992 年成立的 NASDAQ 小盘股市场 (NASDAQ Smallcap Market) 构成。小盘股市场的上市标准较为宽松, 对象是高成长的、新型的、规模较小的企业, 即主要是高科技企业。全国市场的上市标准较小盘股市场为高, 但根据上市公司属于营运型与发展型的不同而有相应的标准, 对象主要是全球范围内规模较大的企业和从小盘股市场发展起来的企业。

③机构投资者队伍为主要参与者。NASDAQ 市场上的投资者包括机构投资者和个人，高新技术公司的快速发展以及市场上的高成长表现，吸引越来越多的大型机构投资者持有 NASDAQ 市场上的股票。按 1998 年底市值计算，NASDAQ 市场上 45% 的证券为机构投资者所持有，28% 的证券为个人投资者持有。

NASDAQ 市场自成立以来的近 30 年里，凭其良好的市场业绩、高速的市场成长，在当今世界资本市场上取得了仅次于纽约证券交易所的地位。为了顺应现代信息技术的最新发展，NASDAQ 经过两个月的试运行，从 2001 年 6 月开始全面推行新型的“十进制”交易和报价系统（即以 0.01 美元计价），以替代有近 20 年历史的小额交易和报价系统。这种小额交易系统（即以 1/16 美元和 1/32 美元计价）有助于刺激中小投资者，但无法适应目前证券投资的机构化趋势。因此，新型的“十进制”交易和报价系统启动后，整个电子交易系统随之发生相应的变革：一是企业宽带网的升级；二是调整 NASDAQ 工作站，以显示“十进制”交易信息；三是交易前台应用高性能计算机，实现“十进制”报价和配对交易；四是后台服务系统的升级，增强指数与红利的计算能力；五是中间商和做市商对其交易系统和商业模式重新评估和再造。这次交易方式变革是 NASDAQ 在 2002 年启动“超级蒙太奇”集中交易的一部分，为其提升交易效率、加快全球化进程夯实了基础。

（2）香港创业板

香港创业板市场是主板市场以外的一个完全独立的新的股

票市场，与主板市场具有同等的地位，不是一个低于主板或与之配套的市场，在上市条件、交易方式、监管方法和内容上都与主板市场有很大差别。其宗旨是为新兴的有增长潜力的企业提供一个筹集资金的渠道。它的创建对内地和香港经济将产生重大的影响。

香港创业板市场与现有主板市场相比具有以下特色：以高速增长公司为目标，注重公司增长潜力及业务前景；市场参与者须自律及自发地履行其责任；买者风险自负；适合有风险容量的投资者；以信息披露为本的监管理念；要求保荐人具有高度专业水平和可靠的诚信度。

香港创业板的市場潛力，是以有增長潛力公司為目標，行業及規模不限。創業板的主要目標是為在香港及內地營運的大量有增長潛質的企業提供方便而有效的籌集資金渠道，以擴展企業的业务，其中也包括為在內地投資的香港和台灣的增长公司、大量的“三資”企業以及內地的一些有發展前景的大中型国有科技企業和中小型民營科技企業提供一個集資市場；另外，綜合企業可把個別增長項目分拆上市，投資經理及創業資本家也可將他們所投資的公司上市。

世界主要国家和地区均模仿 NASDAQ 开设了自己的二板市场，较有影响力的包括加拿大 CDN 市场（Canadian Dealing Network）、欧洲 EASDAQ 市场、日本 OTC 市场（Over - The - Count）、韩国 KOSDAQ 市场、新加坡 SESDAQ 市场、中国台湾柜台交易市场等，这些二板市场的运作模式基本上同美国 NASDAQ 市场雷同，只是在上市公司结构、发展模式选择上有