

上篇 他山之石

第一章

风险投资与 OTC 市场

第一节

风险投资发展概述

一、风险投资的基本含义

(一) 什么是风险投资

根据美国风险投资协会的定义，风险投资是指由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。OECD 科技政策委员会曾于 1996 年发表了一份题为《风险投资与创新》的研究报告，该报告认为，风险投资是一种向具有发展潜力的新建企业或中小企业提供股权资本的投资行为。根据我国《关于设立外商投资创业投资企业的暂行规定》的定义，创业投资是指主要向未上市高新技术企业进行股权投资，并为之提供创业管理服务，以期获取资本增值收益的投资方式。

根据北京科技风险投资股份有限公司 3 年来的实践，我们认为如果把风险投资理解为一种产品加工过程，那么，实际上风险投资的原料是技术、资金、人和管理等生产要素，风险投资的产

品则是通过风险投资家创造性的战略整合、制造出的“创新企业”，实际上类似于将“鸡蛋”孵化成“小鸡”的过程，但是不等“小鸡”长大就卖掉。因此从一定意义上讲，风险投资的根本任务就是培育企业和企业家，属于广义投资银行的上游产业。

（二）风险投资的特点

具体地进行分析，风险投资具有以下特点：从资金融通的角度看，风险投资既包括融资，也包括投资，是社会专业化分工的产物，本质上是一种金融活动，属于投资银行业务的范畴。从投资偏好来说，风险投资是一种高风险投资，其面临的风险相当大，成功率一般较低，有的甚至血本无归，一旦成功则可能拥有较高回报。从投资对象看，主要是投向非上市的中小企业，通常是高科技企业。由于高科技企业具有独特的高成长性和无可替代的高获利性，一个项目的成功带来的可能是几十倍甚至上百倍的收益，符合风险投资的高风险、高成长和高收益的要求。从投资期限看，风险投资通常是长期投资，一般 3~7 年，甚至更长时间，待所投资对象获得较高成长后，实现增值退出。从投资性质看，风险投资是一种权益性投资，追求的是资本退出时的巨额资本利得，而不是分红或现金收益。从投资策略看，风险投资是一种组合投资，为了分散风险，风险投资通常投资于多个项目，通过成功项目的高回报，来抵补失败项目的损失，并获得最终收益。从管理角度看，风险投资的管理不仅涉及自身的资金管理，还要通过特定的方式介入所投资项目的管理，而且提供知识、经验、社会关系资源及各种增值服务，这与证券投资基金不同。

二、美国风险投资发展概况

美国是风险投资的发源地。美国风险投资最早可追溯到 18 世纪末，当时由私人或银行家将资金投资于石油、钢铁、铁路等

事业。1924年 IBM 公司的成立，是风险投资促使企业发展的典型案例。现代意义上的风险投资则始于 1946 年世界上第一个风险投资公司——美国研究发展公司的成立。这家成立于波士顿的公司，其宗旨是通过有组织的投资活动，支持周边众多的科学家，把他们在实验室里的科研成果尽快转化为消费者所能接受的市场产品。美国研究发展公司进行风险投资最成功的案例是数字设备公司。最初投入的 300 万美元风险资本企业，如今已发展成为计算机制造业的巨头。

20 世纪 50 年代中期，美国政府为了加速发展先进技术，要求美国联邦储备系统进行有关调查，调查结论是：发展高新技术创新企业的最大障碍是资金短缺。为此，美国国会于 1958 年通过了《小企业投资法案》，该法案授权联邦政府设立小企业管理局，经小企业管理局审查和核发许可证的小企业投资公司，可以从联邦政府获得优惠的信贷支持。从 1958 ~ 1963 年，小企业管理局核发了 692 个小企业投资公司许可证，募集私人权益资本 4.64 亿美元。与此同时，未能得到政府优惠信贷支持的风险资本开始大量出现，形成了延续到 60 年代末才结束的美国第一次风险投资浪潮，极大地推动了美国风险投资业的发展，有力地推进了美国以半导体技术为代表的新型产业的发展。

受政府支持的小企业投资公司在实践中逐步暴露出了一些问题，主要是许多小企业投资公司取得低息贷款后并不是投向高科技新兴产业，而是投向成熟的风险较低的企业，违背了政府推行小企业投资公司的初衷。此外，缺乏经验丰富和训练有素的职业金融家也是一个突出问题，因此，风险投资的一种新的形式——小型的、私人合伙制的风险投资公司随之诞生。这种风险投资公司虽然规模小，但筹资对象是个人投资者，它们全力以赴为高科技企业提供起步资金，逐步形成了独具特色的美国风险投资产

业。1973 年全美风险投资协会成立，为美国风险投资的发展奠定了基础。但是 1969 年美国资本收益税从 29% 增加到 49.5%，加上 20 世纪 70 年代初的经济危机，对风险投资是一个致命打击，致使美国风险投资 70 年代基本处于停滞状态。直到 1978 年资本收益税降低到 28%，1981 年又进一步降低到 20%，美国风险投资业才得以快速发展。20 世纪 80 年代围绕计算机的普及应用，形成了美国第二次风险投资浪潮，奠定了美国以计算机技术为代表的新型产业的国际优势地位。20 世纪 90 年代美国出现了第三次风险投资浪潮，风险投资为美国确立其 IT 产业在国际上的主导地位做出了贡献，目前全球新经济虽然处于调整当中，但美国仍然是风险投资最为发达的国家。

总的来说，风险投资对美国经济产生了深远的影响，尤其推动了高科技成果转化，对产业结构升级起到了不容忽视的积极作用。可以说 20 世纪高科技领域中的许多成果，从 50 年代的半导体材料、70 年代的微型计算机、80 年代的生物工程技术、90 年代 IT 产业的兴起，无一不是在风险投资的推动下，完成其产业化过程并创造出巨大经济效益的。正是风险投资活动为美国经济注入了新的活力，使美国在国际分工中牢牢掌握了主动权，取得了国际竞争的比较优势。美国风险投资有如下特点：

从资金来源看，美国风险投资的资金来源多元化。20 世纪 70 年代末美国政府修改法规允许养老基金的 5% 进入风险投资，从而使法人机构成为风险投资的主要资金来源，其中来自养老基金最多，其次是基金会和捐赠基金，再次是银行和保险基金，富有家族和个人的资金在美国风险投资资金总量中 1995 年占 17%。从组织形式看，美国风险投资主要采取合伙制。这是与其法律体系和税收政策相关的：一是合伙制不具有法人资格，是一级税赋，仅个人所得纳税，而公司制是二级税赋，即公司赢利要纳

税，分给个人的个人所得还要纳税；二是合伙制中的有限合伙人虽然是出资者，但不参与风险投资管理，保证了专家理财的独立性，而公司制按照出资金额大小通过股东会或董事会影响公司经营；三是普通合伙人要承担风险投资的债务和法律连带责任，这样合伙制就对风险投资的管理者起到自我约束作用。目前，合伙制风险投资公司管理的风险资金额已占美国风险投资规模的 80% 左右。美国风险投资主要投资在高科技领域，其投资热点基本反映了科技发展的最新趋势。从地区分布看，美国风险投资有相当比重是投向加州和麻省地区，那里是美国重要的科研基地和高科技公司云集之地，是风险投资的乐园。从风险投资的阶段分布来看，美国风险投资主要集中在成长阶段的中后期，据美国风险投资协会的统计表明，约有 80% 的风险资本投在这个阶段，仅有 4% 左右投向创建阶段，另有 14% 投资于成熟阶段。由于种子资金的金额较小且随机性较大，所以许多机构一般不将其纳入风险投资的统计。另外，美国风险投资也对处于破产边缘或资金周转暂时困难的企业提供资金，但通常以企业合并或杠杆收购方式进行。

目前，受新经济热潮的降温、世界经济增速放缓等因素的影响，全球风险投资业在经过前几年急剧扩张之后，投资规模出现了大幅下降，运作方式也出现了显著的变化。以美国为例，具体表现在以下方面：

在投资数量上，据统计，2001 年美国大量创业投资机构出现巨额亏损，甚至走向破产，风险投资总额大约只有 2000 年 1040 亿美元的 1/2。2001 年上半年美国风险投资为 234 亿美元，同比下降 57%，第三季度投资额同比降幅为 73%，降至 77 亿美元；在投资领域选择上，首先，生命科学领域获得风险投资比例有较大增长。其次在电子信息领域，大量的风险资本投向了技术

含量更高的网络管理、网络安全、光学通讯、信息存储、无线通讯等行业上。网络销售与服务公司在 2001 年获得的投资大大下降，只占全部投资的 28%，比 2000 年减少了 20%；在选择投资项目的阶段上，风险投资公司更加青睐于处于扩张期的企业，而对种子期和成熟期企业的投资开始下降。且风险投资公司把越来越多的资金用于对已投资企业的增资；在投资经营理念上，投资商要求投资项目不仅要有明确的前景和绝妙的创意，而且还要看企业是否拥有完善的商业计划、过硬的团队、深刻的市场理解；在管理方式上，风险投资公司对已投资企业予以更加积极地关注，采取更多的措施深入投资企业参与管理。风险投资公司开始引进专家对投资企业进行管理；在投资企业 IPO 与并购交易方面，数量明显减少。据美国风险投资联盟统计，在并购交易方面，由于公司价值降低，企业并购对风险投资家变得越来越缺乏吸引力。美国 2001 年上半年只有 90 亿美元，2000 年同期是 670 亿美元。IPO 业绩也一落千丈，只有 17 亿美元，2000 年同期是 240 亿美元。

三、中国风险投资发展概况

随着新经济时代的到来，在科教兴国战略方针的指导下，政府不断推出一系列有利于风险投资业发展的政策，为我国风险投资的形成和发展创造各方面的环境与条件。1999 年国务院发布了《关于加强技术创新 发展高科技 实现产业化的决定》，提出要“培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立风险投资机制”，对国内风险投资的发展形成了明确的政策导向。中国风险投资业经历了十几年的缓慢发展之后，近几年迅速驶入快车道，呈现出良好的发展态势，随着人们对知识经济、高新技术产业、风险投资的认同，风险投资行业已进入实质性启动与快速

发展阶段。

面对全球经济普遍下滑，风险投资业的低迷，进入 2001 年，中国国内风险投资的投资步伐也呈放缓趋势。据中国创业投资 2001 年年度研究报告统计，2001 年中外创业投资机构在中国大约投资了 220 家企业，总投资额达到 40 多亿元，但国外创业投资机构投资额是国内的 1.5 倍，投资项目数量是国内的 4 倍。这与国内公司在 2000 年的表现呈鲜明对比，由此可见，2001 年国内创业投资机构的投资步伐已大大放慢。

从资金流向看，创业投资领域主要集中于计算机和信息通讯技术及生物医药两大领域，投资比例分别为 48.17% 和 15.4%，投资阶段主要集中在起步阶段和成长阶段，这一比例接近 60%。投资于扩张期企业比例也逐渐增加，达 19.56%。

从投资主体来看，创业资本的来源日趋多样化，非国有资金正逐步成为创业资本的主要来源，政府在整个创业资本中的比重已经明显降低。从 1995 年的 66% 下降到了目前的 33%，而企业提供的资金从 9% 上升到 42%。

从国内风险投资业相关的政策环境来看，政府也在不断推出一系列政策，为风险投资的形成和发展创造有利的环境与条件。在原有政策基础上，2001 年最明显的扶持政策是由外经贸部、科技部和国家工商局联合发布了《关于设立外商投资创业投资企业的暂行规定》，允许外国投资者单独与中国企业在中国境内设立以创业投资为经营活动的外商投资有限公司，这为国内风险投资机构寻求更多的国际合作机会提供了政策依据。

北京市作为中国大陆风险投资最活跃的地区，政府一直致力于建立高新技术产业与风险投资发展的政策环境。2000 年通过的《中关村科技园区条例》，对风险投资在园区发展的组织形式（有限合伙人制）、投资规模、退出方式等方面作出了具体规定。

2001 年又颁布了《有限合伙管理办法》，具体对风险投资有限合伙公司的设立与运作进行了规定。2001 年北京市又发布了《关于进一步促进高新技术产业发展的若干规定》，其中规定在北京市注册的风险投资机构，对北京市认定的高新技术成果转化项目投资超过当年投资总额 70% 的，其当年缴纳所得税地方收入部分的 50%，由财政安排专项资金支持的规定，2001 年北京市财政局对此发布了实施细则。

整体而言，有关风险投资的法律制度建设正在逐步完善当中。但我们面临的政策障碍仍有不少，甚至是致命的，如与风险投资更为贴近的法律法规如《投资基金法》仍迟迟未出台，设立创业板的时间也被一再推迟。这对风险投资机构的良性运作，尤其是在退出方面，都带来了不利的影响，对风险投资机构的经营工作带来了很大的挑战。

四、OTC 市场与风险投资业的内在联系

（一）OTC 市场是风险投资项目实现退出的策略之一

风险投资是以投资于高新技术项目为主，它追求的最终目标是高技术企业成长后所带来的高额利润。在风险投资活动中，因为投放的是风险资本，投资者面临的风险要比普通的投资活动大的多，也复杂得多。根据风险与收益对等的原则，职业的风险投资家要求有更高的报酬。之所以敢冒风险，目的就在于获取高的资金回报率。在伴随风险企业一起度过创业的艰难时期，扶持其走上发展壮大的路途之后，风险投资就应带着丰厚的利润将资本撤回。而风险资本能否顺利实现退出，是风险投资正常运作的关键环节。否则风险资本流动呆滞，无力进行新的投资活动，风险投资活动也就失去了存在的意义。因此风险资本在注入风险企业 3~7 年后就应将资本退出。那么如何实现退出，退出渠道是否

畅通无阻就成为风险投资业发展壮大的关键所在。

风险资本实现退出是在资本市场上进行的，成熟的资本变现机制包含了多方面的市场层次。一是企业上市，即创业企业通过在股票市场上公开发行人股票，让广大投资者参股，使之成为一家公众公司，这是风险投资退出的一个重要通道。二是利用创业板市场，这是境内外风险投资企业都竭力利用的通道。三是兼并收购是风险投资退出机制的一种主要方式。创业企业在达不到公开上市要求，收购者无法通过公开市场购买其所需股份，而采取协议收购兼并的办法，达到控制目标企业。四是股份转让，即风险投资人将手中的股份卖给其他投资人，尤其是专门从事扩张期和后期创业的风险投资人。五是透过 OTC 市场实现退出。六是当创业企业经营状况不好或难以扭转时，解散或破产进行清算也是风险投资退出的一种方式。

（二）设立 OTC 市场是完善资本市场的客观要求

风险投资业正常运作的前提之一，是每一个投资项目不论是赢利或是亏损，都应有退出的渠道，这需要有一个成熟的完善的资本市场体系。作为全球金融帝国的美国，其资本市场是一个非常完善和规范的体系，这个市场体系被分为全国市场、地区市场和未上市证券市场三个层次。全国市场如纽约证券交易所（NYSE）、全国券商协会店头市场（NASDAQ）。其中，全国券商协会店头市场已与美国证券交易所（AMEX）合并，其自身还包括 NASDAQ 全国市场与 NASDAQ 小型资本市场两个组成部分；地区市场如太平洋、波士顿、费城等地方证券交易所。有些在全国市场交易的股票也可在地区市场交易。未上市证券市场包括 OTCBB（柜台交易市场）和 Pink sheets。1990 年 NASDAQ 设立了 OTCBB 市场，专门为未能在全国市场上市，也不能在 NASDAQ 小型资本市场上市的小企业股票提供交易的场所。Pink sheets 是

一个上市条件更低的证券交易市场。总之，美国资本市场结构庞大而且完善，不同类型的企业都可以到适宜自身的资本市场融资。尤其是纳斯达克市场是美国专为高新技术企业和中小企业而设立的股票交易市场，在 20 世纪 90 年代出现了前所未有的大牛市，为具有创业投资背景的高科技企业上市融资和再融资创造了极好的市场环境。

对比美国资本市场，我国资本市场的结构则具有极大的不完全性。随着我国经济市场化程度的不断提高，资本证券市场在经济运行中的作用和地位日益突出。另一方面，由于我国的资本市场处于发展的初级阶段，仅从证券市场结构的完整性来看，与发达国家有相当大的距离。目前中国股票市场的结构主要由一级发行市场和二级交易市场两大块构成，而且我国规定的证券只能在指定的上海和深圳两个交易所进行证券交易，发达国家除此之外，还有十分发达的“第三市场”和“第四市场”，如 OTC 市场、Pink sheets 市场。这对于一个新兴证券市场的健康发展而言，也许是必要的。但是，发达国家的经验告诉我们，开辟第三市场和第四市场不仅有助于促进证券的流动，同时也是证券市场走向成熟的必然选择，这一点对于我国证券市场的特殊性而言尤其重要。我国上市公司的流通股只占其总股本一个很小的比例，大部分股票基本处于不流通状态，这本身就与证券市场固有的流动性相悖。特别是资本市场不健全及不规范，导致风险投资的退出渠道非常不通畅。在一个缺陷十分明显的市场中，风险投资选择多样性的退出渠道就显得非常重要了。

特别是中国二板市场在短期内并不具有现实意义。首先，我国资本市场起步较晚，由于宏观形势、市场本身欠缺、制度障碍等种种因素，二板市场近期难以预料何时出台。其次，即使二板市场建起来，但要想靠二板市场收回风险资本，仍然不是件容易

的事，因为风险投资支持的中小企业数量很大，如果一定时间内都要通过公开上市实现风险资本的退出，在市场容量限制下是不可能实现的；再加上企业上市不但要支付可观的上市费用，其中包括由于上市资源的有限性带来的“灰色”费用，对于资金紧张的企业来说较困难，而且上市后大量信息要披露，这使得信息保密要求很强的高新技术企业面临的竞争会更激烈。此外中国股市的运动是非理性的，且波动巨大，这使得原本需要较长周期的上市退出难上加难。因此，建立 OTC 市场就显得十分迫切与必要。

（三）我国 OTC 市场的发展为建立新型 OTC 市场奠定了基础

我国 OTC 证券市场起步于 20 世纪 80 年代。90 年代初，成立了上海证券交易所和深圳证券交易所，即通常讲的主板市场。后来又有了 NET、STAQ 和地方性的 OTC 证券市场，随着实践中暴露的严重问题，这几个市场先后被政府主管部门关闭。由于主板市场对上市公司有严格的条件限制，包括企业规模、赢利水平、赢利年限和经营时间等，都有较高要求，一般不适合中小创业企业，不利于我国高新技术产业的发展。为此，我国加紧了二板市场的创立，深交所已完成有关交易规则和各项技术准备工作，各券商也在抓紧辅导拟上市企业。目前，中国证监会正根据我国宏观经济形势的发展，选择设立二板市场的最佳时机。二板市场的建立无疑可以在一定程度上解决我国中小企业上市融资问题，同时为风险投资退出打开通道。但是，由于二板市场的容量十分有限，不可能彻底改变我国数以百万计的中小企业融资问题。为此，我们认为有必要根据我国市场空间广阔、地区经济发展极不平衡的实际情况，配合深圳二板市场建设，在全国 9 个大的金融监管区域内设立 9 个地区性的 OTC 市场，即所谓“三板市场”，并与深圳二板市场联网，从而建立一个多层次的、功能

完善的资本市场体系，从而有力地促进了中国风险投资和中小高科技企业的快速和健康发展。

2001 年，中国加入 WTO、北京申奥成功，使中国高新技术产业的发展将面临一个新的转折点，风险投资业同样面临着巨大的挑战与机遇。而面对全球经济不景气、纳斯达克萎靡不振、网络泡沫破灭以及美国“9.11”恐怖事件阴影，风险投资业务的大幅下降，投资企业 IPO 数量大为减少。今后一段时期内风险投资获取高额利益的机会大大减少，尤其是风险投资业的实现 IPO 的退出将更加艰难。如何利用已有的退出通道，寻找新的变现渠道已然成为上至制定法规与政策的政府，下至所有与风险投资业相关的风险企业、风险投资者、中介机构要考虑的核心问题。而利用目前中国人世的种种利好，以及结合已有的主板市场积累的经验，为中小企业打通融资通道，实现风险投资良性循环，设立一个新资本市场——OTC 市场，显然成为现实经济发展及资本市场发展阶段的一个必然选择。而 OTC 市场在中国作为一个全新的资本市场，它的建立，必须通过制度创新，在政策上突破旧的框架，以全新的思维，设立新的证券交易制度，同时从 OTC 市场的法规建设上，确保 OTC 市场游戏规则规范与高效运行。在 OTC 市场的技术运用上，力争使信息的获取、交易方式、结算系统的高度电子化，实现技术的创新。在 OTC 市场的交易品种上，实现品种创新，实现交易品种的证券化、小合同化，实现“产权等交易”，这是这一市场成功运行的基础保证。

第二节

现代 OTC 市场

一、OTC 市场的发展历程

柜台市场实际上是一个外来词汇，是沿用了台湾和香港地区对国外证券论著的翻译，柜台市场也称店头市场，这一名词来自日文，而日文中的店头就是柜台的意思。这些概念都来自于英文 Over-the-counter Market。

在美国风险投资的发展过程中，OTC 证券市场的作用功不可没。OTC 从字面上看，是店头交易或柜台交易的意思。OTC 市场经历了一个从小到大、从初级到高级的过程。1971 年美国率先采用电子计算机网络技术建成 NASDAQ，标志着现代 OTC 证券市场的产生。世界各国 OTC 市场的形成过程基本相同，只是各阶段的时间差异较大，其形成过程大体可以分为三个阶段：

（一）自然形成的 OTC 市场

OTC 市场的历史可以追溯到 17、18 世纪。最初的证券交易并没有一定的交易场地，证券交易所是证券交易发展到一定程度后产生的。这一时期的 OTC 市场是原始意义上的柜台交易，是最早出现的证券市场形式，也是世界范围内广泛存在的市场形式。一般不需要中间人来撮合成交，证券交易的品种、数量都很少，而且交易的区域范围极小。每一个证券商都可以组织交易柜台，众多的交易柜台则组成了 OTC 市场。在通讯条件不发达的情况下，若不在空间上实现集中，则市场必然是一个地域上分散

的市场，这与历史环境是相符合的。

地域的分散和通讯手段的缺乏带来信息沟通不畅与竞争不充分等问题。投资者从交易商处得到报价，或委托经纪人为其寻找最佳报价。经纪人只能通过电话向其他交易商询问该证券的价格，需要花费很多时间，而且很难一一询问所有的交易商。因此，交易者不能判断自己是否得到市场上的最好报价，同时，每天市场的情况都不是即时地发布，交易者不能掌握市场整体情况。正因为如此，就导致市场的竞争不充分，每一个交易商不是接受整个市场的挑战，信息的滞后性和不完全性，导致市场竞争的不完全性。

针对这种情况，市场要求增加信息披露。在美国，国家报价局（National Quotation Bureau）每天下午印制当日的各个证券商的报价，在第二天交易所开市前送至各证券商处，称为粉红单（pink sheet）。这种方式在一定程度上提高了信息的公开程度，但仍然不够及时。后来证券商也在每日的报纸上公布报价情况，时效性略有加强。目前，美国非 NASDAQ 上市的其他 OTC 市场的股票仍采取这两种方式揭示价格，在准确性、时效性、约束力方面仍缺乏力度。为解决这一问题，1990年7月，NASDAQ 布告栏系统（Bulletin Board）开通，全国证券交易商将交易资料报送系统，系统向使用者报告交易价格和交易量等情况。布告栏系统对证券没有品质要求，只需向 SEC 登记，目前约有 4000 多个比较活跃的“粉红单”公司参加。市场信息揭示程度提高了。

（二）集中的 OTC 市场

第二阶段是以证券交易所为中心的集中交易市场的形成、并排斥甚至禁止柜台交易的时期。在这一阶段，各国大都通过证券交易法的颁布，鼓励和刺激集中交易，推动了证券交易所的迅速发展。伦敦交易所在金融大改革之前是典型的集中的柜台市场。

为解决交易集中的需要，英国政府将交易商组织起来，面对面地进行交易，在空间上完成了市场的集中，从而使英国的证券市场在这样的框架下发展起来。由于买卖双方的指令不能随时互相配合，因此市场要求证券商以自己的资金买卖证券，做交易的手方。为加强批发商的地位，从而使市场更具深度和流动性，交易所要求所有的交易都要通过一个批发商，不允许批发商直接接受顾客的指令，也不允许经纪商自行配对交易。从市场组织形式上看，空间上的集中机制不能发挥该市场的优势，集中的柜台市场可以说是一种过渡形式。

（三）电子化的 OTC 市场

第三阶段是证券交易所与 OTC 市场共同存在、共同发展的时期。在这一时期，由于科学技术尤其是电子技术的发展，OTC 市场建立在电子网络基础之上，随着电子网络的不断发展，OTC 市场的交易成本显著降低，效率大大提高，信息的公开程度也明显增强。就目前发达国家的证券市场实际情况看，各国都在鼓励并制定具体政策来推动 OTC 市场的发展。

OTC 市场进行到第三阶段以后，由于电子计算机技术的引进，打破了传统的柜台交易方式。20 世纪 60 年代，所谓第三、第四市场的出现与发展，使人们从根本上改变了对 OTC 市场的认识。第三市场一词最早出现于 60 年代后期的美国金融刊物上，是指上市公司证券在场外交易，其市场参与者主要为机构投资者。这些机构投资者不需要成为证券交易所会员，就可以买卖上市公司股票，通常证券交易所的佣金费用较高，机构投资者进行大额交易的费用也很高。第三市场的开辟降低了交易费用。第四市场的发展也是证券 OTC 市场的一个组成部分，在这一市场中投资者双方直接进行上市证券买卖，而无须通过经纪人进行买卖。第四市场是一种利用电子计算机网络进行大宗股票交易的 OTC 市