

第一章

世界各国二板市场的兴起

一、信息时代和知识经济的挑战

回顾人类历史发展的轨迹，蒸汽机的应用诱发了第一次产业革命，导致了生产力的大飞跃；电的发明和应用引发了第二次产业革命，使人类进入电气时代，生产力因之产生了又一次巨大飞跃。第一次产业革命和第二次产业革命是为人类找到动力并大规模应用的过程，它们引发了工业革命，使人类告别农业时代进入工业时代。伴随着世界上第一台电子计算机的发明以及信息高速公路的兴建，信息革命又将人类社会推向了一个崭新的时代，即“信息时代”或“知识经济（The knowledge-based economy）时代。以知识密集型技术为基础的知识产业或高科技产业，成为全部产业的核心，成为一个国家获取长期竞争优势的最主要来源，成为社会经济可持续发展的推进器。

（一）世界经济进入了知识经济时代

所谓知识经济是以知识为基础的经济，它直接依赖于知识的生产、扩散和应用。创造知识和应用知识的能力与效率将成为影响一个国家综合国力和国际竞争力的重要因素，它是生产力发展的必然结果。

知识经济源于 80 年代兴起的高科技革命。1991 年“冷战”结束后，国家之间的竞争重点转移到经济科技领域，这加速了知识经济化的步伐。高科技革命不但使人类的知识总量迅猛增加，而且使得人类获取知识、应用知识的能力大大提高。

与农业时代和工业时代相比，知识经济时代的到来非常迅猛。

以知识密集型技术为基础的知识产业或高科技产业,成为全部产业的核心。它将人力资源及其技术成果作为关键的支撑因素,通过企业的技术创新,最合理、有效地利用资源,不仅大大节约了对物质资源的消耗,而且可以促进科技、经济、社会的和谐统一,从而实现经济社会的可持续发展。

(二)高科技成为经济增长的支撑

大量理论研究和实践表明,从长远看,不是资本投入和劳动力投入的增加,而是技术进步,才是经济增长的根本因素,才是经济与金融体系稳定的根本。

至今影响仍在的东南亚金融危机,发生的原因有很多种,但其内部深层根源之一在于其经济增长和产业结构调整没有建立在技术进步和效率提高的基础上,而是依赖动员和投入更多的资源,包括大量的国际短期资金,而且,资源配置严重不当,以短期外债用于长期投资。过多的资源或者被投入到房地产和金融业中,形成了巨大的经济泡沫和严重的虚假繁荣,最终导致资产价格和本币严重高估,或者被投入到已有的工业部门中,导致大量生产能力过剩,经济效率十分低下。

相比之下,美国经济增长主要取决于被称为‘无形资源’的技术和智力资本的投入。正是由于社会经济运行和发展过程中成功地导入了技术进步机制,因此,近年来美国的经济以很稳定的速度增长,汇市和股市得以持续发展。特别是进入 90 年代以来,在以信息和电子技术为主的高科技产业的带领下,美国经济增长已持续了近 10 年,这是战后美国持续增长时间最长的一次。尽管 1998 年由于受东南亚金融危机、俄罗斯金融危机等全球经济环境恶化的影响,美国经济增长仍达到 4% 的水平。

根据拥有 3000 家会员公司的美国电子业协会和纳斯达克(NASDAQ)股票市场于 1997 年 11 月 8 日共同发表的研究报告以及相关商业周刊等其他来源的研究和统计资料,高科技产业对美

国经济增长的推动作用，在以下几个方面直接表现了出来：

1. 高科技产业占美国国民生产总值（GDP）的 6.2%，成为仅次于私人健康服务业的第二大产业部门。它使多年来被人们视为经济增长重要推进器的那些产业部门相形见绌，如汽车业、建筑业和化工业，分别占 GDP 的 4.3%、3.7% 和 3.9%。1993 年至 1995 年，美国 GDP 增长的 27% 要归功于高技术产业，而建筑业只占 14%，汽车业仅占 4%。1996 年，高科技产业对 GDP 增长的贡献更达到 33%。

2. 高科技产业是美国制造业中就业人数最多、提供社会就业机会最高的单个产业部门，而且这些工作岗位的工资水平也最高，高科技产业的工资比其他产业部门的工资平均高 73%。此外，与其他制造业部门相比，高科技产业中每新增加一个工作岗位，可创造更多的额外工作岗位，具有乘数效应。

3. 高科技产业是美国出口最多的产业部门。1996 年，美国高科技产业的出口额达 1500 亿美元，比 1990 年的 770 亿美元增长了一倍多。

在高科技产业的带动下，美国经济率先转型进入知识经济时代，步入“新经济”阶段，并一改多年来的滞胀局面，进入“高增长、低失业率、低通胀”的良性循环，出现了传统经济学所无法解释的现象。

（三）风险投资成为高科技发展的推进器

纵观发达国家的经济发展实践，要实现经济增长方式的转变，实现产业的优化、升级，就必须卓有成效地发展本国的高科技产业，要顺利地发展高科技产业，就必须发展风险投资事业，这是由高科技产业的特殊性所决定的。

1. 高科技产业的特殊性，决定其投资、融资的特殊性

（1）投资的风险性。高科技企业失败率极高，按美国经验，高科技企业的成功率只有 20%。世界高科技发展速度相当快，公司

为了在激烈竞争的环境下生存下去，只能将全部精力投入到一个领域，无法分身进行多种经营，这正是投资组合最忌讳的“将所有鸡蛋放在一个篮子里”，对高新技术企业投资必须承担这种风险。

(2)投资的高收益性。高科技产业投资收益惊人，不像一般产业是以平均利润率来衡量投资回报率。高科技产业虽然失败率高，但一旦成功，则有极高的投资收益率，这正是风险投资者所追求的。

(3)资金需求的长期性。技术上领先的产品，从研制到开发，再到投产，不可能一蹴而就。新的产品市场，要求投入相当的资金进行宣传和促销，而且新产品会很快被后续者摹仿，从而失去最初独占的市场，因而风险企业的最初期账面可能完全是赤字，这时短期融资只能是杯水车薪。

2. 发展风险投资是促进高科技发展的最佳途径

(1)从资金供给者的角度看，在间接融资的情况下，由银行贷款来支持高科技产业的发展。若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息外，得不到任何额外的风险收益，全部风险收益均为企业所获；相反，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存款人的利益，维护金融机构稳定。对于这种风险与收益之间的巨大反差与不平衡，稳健经营的银行业为了规避风险，必定会尽可能减少对高风险科技企业的贷款。

在通过资本市场直接融资的情况下，上述风险和收益高度不对称的现象就可以完全避免。通过建立“风险共担，收益共享”的现代风险投资制度，吸引社会将更多的资金投入高科技产业，支持高科技产业的发展。同时，由于股权的分散和股票二级市场的流动性，有效地分散和降低了风险投资的高风险，有效地增强了整个金融体系抗御风险的能力。

(2)从资金使用者的角度来看，风险投资可以为高科技产业发

展提供一种高效率的融资机制,较好地解决了逆向性选择问题。在融资之初,出资者不了解企业家的经营才能,不了解投资项目的收益和风险情况,信息不对称尤为严重,因此造成逆向选择的可能性最大。对此,风险投资制度授予出资者额外的控制权乃至董事会中的席位,使出资者有充分的权利来更换经营者或对企业投资决策产生影响,避免投资的低效和损失。

(四)二板市场为风险投资提供退出渠道

1. 高新技术企业的发展离不开风险投资

对于那些处于种子期、创业期的高新技术企业来说,风险投资是必要的。据统计,美国从事风险投资的机构共 300 多家,有 50% 以上的高技术中小企业在发展中得到过风险投资的帮助,其中一些企业已成为 90 年代美国经济增长的重要源泉,如数据设备公司(DEC)、英特尔(Intel)公司、戴尔(Dell)公司、微软(Microsoft)公司、苹果(Apple)电脑公司。世界上促进高新技术转化的“孵化器”共 2800 多家,有 80% 的高新技术企业依靠风险投资的支持。

2. 风险投资离不开二板市场

风险资本并不是以投资企业为其最终目的,获得增值后退出才是其根本目标。退出方式主要有三种:一是股份上市;二是股份转让;三是公司清理。从境外实践来看,股份上市是风险资本的主要退出方式,也是最佳方式。在美国,大约 30% 的创业资本的退出采用这个方式。美国风险资本的发展与二板市场是密切相关的。企业上市是风险资本退出的主要途径,股票二级市场的活跃程度对一级市场上企业股票发行价格和发行难易程度有重大影响。企业股票发行价位高,资本增值大,风险资本管理者和投资者都能获得较丰厚的利润,这就会刺激风险资本市场的发展,使更多的增值资本回流到风险投资领域。反之,风险资本市场就会萎缩,投资者会寻求其他机会。在 1973 年到 1974 年间,美国股市是大熊市,导致了以后 5 年风险资本市场的停滞不前,而 1990 年到现

在的大牛市则带来风险资本的迅速膨胀。

90年代以来,美国股市连年攀升,给风险企业上市带来了机遇。1991~1997年,风险企业首次公开上市进入IPO的数量比80年代有很大增长,1996年更是达到276家的最高纪录,筹资121亿美元。1997年尽管受到亚洲金融危机对美国证券市场的影响,美国的风险企业IPO有所下降,但仍比80年代有大幅上升。风险上市公司企业的市场表现也强于大市,1997年风险IPO指数上升了37%,而同期道·琼斯指数只上涨22.6%。

(五)二板市场最终推动企业快速成长

在美国纳斯达克市场(NASDAQ),绝大多数公司业绩保持了增长的势头,平均净利润增长率高达19.7%,许多高新技术企业成为所在行业的骨干企业或者处于垄断地位。据统计,在纳斯达克市场上市的高新技术企业总产值占整个美国高科技产值的76.7%。

微软案例是体现NASDAQ市场高科技企业高速成长的典范之作。微软创立于1975年,发行上市前的1985年,微软的总收入为1.62亿美元;1986年3月上市,到1997年,总收入增加到130.98亿美元,增长了近80倍,其净收入也从0.31亿美元增加到38.95亿美元,增长了近125倍;1996年2月,微软市值突破2000亿美元,成为仅次于通用电气的全球第二大上市公司;此外,股票发行上市也为微软实现增资扩张创造了良好的外部条件,从1995年到1998年4月,微软公司顺利实施了28项并购和32项投资,使其总资产和净资产分别增长了1.7倍和14倍。在NASDAQ市场上,类似微软的公司很多,如AMAZON、3COM、CISCO、INTEL、ECOM、ORACLE、AMGEN、SUN、DELL等等,正是由于这些高科技企业在NASDAQ市场上不断成长为世界著名的大公司,才使NASDAQ市场成为价格表现最佳、市场增值最快、交易最活跃、筹资能力最强的美国股票市场。

在英国二板市场(AIM)也是如此。自从该市场建立以来,许多上市高新技术企业获得了蓬勃发展的机会,不仅在开发新产品、开拓市场上获益很多,还能使他们通过股市并购得以扩大规模。在最近的 AIM 上市公司的调查中显示,上市公司的平均收入增长了 1/3,上市公司的平均获利能力提高了 3/4(DEC) 目前进入 AIM 市场的公司,净资产价值已平均提高了 40% 已有 17 个 AIM 上市公司转入伦敦证券交易所主板市场,它们的股价比起刚加入市场时已增加了 130%。

二、世界各国二板市场的纷纷兴起

当知识经济的浪潮正在全球范围内扑面而来,高技术产业作为知识经济的第一支柱产业正受到前所未有的重视时,被誉为高技术产业“助推器”的风险投资也在世界范围内变得炙手可热起来,而与风险投资发展紧密相关的“二板市场”也因此而成为世界各国关注的焦点。

(一)兴起概述

在世界知识经济的浪潮中,美国无疑是追波逐浪的佼佼者,在世界风险投资的发展中,也充当着“领头羊”的角色。当今信息领域叱咤风云的环球巨子 DEC、Microsoft、Yahoo 等,都是在风险投资的注入下诞生并成长起来的。每周诞生 11 家企业、每天诞生 62 个百万富翁、市值达 5000 多亿美元的“硅谷神话”;离开了风险投资的支持也是不可想像的。时至今日,风险投资在美国已经成为“创新、创业与创造奇迹”的化身,被誉为“镶嵌在美国经济中的一颗钻石”。美国风险投资之所以取得如此迅速的发展有许多因素,如政府税收优惠、立法保障等,但最根本的还是美国有为风险投资和高技术风险企业服务的“二板市场”。哈佛商学院隆鲁曼教授指出,500 多家金融机构已逾 15000 亿美元的创业投资基金和以 NASDAQ 为代表的支持创新的资本市场始终是推动着美国高技术产业发展的重要因素。

与常规投资不同,风险投资看重未成熟企业的未来潜力,它往往不需要任何财产作抵押,因此具有较大的风险。但是,冒险不是风险投资的目的,而只是风险投资获取高额收益的一种手段。因此,如果没有一个能使风险投资者‘进可攻,退可守’的‘装置’,风险投资要健康发展是不可能的。对于成熟的上市公司而言,这个“装置”就是证券市场。但是,正如前文所言,对于成长中的高技术风险企业,由于客观上不具备上市公司的条件,因而也就无法像成熟的上市公司那样在正式的证券市场进行股票或股权的交易。换句话说,如果不为高技术风险企业开辟一个上市“门槛”较低的资本市场,风险投资者一旦投资于风险企业,除非等到企业的股票正式上市,否则就无法抽回投资‘另谋高就’,因而也就无法实现风险投资的增值。显然,这对风险投资的发展是十分不利的。鉴于以上情况,世界各国在严格控制和管理正式上市公司股票以保证股票市场正常运行的前提下,相继为风险企业建立了二板市场。这类证券市场以发行风险企业的股票为主,而且发行的标准低于一般证券市场,只要风险企业的规模和资金达到一定的标准就可以在这种市场上发行股票。美国的(柜台交易) OTC 市场以及在此基础上发展起来的(全国证券自营商协会自动报价系统) NASDAQ 就是为无资格在证券交易所上市的较小企业的股票交易而建立的。英国自 1980 年底建立了“未正式上市公司股票市场”(USM)后,约有 350 个高技术风险企业在二板市场发行了约 10 亿英镑的股票。日本也于 1983 年分别在大阪、东京和名古屋建立了二板市场,并规定,只要资产净值在 85 万美元以上,税前利润达到 4% 的公司都可上市。此外,亚洲一些新兴国家也开设了二板市场,如马来西亚在 10 多年前就成立了以小型公司为对像的吉隆坡二板市场,新近又成立了主要以高科技公司为对像的马来西亚证券交易及自动报价场外证券市场(MESDAQ)等等。

世界各国二板市场的纷纷建立,一方面给高技术风险企业直

接融资提供了可能，另一方面也为风险投资的增值、退出提供了退出渠道。

在资本运营越来越重要的今天，企业能否获得投资者的“货币选票”对于企业的发展来说是生死攸关的。前面说过，“主板市场”主要是为大型成熟企业服务的，也就是说，是为投资于成熟企业的投资者服务的。而高技术风险企业由于风险大，前景不明朗，是无法在“主板市场”上登台亮相的。因此以高技术风险企业为投资对象的风险投资者也就无法在“主板市场”上表现自己。

二板市场的建立正好为风险投资搭起了舞台，它既为风险投资者投资高技术风险企业开辟了“入口”，为高技术风险企业的顺利融资提供了渠道，又为风险投资的撤出提供了一个顺畅的“出口”。当风险投资成功时，它可以通过二板市场以高于原始投资几倍甚至几十倍、几百倍的价格出售其所拥有的股份或股权，转而投资另外有潜力的项目或企业；如果风险投资不成功，它也可以通过二板市场在适当的时机转让其股份或股权，以使损失降低到最小程度。正是有了这样一个“进可攻，退可守”的“装置”，风险投资才得以能够勇敢地投身于高技术风险企业，从而也才有了当今世界高技术产业的快速发展。

（二）世界资本市场一体化趋势

在“新经济”形态下，经济发展的趋势是全球化、数字信息化和金融化。“新经济”是一种高增长性的经济。金融运作渗透到企业发展和经济发展的各个方面，而且发挥着越来越大的作用。

现在的投资人，已不像 10 多年前那样只考虑本国的投资工具。在决定投资方向时，第一步就是国家选择。美国的证券市场很发达，但是美国的基金经理人在决定他们的证券组合时，最多也只是把资本的一半左右放在美国的证券市场，其中股票市场和债券市场各占一半，其余的资金会投向全球的证券市场，包括欧洲、日本、东南亚、南美和南非。基金经理人这样做是为了寻求价值最

大化。美国的证券市场在过去数年中一直保持强劲牛市，但从世界范围的证券市场看，它每年都不是增长最高的，例如 1996 年中国深圳股票市场及 1997 年的俄罗斯股票市场是当年世界增长幅度最大的。基金管理人在全球证券市场分布他们投资的第二个目的是为了减少风险。在相关因子小的证券市场内投资会减小股票价值变化的联动性，因此在某一个证券市场下滑时，不至于把投资都打折扣。

随着投资过程的全球化发展，证券市场本身也在进行全球化扩张。因为股票市场本身也是公司，它们也面临着激烈的竞争。证券市场作为公司，它的收入包括公司上市费、会员费、上市公司年费等。1999 年在美国 NASDAQ 上市的公司有 484 家，而在纽约股票交易所(NYSE)上市的公司只有 40 家。显而易见 NASDAQ 赚取了更多的上市费。但是纽约股票交易所是一个有组织的中心交易市场，在其中作交易必须通过会员进行，而每位会员的会费是每年 200 万美元，纽约股票交易所所有 1000 多名这样的会员。

今天世界上存在着 60 个左右的股票市场，其中有些属于发达市场，如伦敦、纽约、NASDAQ、东京、巴黎等股票交易市场；有些则属于新兴市场。按照摩根斯坦利国际公司划分的标准，新兴股票市场应具有如下属性：1. 国家人均 GDP 处于较低水平；2. 政治经济总体形势较好；3. 货币出现了自由兑换；4. 外国投资人可直接参与证券市场的投资

正因为投资人有了全球投资的要求，证券市场的全球竞争与扩张才成为必要。在欧洲一场股市合并的浪潮正席卷而过，而 NASDAQ 也即将在日本、欧洲和香港建立分市场。在 2000 年 3 月，巴黎、布鲁塞尔和阿姆斯特丹三家欧洲股市已经宣布合并，他们将分工进行不同金融品种的交易；5 月，伦敦和法兰克福股票市场也宣布合并。可以预见，在不远的未来，欧洲八强，即除上述五家外，还有马德里、米兰、苏黎世，即将合为一体；6 月，欧美亚三大

洲十大股市宣布建立“全球”股票市场。当然，股票市场的合并涉及许多法律，各交易品种之间的谈判也较艰难，且须经过各自政府的批准。但是，由于竞争的压迫，抉择是必须要作出的。

2000年3月香港联交所、期交所及中央结算公司合并组成香港新交易所，并于6月份将自己上市，伦敦和NASDAQ两家股市正在准备将自己上市。看好股票市场行业的投资人已做好了购买其股票的准备。股市是一个国家经济的晴雨表，一个健全的股市对经济发展极为重要，这已为各国政府所认识。现在欧洲股市的主要竞争对手是美国。欧洲的股市在地理上较为分散，交易成本也比美国的股市高。在使用电子交易系统方面，欧洲也落后于美国，只有法兰克福交易所采用较先进的交易系统。

建立起了先进的股票市场，还要吸引大户投资人来投资，包括本国投资人和外国投资人。法兰克福证券交易所最近就与美国的网上证券交易公司Market XT建立了合资公司，以便使美国的投资人能通过法兰克福市场来购买全欧洲的证券，对于美国的投资人，投资全球的行动已是越来越多了。当然，全球投资会加大监控成本，它需要对投资国的政治经济形势作全面的分析，分析所投资的行业，并对所投资的公司作详细的分析。所以个人投资者通常不具备进行如上分析的技能与条件。只有大的机构投资人才有能力作证券分析。例如，一个基金经理如果投了很多的资本在南非的某个企业，除了需要对公开披露的信息进行分析外，还要进行实地考察，获得第一手资料，亲身感受判断一下该企业是否真正有增长的潜力。

伦敦证交所与法兰克福证交所合并后，计划与美国NASDAQ建立一个接口，以扩大其交易的范围。这将是证券市场全球化的又一个重要步骤，但是这与NASDAQ自己在欧洲设立分支的计划似乎有所冲突，所以还在研讨当中。无论怎样NASDAQ在欧洲已有了一个基于布鲁塞尔的EASDAQ，尽管这个股市的表现目前比

较令人失望。但是,股市全球化必然会向前发展,二板市场也会不断发展和完善。

(三)纳斯达克进军香港创业板

1999 年 5 月 31 日,美国纳斯达克的 7 只股票在香港联交所挂牌上市,香港上下一片欢呼,认为香港的国际金融中心地位因此得到空前巩固。

在香港挂牌上市的 7 只纳斯达克股票除了人们非常熟悉的英特尔、微软、思科、戴尔之外,还有应用材料、安进和星巴克 3 家,范围几乎涵盖了所谓“新经济”的所有领域。英特尔是全球最大的电脑微处理器 CPU 生产商,微软是最大的软件集团,思科是全球最大的网络硬件设备制造商,戴尔是全球最大的电脑直销公司,应用材料是全球最大的半导体生产器材生产商,安进是生物制药领域具有领导地位的企业,星巴克是一家咖啡连锁店,相当于这一行业的麦当劳。

尽管纳斯达克的股票来香港双重上市已经酝酿了两年之久,但当它真的成为现实时,还是让人感觉有些突然。一是不久前纳斯达克还与香港联交所就纳斯达克股票在港上市的监管问题存在分歧,加上 4 月份纳斯达克股指暴跌,人们原以为纳斯达克股票赴港上市的时间表已经延后;二是首批来港上市 7 只股票都是巨无霸,市值之和占到了美国那指市值的九成,相当 10 万亿港币,比香港联交所全部几百支股票市值加起来还要大两倍,相比之下,纳斯达克和联交所几个月后将纳斯达克赴港上市的公司增加到 100 家的计划显得也不那么重要了。

纳斯达克股票在港挂牌,给香港市场带来了如下变化:

1 丰富了港股的交易品种,大大增加了流通量,提升了香港在全球证券市场的排名和知名度;

2. 由于上市的 7 只股票有 6 只是科技股,可以促进香港主板市场科技类股票和创业板市场的发展,从而推进香港产业结构的

提升；

3. 方便投资者进行美股的交易，成为美国纳斯达克市场的一个延续，有助于吸引更多的本地以及亚洲地区的投资者在香港进行交易，加快香港的金融市场全球化进程；

4. 由于这是纳斯达克股票首次在外地挂牌，对香港的证券交易所是一次最佳的国际宣传，增强了香港在国际金融市场上的地位，将会吸引更多的海外投资和海外公司来港上市，形成良性循环。

香港联交所前主席利汉钊指出，美国公司来港上市，标志着香港向着 24 小时交易跨出了第一步。联交所营运总监徐耀华亦强调，引入这些市值庞大的跨国公司，有助于带动香港的金融业，即提供多元化的产品，吸引更多本地以至亚洲区的投资者在香港进行交易，对香港金融市场全球化，特别是对刚刚建立的创业板市场的发展，都有实质帮助。

纳斯达克国际总裁约翰·沃尔表示，纳斯达克将全力支持来港上市的美国公司。他指出，全球金融市场一体化是不可逆转的大趋势，选择香港作为第一个外地上市的试验地，是因为美港经济关系密切，而香港作为国际金融中心之一，有很多本地投资者对美国公司感兴趣。以往亚洲投资者购买美国股票手续繁杂，随着美国公司在港挂牌，将为亚洲投资者提供更多投资选择，节省投资费用。

三、高科技产业发展需要二板市场的支持

(一)高科技企业发展与融资的关系

高科技企业发展一般经历以下几个阶段：概念创新，研制产品和成立公司阶段 产品商业化,市场接受和公司被认可阶段 市场、销售、利润形成规模，公司高速发展阶段；市场扩大，开发新增长点,公司稳步发展阶段。

高科技企业融资阶段可以分为：第一个阶段对应于产品开发

阶段或者概念创新阶段，这个阶段的投资大多为股权投资，亦即风险投资产品试制出来，商业化和市场打开之前，投资风险仍然存在，股权投资仍然占据主要地位，或称私募(PRE-IPO)投资。这一阶段以后，生产形成了规模，有了利润，产品市场和利润达到一定规模时，公司就可以做公募融资，亦即通常所讲的IPO。一旦公司公开上市，上市公司可以扩股增发，做收购兼并或重组分拆。

高科技企业发展与融资的关系可以表述为：在公司初创阶段，与想法、概念、产品研发相对应的融资方式主要表现为风险投资；在产品被市场接受以后融资方式主要以私募为主；当产品产生和形成了市场销售利润以后就可以公开发行人股票。高科技企业的特点就是公司的生命周期可以无限延长；公司产品很多，公司融资其实是各类产品融资需求的综合。因此，在为企业融资的时候，必须对企业的产品有一个比较确切的了解，如产品周期如何，产品处于其生命周期的什么阶段，以便研究采用具体的融资方式。

研究产品发展处于不同的周期，其融资方式也各不相同，主要原因是：产品在早期研究、开发过程中以风险投资进行投资为主，因为这时候风险很大，要求投资者能够共享利益、共担风险；产品开始工业化阶段也还是以股权融资为主，但是银行会参与解决部分流动资金。当产品形成规模，需要解决营运资金问题，这时候，公司已经有一定基础了，一般可以采取用债务融资的形式，包括银行债务、私募债务，解决公司营运资金问题，因为通常情况下，债务的成本比股权成本低；当公司和产品在市场上得到社会认可，开始有盈利，而且利润已经达到一定规模，这时候，可以用公募方式，也就是通过二板市场上市方式来解决企业资金需求问题。

(二)资本市场为高科技企业发展提供多元化支持

高科技企业发展所具有的高风险和高收益的特点，使得这类企业对资金的需求和其他企业有所不同。在以间接融资为主的银行体系下，资金的安全性具有非常重要的意义，因而回避高风险的

高科技产业。但是,在资本市场中,高科技企业的高风险,高回报则正好满足一部分投资者的投资偏好。同间接融资相比,资本市场的直接融资能更好地促进高科技企业的发展。资本市场的直接融资比间接融资更适合高科技企业的特点。

1. 在资本市场股本融资的情况下,完全可以避免风险与收益高度不对称的现象。通过建立“风险共担、收益共享”的直接投资制度,一方面可以产生风险补偿机制,使承担高风险的股本投资人获得高收益,完全能够补偿甚至超过失败项目的亏损。据统计,发达国家 10 个风险投资项目中完全成功、部分成功和失败的比例为 2:6:2,但风险投资机构的利润率仍可达到 30%~60%,进而形成一种良性循环,吸引社会将更多的资源投入到高科技产业,支持高科技产业的发展。另一方面,通过股权的分散化和股票在二级市场上的流动,能够有效地分散风险和增强整个金融系统抗御风险的能力。

2. 资本市场可为高科技企业提供高效率的融资机制。资本市场的直接融资机制,一方面能保证资金筹集与使用过程中具有较高的透明度,避免间接融资时的黑箱操作和与此相联系的高风险、低效率,促使社会资金配置到生产率最高的企业。同时又能通过股票二级市场的流动性,实现投资期限的转换,将投资者进入股市的短期资金转换为一级市场上对上市公司的长期投资,保证充足的长期资本供给,改善企业的财务结构,降低企业的财务风险。

3. 资本市场和直接融资能为成功的高科技的研究与开发提供巨大的刺激和示范效应。通过企业的成功运作和成功上市,企业的创建者能够获得较高的创业利润和较高的社会声誉,从而能够鼓励更多的创业活动,推动人们更有效地配置和使用资源,创建更多的高科技企业,创造更多的、为社会所需要的产品、知识和财富,鼓励生产性的谋利活动,使人力、物力和财力得到最有效的利用。

4. 高科技企业不管是通过证券市场发行股票上市融得权益性资本，还是通过风险资本市场获得风险性资金，都要受到出资方（股东、风险资本企业）的监管。这样就可以促使高科技企业建立科学合理的经营管理体制，提高内部效率，化解、控制和降低经营风险。

5. 资本市场和直接融资既能够帮助高科技企业高起点地运作，迅速进入成熟健全的发展轨道，又能通过公司并购及证券市场的多次筹资功能（企业上市后的配股），满足高科技企业的高成长性决定的大量投资需求，从而帮助优秀的高科技企业实现跳跃式发展，形成合理的产业组织，并加速高科技的产业化、规模化和国际化步伐，促使高科技产品的发明，并以此建立新企业和改造老企业，快速、高效地培育出一批世界一流的高科技公司。通过这种发展所产生的扩散效应、示范效应和倍数效应，迅速带动相关产业的发展，促进社会经济结构和资源配置的合理化，实现社会经济增长方式的转变。

6. 高科技企业通过资本市场发行股票上市以及通过资本市场进行股权回购、兼并收购、清算等一系列的资产经营活动，为风险资本的退出并实现增值提供了途径。

风险资本一般着眼于高科技产品的开发应用阶段，以参股方式参与项目投资，最后扶植成功的风险企业上市，通过抛售上市后的股票或将股权转让于其投资者来取得收益，至此完成一个投资周期。风险资本是以资本增值的形式取得投资报酬，不断循环运动是风险资本的生命力所在，当风险资本伴随着企业走过最具风险的阶段后，就通过企业上市、股权转让等从资本市场退出。

7. 风险投资者在公司上市以前阶段投入的资金通过上市可以带来大量创业利润，并可在二级市场上卖出股份，迅速套现，从而加速了风险投资资金的周转，推动了对创业阶段的高科技项目的投资，扩大了高科技领域中研究与开发活动的资金来源，促进了

风险投资活动的专业化，带动了风险投资基金和风险投资公司的发展。由于风险投资公司众多专家的介入，可在经营管理、财务、人力、技术等方面为最初的创业者提供全面的支持，从而提高了高科技成果商业化的成功概率，提高了高科技投资项目的安全性，促进了高科技项目和高科技产业的发展^①。

综上所述，资本市场和直接融资的多种好处，是以银行为主的间接融资所不具有的。间接融资只能单独地为高科技企业发展提供融资功能，而资本市场和股权融资不仅可以提供融资功能，而且可以提高公司经营机制和内部运作质量，改善公司财务结构，降低公司财务风险、经营风险和技术风险，促进创业活动，形成专家管理优势，提高项目投资的安全性、收益性和流动性，加速高科技企业成长，完善高科技产业发展机制。因此，资本市场在培育高科技产业上具有不可替代的重要作用。

（三）高科技企业进入二板市场融资的条件

前述分析，高科技企业发展的高风险、高收益特点，使得这类企业的资金需求与其他类型企业有不同要求。在其成长发展初期，由于其前景的不确定性大，以资金安全性为原则的银行贷款尽量回避，企业债务资本难以获得，而且加重企业负担。但是，在资本市场中，投资者对风险有不同的偏好，若将资本市场中风险投资者的资金转移到发展高科技产业上，则可使投资者和企业双方的目标都得到满足。由此，风险资本主要适合于高科技企业创业初期，企业一旦进入正常发展和成熟期，对普通股权融资及债权融资的需求将增加。那么无论采取哪种融资方式，作为高科技企业进入二板市场融资，都需要具备以下一些基本条件：

1. 要有一个好的产品或项目

^① 陈开全、兰飞燕著：《高科技产业与资本市场》第 155 ~ 157 页，北京大学出版社，1999 年版。