

上海建立二板市场的操作思路

马天梅

(上海大学国际工商与管理学院, 上海 200072)

摘要: 中小企业与高科技企业对活跃上海经济具有重要意义。但目前中小企业和高科技企业很难到主板市场融资, 为了拓宽融资渠道, 二板市场的建立势在必行。本文论述了上海建立二板市场的意义及操作思路。

关键词: 中小企业, 高科技企业, 二板市场

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-6522 (2000) 02-0069-03

我国证券市场是由全国性的证交所与地区性的证券交易中心构成(亦称主板市场-IPO)。由于上市额度等的限制, 在主板市场上能融资的主要是大型企业和中坚企业, 中小企业和高科技企业很难上市融资, 为了促进其机制转换, 拓宽融资渠道, 二板市场的建立势在必行。

一、上海建立二板市场的意义

二板市场最主要的功能是帮助风险资本的形成和风险企业的成长。社会资本只有通过正式的二板市场才能流向新兴的高科技企业和项目。世界各国在严格控制和管理主板市场上市公司以保证其正常运行的前提下, 都相继建立了以发行高科技的风险企业股票为主的二板市场。二板市场主要是为小型企业、新兴企业或高科技企业股权交易而设立的, 其主要特点就是上市条件相对于主板市场要低。美国的NASDAQ市场作为美国资本第二市场的主力, 是世界公认的高科技企业成长摇篮, 对美国高科技产业和风险投资业的培育起相当重要的作用。

中小企业在上海可以说无处不在, 无论是民营还是国有的, 对活跃上海经济, 创造更多的就业机会具有重要意义。中小企业与高科技企业发展之初, 实力弱小无法与传统的支柱产业相比, 面临着新产品开发, 市场不确定等方面的风险, 有形资产少, 自身担保实力弱小, 外部担保机制缺乏。银行放贷一般要经过信用评价、财务分析等过程, 这些企业融资额小、次数多、融资成本大, 而银行以资产负债率、产销率为风险指标, 对其放贷十分审慎, 在同期金融机构的贷款中, 对中小企业与高科技企业的放贷仅占6.5%。

建立风险投资基金可以为高科技企业筹集必须的资金, 通过风险企业的公开上市是风险投资基金退出的最佳形式。但是主板市场对上市公司的盈利时间等都有严格限制, 而风险企业绝大多数都是新兴企业, 它们的规模通常不大, 尤其是那些高科技企业, 虽然具有良好的前景, 但是短时期内连盈利情况有时都难以保证。扶持中小企业与高科技企业, 对上海的经济建设至关重要, 所以有必要建立具有较低交易成本、较低准入标准的二板市场。

二、上海建立二板市场的操作思路

(一) 设立二板市场的目的

1. 产权明晰的中小企业由于大企业在主板市场上具有上市可能性, 不能进入二板市场, 中小企业由于实力等原因不能进入

主板市场，只能进入二板市场。二板市场的游戏规则只适用于规模差距不大的中小企业，若大企业进入则有失公允，扰乱市场运行。

上市的中小企业必须产权明晰，明确持股主体，建立现代企业产权制度与组织制度，特别是那些产权不清的民营企业必须通过募集方式融资并上市流动，才能使企业产权明晰，使个人私有成果得到最可靠的保证，从而有利于企业的发展壮大。

2. 具有良好前景的企业投资者投资主要看企业前景，具有明确的心理预期，上市公司的产业发展方向必须具有良好的发展前景，夕阳企业是不能上市的。上市公司目前赢利状况不一定很好（应保持上市标准），但将来盈利要像滚雪球一样才有吸引力，如微软 1985 年收入仅为 1.62 亿美元，上市后到 1997 年总收入增至 130、95 亿美元。同时，通过二板市场可以使风险投资安全退出。企业成功后，就可以脱离风险投资行业的管理，进入主板市场。

（三）二板市场的上市标准

根据国际经验，二板市场的上市条件应低于主板市场。目的是为新兴企业和高科技企业上市创造条件。但是，考虑到新兴市场的特点，为了防止过度投机，控制风险，保证二板市场的运作质量和运作效率，在二板市场建立初期，上市标准不宜过于宽松，除股本规模和经营年限要求可以降低外，其余财务指标应不低于主板市场。另外，对于有风险投资基金介入支持，并且运作规范的新兴企业，应该适当放宽各种标准限制。随着二板市场的发展，在投资者日益成熟、新兴企业运作日益规范、监管水平也有了提高之后，可以逐渐放松各种限制，与国际惯例接轨。

（四）二板市场的监管与风险控制

由于二板市场的上市标准要求很低，企业发展的不确定性以及技术风险、市场风险和经营风险比较大，使得二板市场的投资者面临着较大的风险。因此，建立严密而科学的监管制度和风险控制制度是二板市场健康有序运行的关键所在，重点应考虑以下因素：

1. 监管主体应该建立证监会与交易所两层监管主体，做到分工明确、权责清晰。证监会应主要负责二板市场的上市审核，监管上市公司的购并等重大事项；交易所应成立专门部门，负责审核上市公司财务报告，调查异常的市场波动等，对违反规则的公司进行处罚。

2. 信息披露二板市场在降低了上市标准的同时，为了防范风险，应对上市公司的信息披露提出更高要求，并将其作为市场监管和风险控制的重点。二板市场的上市公司除了遵循主板市场规定的信息披露要求外，还应每季度公布一次财务报表，并详细陈述公司的业务前景等情况，以使投资者能够在充分了解公司相关信息的基础上作出投资决策。

3. 公司治理第一、公司应设立独立董事制度，聘请与公司不存在利益关联的有关专业人士出任独立董事。第二，可考虑设立针对公司董事和高层管理人员、核心技术人员的股票期权计划，与公司的经营业绩挂钩。第三，公司设立监察委员会并由独立董事出任主席，对公司的财务计划，制度结构、董事和管理层的薪酬等事宜进行审核。

4. 投资者由于二板市场的投资风险相对较高，因此针对的投资者应当是机构投资者和拥有较多资金的专业投资者。为降低投资风险，可考虑设置最低保证金和每笔最低交易金额来限制散户投资者的盲目参与。

（五）二板市场的上市机制

应该采用国际上通行的标准制，即根据业绩标准选择作为股票发行人的公司上市。这样既可避免上市指标额度之下产生的

寻租行为和各种非生产性谋利现象，鼓励上市公司集中精力搞好公司的经营管理，努力提高公司业绩，又可避免上市额度管理制度下产生的上市资源配置不合理现象，促使资源配置到生产效率最高的企业，提高整个经济的增长质量，降低股票市场的系统风险。

（六）二板市场上市公司的股权结构

目前我国沪深股市的上市公司股权结构包括国家股、法人股和公众股三部分，这是制约我国股市发展与国际接轨的一个棘手问题。对于二板市场，规范股权结构、统一设置普通股的条件相对成熟，而且考虑到风险投资基金变现的要求，应在二板市场的股权结构设置上按国际惯例一步到位，不应再有国家股、法人股和公众股的区分，而应是一个全流通性的市场。

（七）二板市场的交易方式

国外二板市场多采用电脑联网和自动报价系统进行交易，香港拟建的二板市场建议采用公告板的形式，即自动对盘和成交系统或网上交易，其基本交易程序和主板市场相似。根据我国二板市场现状，二板市场不宜采取场外交易和独立形式，而应选择附属于证券交易所的形式。因为我国现有证券交易所采用的是高度现代化的电子交易与清算系统，完全能够独立承担起整个二板市场的运作任务，没有必要进行重复投资。另外，附属模式可以直接利用现有的人力、设施、管理经验、组织网络和市场运作网络，并有利于进行监管，可以保证整个二板市场设立后能够迅速步入正常运作。

收稿日期：1999-12-24

作者简介：

马天梅（1972-），女，上海大学国际工商与管理学院 97 级硕士生。

Operational Ideas on Building Over-the-Counter-Quotation in Shanghai

MA Tian-mei

*(International Business and Management School,
Shanghai University, Shanghai 200072, China)*

Abstract: Middle and small-size enterprises and hi-tech enterprises play an important role in Shanghai's economic activities. But what troubles them now is that they can hardly raise any funds with the main securities market. Thus the building up of Over-the-Counter-Quotation becomes a necessity. In this paper, the focus is on the significance of building such a market in Shanghai and the operational thinking.

Key Words: Middle and small enterprises; Hi-tech enterprises; Over-the-Counter-Quotation