

内 容 提 要

高风险问题是证券二板市场（以下简称二板市场）令人格外关注的问题，二板市场要健康有序地运行，必须对其高风险予以有效的防范。而作为二板市场广大主体的中、小投资者由于其自身资金少、信息收集和分析能力差、投资水平低及抵抗风险能力弱等特点，决定了他们在二板市场中处于弱势地位。因此，他们更易受到来自外部不正常风险的侵害。为此，本文针对中、小投资者在二板市场中将遇到的风险，从公司法、证券法及民法的角度，运用比较研究、实证分析、经济分析、哲学分析等方法，围绕应如何对其加以防范的法律问题进行了探讨。

本文除引言和小结外，共分为四章。

第一章，在阐述二板高风险的基础上，对二板市场领域中、小投资者将面临的主要风险进行了分析。在本章中笔者将二板市场领域中、小投资者所面临的风险范围界定于可防范的、不当行为所引发的非系统风险，于此基础上详细介绍了各种风险，以及对风险防范与利益保护的关系进行了论证。

第二章，阐述了二板市场领域中、小投资者利益保护法律制度设计的基本思路。笔者在分析了保护中、小投资者利益的必要性的基础上，深入论证了我国选择集中监管与严格自律相结合的保护模式的必要性与可行性，并提出我国二板市场立法在保护中、小投资者利益方面必须坚持买者自负、信息披露为本、严格监管等理念。

第三章，本章在借鉴国外二板市场建设经验，结合我国具体特点的基础上，从国家严格监管、证券交易所的一线监管、证券经营机构及中介机构的自律、对中小投资者的长期教育等几个方面对二板市场中、小投资者利益保护的问题进行了阐述。

第四章，本章内容主要从完善公司法人治理结构、保荐人制度、做市商制度、股票期权制和设立证券投资基金等方面介绍了保护中、小投资者的具体措施。

关键词：风险 中、小投资者 利益保护 监管

目 录

引 言	1
第一章 二板市场领域中、小投资者所面临的风险	3
一、二板市场简介	3
二、二板市场的高风险	8
三、二板市场领域中、小投资者所面临的风险	14
第二章 保护二板市场领域中、小投资者利益的法律制度的总体 设计思路	28
一、保护二板市场领域中、小投资者利益的必要性	28
二、二板市场领域中、小投资者利益保护方式选择的内在逻辑	30
三、二板市场领域中、小投资者利益保护法律体制模式的选择： 集中监管型？自律型？中间型？——如何在严格监管与市场 自由二者之间寻找一个最佳的平衡点	33
四、二板市场领域中、小投资者利益保护的几个基本理念： 买者自负、信息披露为本、严格监管	35
五、二板市场领域中、小投资者利益保护的法律责任目标	38
六、二板市场领域中、小投资者保护法律制度概览	43
第三章 保护二板市场领域中、小投资者利益的具体法律制度（一）	46
一、严格的政府监管	46
二、证券交易所的严密监管——一线“警察”	57
三、证券业协会与中介机构的自律	58
四、中小投资者的长期教育、风险提示及投资水平的提高及风险 意识的增强——最有效的“自卫术”	59
第四章 保护二板市场领域中、小投资者利益的具体法律制度（二）	60
一、完善公司法人治理结构——治本的“良方”	60
二、保荐人制度——二板市场上的第一道“防火墙”	77
三、做市商制度——维持市场流动性的“使者”	82
四、股票期权制——稳定人才的有效举措	85
五、证券投资基金——降低风险的“避风港”	89

小 结.....91
主要参考文献.....92

厦门大学博硕士论文摘要库

引言

二板市场(the second board)是与主板市场(the main board)相对应的,专门为那些具有高成长性发展前途的中、小型企业提供融资场所的证券市场,它具有与主板市场不同的特殊性,其特点之一是高风险性。当美欧及我国周边国家和地区的二板市场开展得红红火火时,我国从1998年开始也在积极筹备创建自己的二板市场。但几年过去了,人们翘首企盼的我国二板市场却仍不见其“芳踪”。究其个中原因十分复杂,有人认为是因为我国设立二板市场的条件尚不具备,有人认为是因为受国际二板市场不景气的影响(NASDAQ等包括我国香港地区的创业板近两年遭受重创),有人则认为是因为准备工作尚未完成等等。实际上在二板市场的许多问题上理论界和实务界一直都存在激烈的争论,甚至在到底是设还是不设二板市场这一基本问题上依然分歧很大。尽管如此,有一点却是各方的共识,即二板市场是一个高风险的市场,如果不能建立有效的风险防范机制,二板市场便是令人生畏的,从而便不可能顺利地构建。换言之,对高风险的防范是二板市场的焦点问题。要建立并建好二板市场,不能不考虑风险防范制度的建立,即应当充分考虑如何在可预见的范围内将风险控制在最低的限度。因此,我们研究二板市场时,有必要围绕风险防范这一核心问题展开。

在二板市场,中、小投资者的积极参与是保持其旺盛生命力的保证,缺少他们参与的二板市场注定要失败,这已为许多国家和地区开拓的二板市场的实践所证实。而与其他市场的主体相比,二板市场的投资者尤其是中、小投资者由于受其自身投资技术、资金及获取信息能力等方面的限制,其面临风险的机率是最高的,其预见和防御风险的能力又是最弱的,因此,与其他市场主体相比,他们的风险是最大的。所以,如何设计一套有效的风险防范、保护中、小投资者利益的法律制度便成为二板市场制度设计中的一重大课题。

二板市场领域中、小投资者所面临的风险多种多样,有些是自然风险,有些是人为风险。在人为风险中,有些属于正常风险,有些属于不正常风险,有些属于系统性风险,有些则属于非系统性风险。在这些风险中,有些是不可防范的风险,有些则是可防范的风险。限于篇幅,本文暂将风险防范的范围限定于由人为因素所引起的不正常的非系统风险。

依传统风险理论,风险一旦发生,则意味着利益可能受到损害。因此,出于趋利避害的本能,人们总会采取各种各样的手段尽可能地事先防止风险的发生。所有的防

范手段，可划分为法律手段与非法律手段两种。由于法律中蕴含着公平、正义、平等、自由、保护弱者等基本理念以及法律自身所固有的特点——国家强制性、社会性、普遍性、稳定性等，便决定了法律在防范风险中更有效率。因此，通过法律手段来防范风险的发生是一种理想的选择。

借鉴国外的先进经验，结合我国国情，并总结我国多年主板市场经验，本文认为我国二板市场对中、小投资者的保护应采用国家集中监管与证券经营机构及中介机构自律相结合模式。本文还认为，应通过国家证券监督管理机构的严格监管、证券交易所的一线监管、证券经营机构及中介机构的行业自律、长期的投资者教育、完善公司法人治理结构、引入保荐人制度、做市商制度、股票期权制度、设立证券投资基金等途径完善对二板市场领域中、小投资者利益予以严密保护。

第一章 二板市场领域中、小投资者所面临的风险

一、二板市场简介

(一) 二板市场的概念

二板市场(Second Board)又称创业板市场(Growth Market), 作为对证券市场特定创新形式和组成部分的称谓, 它是一个与主板市场(Main Board) 相对应的概念, 而且是在主板市场发展达到一定规模和达到相当的成熟度之后才出现的新生事物。对于二板市场, 不同的国家和地区有不同的称谓,^①尽管如此, 不同称谓的基本含义是一致的。

在国外, 对二板市场的概念尚没有一个统一、规范的定义。就其广义来说, 凡为大型成熟公司提供融资场所的主板市场相对应的, 为中、小公司提供融资场所的证券市场都是二板市场; 就其狭义来说, 则仅指服务于中、小型公司和新兴企业, 协助高增值成长公司及科技公司融资的市场, 如美国的 NASDAQ 市场、英国的 AIM (Alternative Investment Market) 市场、欧洲的 EASDAQ 市场、新加坡的 SESDAQ 市场以及我国香港的创业板市场(GEM, 即 Growth Enterprise Market)和台湾的店头市场(OTC, 即 Over-the-counter)等即属之。二板市场是在主板市场基础上设立的创新股票市场, 主要接纳中、小型公司上市, 特别是成长性强的新兴的高科技企业。主板市场则是指已有充分发展的、比较成熟的、由证券交易所营运的大型公司的股票、债券、金融期货等多种有价证券在内的交易市场。^②

(二) 二板市场的功能

从发达国家开拓二板市场的实践来看, 二板市场的基本功能应当包括:

① 概括而言, 世界主要二板市场命名大致可以分为四种: 一是“SDAQ”后缀, 以“SDAQ”为后缀命名二板市场是世界上很多国家的做法。“SDAQ”是“Securities Dealers Automated Quotation”的缩写, 中文翻译为“证券交易商自动报价系统”。Nasdaq 的全称为“National Association of Securities Dealers Automated Quotations”, 即“全美证券交易商协会自动报价系统”。除 Nasdaq 以外, 世界上还有韩国的 KOSDAQ, 新加坡的 SESDAQ, 日本的 JASDAQ, 设在比利时的欧洲 EASDAQ, 马来西亚的 MESDAQ 及罗马尼亚的 RASDAQ 等, 其意思就是某国证券交易商协会自动报价系统。二是新市场, 以新市场命名的二板市场主要集中在欧洲, 如德国新市场、法国新市场、意大利新市场、荷兰新市场、比利时新市场及瑞士新市场等。前五者已联合为欧洲新市场。欧洲各国的新市场基本上都是依附于主板市场的独立市场, 以新市场命名, 主要是为了与主板市场区分开, 同时又表明不是一个次类市场, 只是市场的定位和运作上更为灵活和务实。三是形象名词, 目前, 以一个比较形象的名词为命名的二板市场主要有两个, 其一是日本的“MOTHERS”(Market of the high-growth and emerging stocks, 意为高增长新兴股票市场), 其二是台湾的 OTC 市场的“TIGER”。“MOTHERS”意即“母亲”, 日本迫切希望借助“MOTHERS”的力量获得新生, 重振往日的辉煌。台湾的“TIGER”, 意即“老虎”, 代表其是充满活力及朝气之成长性市场。四是定位名词 一些国家以二板市场的功能定位缩写或直译作为二板市场的名称, 如英国伦敦证券交易所的 AIM, 就是“Alternative Investment Market”的首字母缩写, 即另类投资市场的意思。香港的创业板市场, 英文全称“Growth Enterprise Market”, 简称 GEM。香港的创业板市场非常强调其是为增长企业而设的市场, 欢迎各行各业具有高增长潜力的公司上市, 而且 GEM 对上市企业不要求具有赢利记录, 这都体现了 GEM 强调高增长性和鼓励创业的特色。(见《世界主要二板市场名称考证》, 《中国证券报》(电子版) 2000 年 9 月 15 日, at <http://202.84.17.28/csnews/20000915/22382.htm>, August 24, 2002.)

② 何帅领、张政新编著:《中国创业板市场理论与实务》, 机械工业出版社 2002 年版, 第 1 页。

首先作为资本市场的组成部分之一，二板市场具有资本市场共有的功能，即筹资、完善法人治理结构、转换企业经营机制和抵抗风险的功能。

另外，作为与主板市场相对应的一个资本市场，二板市场又具有自身独特的功能：

1、为中、小型科技企业和处于初创阶段的民营企业提供一个持续融资的渠道。中、小型科技企业在初创和成长阶段普遍需要大量的资本投入。然而，尽管这些企业拥有先进的技术，但由于市场尚未被开发或科技成果产业化尚未完全实现等因素的影响，这些企业在这一时期的创利能力并不强，从而导致资本的高投入与利润的低产出之间的矛盾。无论是在国内还是在国外，中、小型科技企业都曾经或正在面临融资的困境。在我国，还有数量众多的民营企业同样面临着融资渠道狭窄的困境。二板市场的设立将使中、小型科技企业或部分成长潜力较好的民营企业通过在该市场的初次上市、增发新股、配股等途径获得企业发展所必需的资金。

2、为风险资本提供一个退出渠道。

二板市场作为风险资本市场的重要组成部分，它的功能是作为风险资本的退出渠道而刺激风险资本市场的发展。众所周知，如果没有便捷的退出渠道，风险投资资金就无法实现增殖和循环流动，也无法吸引更多的资金投入风险资本市场。因此，从这个意义上讲，退出机制是风险资本市场的核心机制。现实中可供风险投资选择的退出渠道多种多样，包括企业在二板市场上公开上市、股权协议转让和企业回购等。其中企业在二板市场公开上市是最为重要同时也是投资收益率最高的一种风险资本退出渠道。

3、推动企业内部治理结构的完善和进一步提高公司的市场竞争力。

对于我国的中、小型企业来说，变革其不尽合理的内部治理与扩大融资渠道是同样急迫的任务。通过在二板市场上市从而转变为公众公司，势必推动国内企业逐步成长为真正的规范运营的现代股份公司。

4、调整证券市场结构、完善资本市场体系。

在经济发达的国家和地区，证券市场均具有适应不同资本供给与需求的多层次结构之特征。不同层次的市场服务于不同的企业，满足不同的资本供给和需求。如主板市场主要是为国内、国际较大型的成熟企业融资提供支持，而二板市场则为成长潜力较大但规模暂时不大的中、小型企业融资提供服务。此外，还有一些为更小型的企业提供服务的场外交易市场等等。足见二板市场是资本市场体系的一个重要层次。^①

5、对我国在知识经济的崛起中起到关键作用。因为：我国在传统的工业经济中已

^① 陈乃进、韩志国、王开国主编：《已经开启的财富之门——二板市场的股票发行与上市》，经济科学出版社 2000 年版，第 112-114 页。

经落后于发达国家，在新的知识经济的竞争中决不能再落后。只要不断创新，我国在经济的竞争中完全可能达到国际先进水平。而我国知识经济要发展，必须有强大的经济实力做支撑。二板市场恰恰能在解决资金短缺问题中发挥重要作用。

6、促进经济结构调整、产业转型。二板市场不但服务于知识经济，而且由于其能推动我国技术含量高的产业的发展，因此，其还能促进我国经济结构的调整。在这一过程中，其还能促进技术升级、产业转型。

7、推动现代价值体系的建立。这主要体现在两个方面：其一，推动建立企业本身的价值评价体系；其二，推动建立社会认同企业本身的价值评价体系。

8、促进高新技术和人才的竞争。首先，二板市场能促进高新技术的开发、研究和产业化。其次，它还能促进人才的竞争和合理配置。

9、提供金融创新、制度创新的舞台。如期货、期权等衍生金融工具的运用，独立董事制度的运用，做市商制度的运用，退市机制的运用，强制性信息披露的运用等。

（三）二板市场的特征

与主板市场相比较，二板市场主要有如下特征：

1、前瞻性

二板市场在选择上市企业时，对企业历史业绩要求不高，注重的是企业的成长空间和增长潜力，通俗地说就是“不问出身，向前看”。二板市场的上市公司的价值在于企业的主业突出，核心技术具有独创性、领先性，产品的市场潜力大，以及有一个较好的战略计划和明确的主题概念。事实上，很多概念独特、成长性高的企业在NASDAQ上市时都是亏损的（如著名的网景公司即属之），^①但依旧能获得投资者的认同，就是因为NASDAQ市场的前瞻性定位。

必须说明的是，尽管高科技企业在全世界二板市场的地位越来越重要，但二板市场也并不苛求申请上市的企业非属于高科技领域不可，最关键的是企业要有发展前景并且能够为投资者所接受。因此，我国的二板市场也将以成长性为衡量上市主体的首要标准，既不会对上市公司的所有制属性进行限制，也不会排斥传统行业内有成长潜力与发展前景的企业上市。同时，创业板也会欢迎核心技术有创新、产品市场潜力大的大型企业。^②

2、较宽松的上市标准

作为前瞻性市场，二板市场主要还是接纳新兴中、小企业和高科技企业的。为拓

^① 赵文明编著：《到香港圈钱去——内地企业二板市场成功上市指南》，时事出版社2000年版，第29-33页。

^② 《深交所官员透露创业板上市企业将择优产生》，《中国证券报》（电子版）2000年10月16日，at <http://202.84.17.28/csnews/20001016/22419.htm>, August 24, 2002.

宽这些企业的融资渠道，二板市场的一个显著特点就是降低了对申请上市企业的资本规模、经营历史、财务和盈利状况的要求，国外有些创业板市场甚至允许经营亏损或无形资产比重很高的企业上市。

鉴于二板市场在我国初设时风险难以预测的考虑，有关方面和交易所可能会在开始一段时间内对申请上市企业有偏于严格的把握，（前几批获准上市的企业多少具有一些象征性意味）。但为满足二板市场规模发展的要求，上市条件会趋于宽松。

3、高收益与高风险并存

二板市场上的上市公司增长潜力大，容易迅速发展，一旦成功，公司价值将成倍增长，其股票价格将会有巨大升幅，所以二板市场的投资回报可能极高。但是这种高收益又是与高风险并存的。因为企业在二板市场上市时多数处于发展的早期阶段，其规模小、盈利不稳定，而且谁也无法保证未来市场不会变化，加上高新技术的生存周期一般较短暂，落伍过时的可能性又很高，所以二板市场上上市公司的前景也是很不确定，发展的变数极多。对投资者而言，客观上存在较大的投资风险。另外，二板市场的风险还表现在未来二级市场交易是否足够活跃，一些海外二板市场的兴衰表明，对二板市场最担心的不是股价的波动，而是交易清淡。

4、严格的监管体制

总体上讲，二板市场上上市公司的规模偏小，上市标准宽松，对企业资产与业绩评估预测的难度较高，股票交易一般又不如主板市场活跃，因而风险相对较大。为保护投资者的利益，世界诸多国家对二板市场的监管都要比主板市场严格得多，在信息披露、上市保荐、公司内部治理、退市机制等方面都有严格的规定和要求，对二级市场交易过程的监控也更为严密和丰富。

5、实施电子化交易

全球二板市场大多采用高效率的电脑交易系统，交易费用低廉和交易效率高的优势突出。电子化交易同时也使证券交易的透明度大大提高。

全球交易系统电子化水平最高的当属 NASDAQ。NASDAQ 市场由场外交易发展而来，并没有集中的交易场所或交易大厅，而是通过电话和电脑网络进行证券交易。NASDAQ 技术上的创新总是在不断进行，也总是能先人一步，迄今为止，NASDAQ 已在全球 55 个国家和地区设立了 26 万个终端，形成了一个由复杂的计算机和电信网络组成的庞大市场。^①我国的 A 股市场作为一个新兴市场，现有的电子化程度应该讲已经处于较高的水平，但二板市场将在信息传输与处理技术上更为最先进，在交易方式

^① 张景安主编：《风险投资与二板市场》，中国金融出版社 2000 年版，第 43 页。

和交易时间上迟早将实现与国际证券市场的对接，而且二板市场也将不断进行交易系统技术改进，提高交易速度与容量以适应其发展要求。

6、以机构投资者为主

创业板市场投资高风险的特性，使得二板市场领域的投资主体主要是那些寻求高回报、愿意承担高风险、熟悉投资技巧的机构投资者，包括专项基金、风险投资公司、共同基金等，当然有经验的私人投资者在“风险自负”的前提下也可以投资于二板市场。再以 NASDAQ 为例，其资本总额的近一半左右为机构投资者所有，而对于资产总额在 1 亿至 10 亿美元的上市公司，NASDAQ 的机构投资者也要明显多于作为传统证券市场的纽约证交所。^①

二、二板市场的高风险

（一）风险的概念与特征

何谓“风险”？人们通常认为：风险是“可能会发生不利的情况”。具体地就投资风险而言，那么，风险就是“可能会出现亏损”。这种认识既朴素，又非常明确，实际上已经道出了风险的基本特征，即其不确定性和负面性之特征。

笔者注意到，随着研究的深入，理论界对风险以及相关问题的认识颇为丰富，对风险内涵的界定、风险类型的划分等问题还存在着不同的看法。^②

对风险与不确定性的关系问题，较早、也比较经典的分析是美国经济学家奈特（F.H.Knight）所做的分析。在奈特 1921 年出版的《风险、不确定性和利润》^③一书中，奈特把不确定性分为两类：一是人们知道未来可能会发生几种情况可能发生的概率有多大，但是不知道实际到底会发生其中哪一种情况。二是人们对可能会发生几种情况，各种情况的可能性有多大等均一无所知。然后，他把前一种情况称之为风险，而后一种情况是严格意义上的不确定性。这就是说，不确定性有广义、狭义之分，而风险是

① 张锋、吴佳、余俊、姚兴涛著：《创业板——二板淘金必读》，立信会计出版社 2001 年版，第 15-18 页。

② 综观之，主要有如下几种观点：（1）风险是损失的不确定性。法国学者赖曼在 1928 年出版的《普通经营经济学》中将风险定义为损失发生的可能性。此后，麦尔、柯梅克和罗森布尔等更多的学者较明确地将其定义为损失的不确定性。（2）风险是某种行为能否产生损失的不确定。美国学者海尼尔早在 1895 年所著《Risk as an Economic Factor》中指出，某种行为能否产生有害的后果应以其不确定性界定，如果某种行为具有不确定性时，其行为就反映了风险的负担。（3）风险是可测定的不确定性。如美国学者佩费尔就认为风险是可测度的客观概率的大小。（4）风险是预期利益与实际利益变动的不确定性。著名经济学家威廉姆斯和汉斯提出：风险是在一定条件下，一定时期内可能产生结果的变动。如果结果只有一种可能，不存在着发生变动，风险为零；如果可能产生的结果有几种，则风险存在。可能产生的结果越多，变动越大，风险也就越大。预期结果和实际结果的变动，意味着猜测的结果和实际结果的不一致或偏离。（见小阿瑟·威廉姆斯、理查德·M·汉斯著：《风险管理与保险》，陈伟等译，中国商业出版社 1990 年版，第 4 页。）（5）风险是不确定因素与人们的利益相结合的产物。佩费尔指出：风险是每个人和风险因素的结合体。（6）风险是利益获得和利益损失的不确定性。吴鸣在《经济风险论：从风险角度对中国现实经济问题的研究》中将风险定义为：在商品的生产 and 流通过程中，由于各种事先无法预料的（即不确定的）因素的影响，使商品生产经营者的实际收益与预期收益发生背离，有蒙受经济损失或获得额外收益的机会或可能。参见马艳著：《风险利益论》，复旦大学出版社 2002 年版，第 31 页。

③ Knight,F.H.,Risk,Uncertainty,and Profit,Boston: Houghton Mifflin Co.,1921,pp23。

除了完全不确定性以外的“比较确定的”不确定性情况。显然，从对风险的认识、度量进而采取措施控制风险的角度看，奈特的区分是有道理的，也是必要的。因为对大量的一无所知的情况根本无法认识，更不能控制，就没有必要纳入研究范围。但是，从实际情况看，这些完全不确定性对人们来说，意味着风险更大，因而不可能置之不理。所以，在后来的理论分析和实际活动中，人们把两种情况都归入风险范畴。

对风险结果的有利或不利情况的归属，人们的观点也不尽一致。一种观点认为，风险只与发生不利的情况有关；还有一种观点则认为风险应该与有利和不利的情况都相关联。诚然，我们讨论风险，往往是注重其不利影响的一面。但是，从风险的不确定性这一本质特征出发，前一种观点明显有误，因为不管是有利还是不利，都是一种不确定性，从而都应归入风险范围。而且，不利是有利的另一面，所谓的有利或不利是针对不同的市场主体而言的，对甲不利的情况很可能对乙有利。另一方面从整个市场的角度看，出现某种情况，部分主体得益，部分主体受损，但如果部分主体的损失过大以致危及整个市场的稳定性，这样对整个市场而言就是不利的了。可见，有利和不利、得益和受损是对立统一的两个方面，不能简单地割裂开来。因此，风险应包括各种可能出现的情况。在这方面，洛伦兹·格利茨（Lawrence Galitz）的观点是十分合理的。他认为，风险应包括可能发生的任何结果，无论是希望发生或是不希望发生的情况。^①

综合上述分析，我们可以把风险定义为：因人们对未来行为的决策和客观条件的不确定性而可能出现与预定目标负偏离的情况。

笔者认为，风险具有以下基本特征：

- 1、客观性。由于不确定性是客观存在的，由此导致的风险也是客观存在的。
- 2、不确定性。风险是否发生取决于未来风险事件是否发生，而风险事件是否发生是不确定的，因此，风险也是不确定的。
- 3、有利结果和不利结果的对立统一。风险一旦发生，会对许多主体的利益产生或多或少、或大或小的影响，而这些影响对于不同的主体是不同的，可能对有些主体是有利的，而对其他主体则是不利的，所以说，风险是有利结果和不利结果的对立统一。
- 4、潜在性。这一特征表明风险只是一种可能，而不是现实。这种可能一旦成为现实，就不是风险而是实实在在的损失（或收益）了。
- 5、可测定性。大多数风险情况是可以测定的，包括风险发生的概率、风险一旦发生可能会带来的最大损失等。现代理论和技术的进步为风险测定提供更好的条件。由

^① 洛伦兹·格利茨著：《金融工程学》，经济科学出版社1998年版，第3页。

于可测定，因而风险也是可控制的。^①

（二）二板市场的高风险

从国际经验看，二板市场的高风险突出地表现在以下几个方面：

第一，股票价格波动大。

法国新市场的首家上市公司——在线服务公司 Infonie 的股票在 1997 年比 1996 年度下跌了 66%，^②这说明该公司对上市准备不足。AIM 上也有一批不稳定的股票公开发行，市场受到打击后，修改了上市规则，严格了上市标准。^③大家都熟悉的 Yahoo 公司的股票价格在 2000 年 3 月中旬至 2001 年 3 月中旬，最高价格为 205.625 美元，最低价为 14.937 美元，相差达 13.77 倍。^④

再以 Nasdaq 市场为例，2000 年的市盈率为 38.33 倍。市场综合指数波动剧烈，从 2000 年 3 月 10 日的 5048.617 点。到 2001 年 3 月 16 日下跌至 1890.910 点。从市场表现看，美国纳斯达克市场自 1995 年步入大牛市以来，在短短的四年间，纳指曾从 1360 点飚升至 5048 点，接着便一直回落到近期 2000 点左右，^⑤现在则只有 1300 多点；香港创业板市场的处境就更糟，从 2000 年 3 月份的 1021.74 点一路走低到近期的两百多点，现在只有区区 100 多点（2003 年 4 月 11 日行情）。创业板市场的投资风险由此可见一斑。

由于创业板市场上市公司的规模普遍比较小，因此可能会出现两方面的风险：一是公司股票价格在创业板市场容易被操纵（坐庄现象将更为突出），从而极易引发股价剧烈波动；二是行情一去，股票流动性就出现危机，交易清淡，整体看，国外大多数二板市场普遍存在流动性不足的问题。

第二，缺乏流动性。

一些公司在 Easdaq 和 Nasdaq 同时上市，但他们交易的大部分是在 Nasdaq，而 Easdaq 市场交易量非常少。一部分原因是欧洲投资机构缺乏进行深入技术研究的专家，而美国的投资银行却有成组的分析人员从事软件的研究，能提供较好的公司评价。此外，一些市场上的小公司由于没有机构投资者支持，流动性差，又被创业投资公司等机构收购，进行“私有化”（go private），不再公开挂牌上市。

鉴于二板市场是一个高风险的市场，容易产生过度投机的现象，加上我国现行的

① 褚诀海著：《中国期货市场风险研究》，中国财政经济出版社 2001 年版，第 18-19 页。

② 陈峥嵘、路颖、唐祝义、郝联峰著：《股市新宠——从二板市场中寻找金矿》，上海文化出版社 2000 年版，第 23 页。

③ 陈伟：《全球创业板“大洗牌”》，《中国证券报》（电子版）2002 年 2 月 26 日，at <http://202.84.17.28/csnews/20020226/192077.asp>，September 15, 2002.

④ 王国明：《展望中国二板市场》，《投资与证券》2001 年第 1 期，第 93 页。

⑤ 严恒元：《美国纳斯达克——推动新经济发展的火车头》，《投资与证券》2001 年第 11 期，第 104 页。

交易制度是单向交易，即只能先买后卖，而不能先卖后买，因此，我国二板市场在流动性方面有可能出现两个极端：当二板市场出现热炒时，股价不断上升，成交量急剧放大，呈现出高流动性；当二板市场炒到一定高位时，一旦主力机构出货，股价就会一路下滑，成交量迅速缩小，在长时间的低迷状况下，市场只能维持很低的成交量。出现这两种极端的原因在于，在单向交易的条件下，机构只有将股价炒高了才能赚钱，只有搞热了股市，成交量不断放大，机构才有可能在高位顺利出货。而机构一旦出货，就会迅速离场，待股价跌深后才会重新进场吸货。在这种情况下，二板市场将会在较长的时间里处于低流动性的状态，这对市场的发展将是十分不利的。美国证券交易所曾经开辟过一个小盘股市场，由于采用类似主板市场买卖竞价交易，因此流动性过低，最后导致关闭。

流动性差会给投资者带来成交风险，即当投资者想要卖出股票时可能会因为没有人买而不能成交，反之，当投资者想买进股票时则可能因为没有人愿意卖而不能成交。有时，极差的流动性使得投资者只能眼睁睁地看着自己的股票一路下跌而无能为力。

第三，被摘牌的公司多。

从各国的情况来看，创业板市场上市公司的摘牌率很高。欧洲个别市场的摘牌率甚至高达 70%。美国的 Nasdaq 市场成立至今已有 1500 多家公司摘牌，仅 2000 年一季度在有 176 家公司上市的同时，又有 173 家退出。^①也就是说，十家创业板上市公司中，是“两三家欢喜，七八家愁”。可见其风险之大。

在中国主板市场被摘牌的上市公司很少，即使上市公司因种种原因已经达不到上市要求，还会借助重组、转让“壳”资源等手段得以存续。当然，这也是该公司的投资者所欢迎的。但在二板市场，可能就没有目前主板市场盛行的“壳资源”概念，同样，资产重组也很难说会盛行。二板市场中的上市公司大部分是民营企业，实力远不如国有大型企业，一旦上市的资产质量下降，可能就再也没有其他优质资产注入，同样也不会有其他公司借壳上市，因为其他公司完全可以通过主板或创业板直接上市。创业板得以生存发展的基础是高成长性，但是如果一个新兴企业上市筹资两年后，仍未能展露其盈利或成长前景，则必遭投资者的冷落。而且二板市场上垃圾股的归宿通常是清理出局。^②

第四，二板市场的体制也存在风险。

二板市场是一个新兴的市场，许多制度和体制的安排都是新的，而这些新体制的引进本身就可能导致系统性的市场风险。以二板市场的组建模式为例，二板市场的组建一

① 刘纪鹏：《二板市场的回顾与展望》，《国际经济评论》2000年第5期，第40页。

② 刘逖、朱旋、施建辉编著：《充满期待：解读创业板》，第32—34页。

般可分为独立模式和附属主板模式，在过去的实践中附属主板模式出现了多个失败的案例，如美国证券交易所设立的 ECM (Emerging Capital Market)、英国伦敦交易所设立的 USM (Unlisted Securities Market) 等。^①究其原因在于：当这些附属二板市场的上市公司不断成长符合主板上市条件后，往往会转移到主板市场，从而给人留下在二板上市的多为不成功的企业的印象。这就会影响了投资者的兴趣和其他企业的上市意愿，使得市场因缺乏资金流入和新的上市公司而失败。除此之外，还有着其他方面如企业上市的审核体制、做市商的设立与规范制度、上市公司的退市制度等等。

(三) 二板市场具有比主板市场更高的风险

就主板市场风险与二板市场风险相比较而言，二板市场具有高于主板市场的风险：

首先，由于二板市场“盘子”小于主板市场，股价波动更为剧烈，而且更容易被操纵。与主板市场相比，二板市场的上市门槛大大降低。依 2000 年 10 月份深圳证券交易所提交的《创业企业股票发行上市审核规则（征求意见稿）》规定，在上市公司的注册资本总量上，只要求达到人民币二千万元即可（第九条第一项），大大低于主板市场要求的人民币五千万元；在股权的分布上，只要求持有股票面值达一千元以上的股东达到二百人即可（第九条第二项），同样大大低于主板市场所要求的一千人以人；在营业的经历上，只要求开业时间在二十四个月以上即可（第五条第一项），少于主板市场的三年以上；在盈利方面则无任何要求。^②而在二板市场上市的公司数量上，我国也只打算预先准许五十到七十家左右上市。由此可见，二板市场的交易面要小于主板市场，而且其上市公司的股权相对更为集中，因此更容易被操纵，股价的波动也会更为剧烈。这点已为海外二板市场实践所验证：在股市繁荣时，股民大力追捧，指数狂飙，相反，股市不景气时，则股价一泻千里。^③

其次，在二板市场上市的公司大部分属于高科技企业，这类企业的成活率相对而言比较低，所以二板市场上的上市公司被摘牌的司空见惯。

目前，许多人都积极准备在二板市场投资，但大多数人只看到二板市场的机会，却忽略了二板市场的风险。实际上，二板市场本身就是一个高风险的市场，进入二板市场的上市公司只是一些有一定前景的公司。这些公司本身规模不大，有些公司甚至业绩较差，公司发展的不确定因素很多，投资失败率很高。个别的上市公司甚至刚刚上市不久，就有可能破产摘牌。这将导致极大的投资风险。再加上投机炒作的因素，二板市场的风险是很高的。纵观世界各国，在二板市场“触礁沉船”的事件比比皆是。

① 王开国：《建设我国二板市场的战略构想》，《投资与证券》2001 年第 3 期，经 89 页。

② 以上规定参见顾雷编：《中国创业板股票上市法律法规总览》，中国广播电视出版社 2002 年版，第 6-10 页。

③ 《创业板市场要防范哪些风险》，《中国证券报》（电子版）2000 年 11 月 7 日，at <http://202.84.17.28/csnews/20001107/22491.htm>, September 20, 2002.

例如，国际金融大投资家索罗斯，起初对美国股市高科技网络概念股并不看好，但是这些股票持续暴涨，索罗斯领导下的量子基金终于忍受不住诱惑，于1999年第四季度大量购入这些股票。2000年初，量子基金确实赚了钱，但好景不长，从2000年3月中旬开始，美国高科技及网络股大幅暴跌，NASDAQ市场指数在短期内跌幅达到50%以上，量子基金在一个月内就损失了30%—40%左右，只好宣布关闭。^①又如，香港的二板市场虽然开放时间不长，但也产生了极大的风险，许多公司上市一个月内其市值就下跌了30%以上，有的公司甚至暴跌了60%以上，从而给二级市场上的投资者带来了严重的损失。^②

再次，如前所述，在二板市场上市的“门槛”低，无形资产比重大，流动性不足、体制创新等等这些因素，都会引发比主板市场更高的风险。

由上可见，二板市场中的风险要远高于主板市场。

三、二板市场领域中、小投资者所面临的风险

（一）二板市场领域中、小投资者所面临风险范围的界定

1、二板市场领域中、小投资者的概念及中、小投资者的权利

二板市场领域中、小投资者，乃与二板市场领域大投资者相对应的概念，是指在二板市场领域投资即投入现金购买某种证券以期望获取利益或利润的自然人和法人这一群体中，由于投资比例相对较低或投资数额较小的这部分人。其概念包含两个层次的内容，一是在公司中所占股权比例较小对公司经营决策不具有决定性影响的投资者；二是在证券市场中持少量流通股的投资者。^③

中、小投资者与大投资者一样，都同时具有证券市场中的投资者与上市公司股东的双重性。正是基于这种身份上的双重性，他们也同时享有公司法和证券法上的权利。

首先，中、小投资者在公司法中享有股东权。这种权利的性质为何？不同学者有不同的见解，但通说认为股东权的性质为社员权。^④股东权的内容甚多，采用不同的标准可以将股东权分为不同的种类。^⑤但采用得最多的分类，是按股东权行使的目的是为

① 卢文杰：《纳斯达克后遗症》，《投资与证券》2001年第4期，第74页。

② 《香港：创业板开市一周年 投资者损失四分之一》，《中国证券报》（电子版）2000年11月2日，at <http://202.84.17.28/csnews/20001102/5521.htm>，August 26, 2002.

③ 《投资者利益保护机制研究》，载《中国证券业协会 2001 年科研课题研究报告：中国证券市场发展前沿问题研究（2001）》，中国金融出版社 2001 年版，第 85 页。

④ 有视股东权为物权者，有视股东权为债权者，有视股东权为社员权者，参见刘俊海著：《股份有限公司的股东权保护》，法律出版社 1997 年版，第 11-15 页。

⑤ 参见郑玉波著：《公司法》，三民书局 1980 年版，第 106-111 页；杨建华著：《商事法要论》，三民书局 1974 年版，第 94-95 页；张国键著：《商事法论》，三民书局 1980 年版，第 239-241 页；蔡荫恩著、梁宇贤修订：《商事法概要》，三民书局 1980 年版，第 97-99 页；刘清波著：《商事法》，台湾商务印书馆 1986 年版，第 94-95 页；刘俊海著：《股份有限公司的股东权保护》，法律出版社 1997 年版，第 20-24 页。

股东自己之利益抑或兼为公司利益为标准，将股东权分为自益权与共益权两者。前者其行使之目的是专为股东自己之利益。例如：股息红利分派请求权，建设股息请求权，剩余财产分派请求权，新股认受权，发行股票请求权，请求股票过户权利，股票改式请求权等均是。后者其行使之目的虽也为该股东自己之利益，但同时亦兼为公司之利益。例如：表决权，请求召集股东会之权利，请求判决股东会决议无效之权利，诉请裁判解任董事、监察人之权利，账簿查阅请求权，对董事等起诉之权利，请求解任清算人之权利，请求检查公司业务及财产状况之权利等均是也。^①

其次，中、小投资者享有证券法上的权利。具体说来，其权利包括：平等交易权、知情权、受救济权。所谓平等交易权，是指他们在市场交易中受到平等的对待，包括在一级市场上他们享有新股认购权，在二级市场上他们享有股票的自由转让权。并且不因投资者资金的多寡而予以区别对待，对于投资者均一视同仁。所谓知情权，是指证券市场中的投资者有获得真实信息的权利，据此他们可以做出购买或出售证券的判断与决定。所谓受救济权，则是指当他们的合法权益由于证券市场中的违法、违规行为而受到损害时，他们可以从法律上得到相应的救济，挽回已受到的不当损失。

由于所持股票比例的限制，使得中、小投资者在决策权、知情权、选举权的享有等方面属弱势群体，对公司的经营管理和证券市场的运行的影响要远远小于大投资者，因此，他们的利益也更容易受到损害。

2、二板市场领域中、小投资者风险范围的界定。

所谓中、小投资者风险，是指中、小投资者取得投资于证券市场的预期效益的不确定性。从上文有关风险的论述中我们可以看到，风险是多种多样的，按不同的标准有不同的分类（如系统性风险、非系统性风险；人为风险与自然风险；可防范风险与不可防范风险等）。我们在探讨风险的法律防范制度时，针对所有的风险的防范显然是不可能的，也非法律制度所能单独完成的。因此，有必要首先对本文中所要防范的风险的范围做一界定。笔者认为做这一界定时，以下几方面是必须首先注意的：

（1）必须将二板市场领域中、小投资者所面临的风险与主板市场领域中、小投资者所面临的风险区分开来。二者有些是相同的，在这部分风险中，由于主板市场中的防范手段在二板市场中同样适用，因此，除涉及制度创新外，本文不予详细论证。本文侧重于因二板市场及其上市公司的特点所引起的风险的论述。简言之，本文所探讨的风险主要是因二板市场及其上市公司特有的一些因素所引发的二板市场领域中、小投资者必须面临的那些风险。如因在二板市场上市的“门槛”低且其上市公司的无形

^① 郑玉波著，前引书，第107-108页。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库