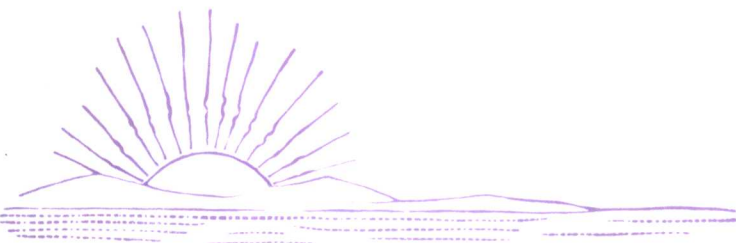


多层次资本市场发展的 理论与经验

Theory and Practice on
Multi-tier Capital Market

阙紫康 著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

中国农村市场化发展的 理论、经验与政策

Theory and Practice of
Marketization Reform

张其成

中国农村经济

“中小企业与多层次资本市场”丛书

丛书主编 张育军

多层次资本市场发展的理论与经验

阙紫康 著

上海交通大学出版社

内 容 提 要

多层次化已成为中国资本市场发展的一条重要线索。本书分为五章:资本市场多层次化发展一般理论研究;美国与日本的资本市场多层次化发展;中国金融结构调整与资本市场多层次化;中国资本市场多层次化发展实践;科技型中小企业。其内容着重选择为读者提供更多的经验事实资料,其中大多来源于2002~2004年来作者在深圳证券交易所博士后工作站的研究成果,且限定在五个相互独立的有关多层次资本市场发展的主题上。

本书理论与实践结合,可供证券研究者和投资者及金融工作人员参考,也可供高等院校相关专业师生阅读。

图书在版编目(CIP)数据

多层次资本市场发展的理论与经验 / 阙紫康著. —上海: 上海交通大学出版社, 2007

(中小企业与多层次资本市场丛书)

ISBN 978 - 7 - 313 - 04603 - 1

I. 多... II. 阙... III. 资本市场—研究
IV. F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第121956号

多层次资本市场发展 的理论与经验

阙紫康 著

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路877号 邮政编码 200030)

电话: 64071208 出版人: 韩建民

上海颀辉印刷厂印刷 全国新华书店经销

开本: 787mm×960mm 1/16 印张: 13.5 字数: 250千字

2007年1月第1版 2007年1月第1次印刷

ISBN 978 - 7 - 313 - 04603 - 1/F · 656 定价: 27.00元

版权所有 侵权必究

总 序

深圳证券交易所总经理 张育军 博士

我们身处在一个自主创新时代。实施自主创新战略,建设创新型国家已经成为这个时代的最强音!我国“十一五”时期已经将自主创新作为经济社会发展新的着力点,增强中小企业自主创新能力成为资本市场服务于自主创新国家战略的关键。所以,研究中小企业成长和创新的规律,认识中小企业融资需求的内在特性,探讨多层次资本市场服务于企业自主创新国家战略的建设路径,成为这一时代迫切需要解决的重大课题。“中小企业与多层次资本市场”丛书的作者们对上述问题进行了有益探索,取得了有一定价值的研究成果,作为丛书主编,我向他们表示祝贺,同时也想借此机会表达自己对中小企业与多层次资本市场体系建设的一些看法。

一、大力发展中小企业是全面建设小康社会及构建和谐社会的必由之路

大力发展中小企业是我国社会经济结构变迁和协调发展的必然结果。改革开放以来,随着我国经济从计划经济到商品经济、市场经济的变革,中小企业的发展大体上经历了一个萌芽、整合、改革和蓬勃发展的过程,中小企业的发展与经济的增长和社会的进步相互交融。针对我国社会主义初级阶段现状,党的十六大提出了全面建设小康社会的战略目标,三中全会又做出了完善社会主义市场经济体制若干问题的决定。在这种大的历史格局下,大力发展中小企业已经成为历史发展的必然要求。因为,缩小城乡差距、地区差异,实现共同富裕,开创协调发展的新局面,需要加大中小企业在国民经济中的比重;鼓励非公有制经济,保护私有财产,促进多种所有制共同发展,中小企业是最有效的实现形式和载体;增强经济活力,扩大内需,促进经济增长方式转变和经济结构调整,确保经济可持续发展的重担已经历史地落在中小企业身上。

大力发展中小企业是解决当前经济发展中各种突出问题的最有效的突破口。解决就业、“三农问题”,推进产业结构调整,加快城乡一体化和工业化进程,推动科技向生产力转化,统筹城乡经济发展等一系列问题,都将在大力发展中小企业中得到有效缓解或逐步解决。

大力发展中小企业是把储蓄转化为直接投资的最有效、最稳妥的方式之一。到目前为止,我国有接近 16 万亿元的庞大居民储蓄,而中小企业作为我国经济中最有活力的部分,对资金有着巨大的需求。大力发展中小企业正是促进储蓄转化为投资、化解潜在金融风险的最有效途径之一。

大力发展中小企业是实施自主创新战略的关键所在。建立国家创新体系,走创新型国家之路,企业自主创新能力是关键。目前,世界上许多国家均十分重视中小企业特别是科技型中小企业,视它们为自主创新的主要载体。在美国,70%以上的专利是由中小企业创造的,中小企业平均的创新能力是大企业的两倍以上。在我国,中小企业提供了全国约 66%的专利发明、74%以上的技术创新、82%以上的新产品开发,已经成为自主创新的主要力量和源泉。

二、实践自主创新战略,需要充分发挥资本市场的功能

一般而言,创新型企业具有两个特点:不确定性和信息不对称。这种特点与银行的集中资金管理模式和审慎经营原则不相符合,使得它们难以获得银行的贷款支持。科技开发周期较长、投资较大、风险较大,财政巨额投入又使政府难以承受。而创业投资与新型资本市场独特的资本性融资,既可以满足中小企业直接融资需求,又可以达到风险共担、收益共享的目标。这一点,已经被世界各国创业投资的实践和新型资本市场的发展所证实。这几年,美国纳斯达克市场、英国 AIM 市场、韩国科斯达克市场以及日本几个新市场相继走出困境,成为全球支持中小企业融资的重要平台。

从发达国家经济发展的历史来看,几乎每一次大规模的技术创新都是依托资本市场发展起来的。从 19 世纪初钢铁和化工行业的兴起,到 20 世纪末计算机、生物工程成为经济的龙头,起飞过程中的每一个阶段都与资本市场密切相关。美国资本市场对带动美国高科技产业发展和引导经济转型发挥了积极作用。这种作用主要体现在:一是资本市场与风险投资相互联动的市场化选拔机制,为高科技产业的创新和发展提供了源源不断的动力;二是资本市场通过股权激励机制,充分调动了科技人员的积极性,大大缩短了科学技术与产业的距离;三是资本市场为创新企业提供了资金和各种社会资源,使其迅速形成竞争优势。这种以硅谷和华尔街为代表,以科技产业、风险投资和资本市场相互联动的一整套发现、筛选和扶持机制,不断发现并推动了新的科技和新的经济增长点,成为科技创新和高科技产业蓬勃发展的动力机制。

强大的资本市场是推动高新技术产业创新和发展的源动力,大力发展资本市场是提高企业自主创新能力的基础和保障,完善、高效的资本市场是促进创业投资发展最有效的手段和工具。胡锦涛总书记特别指出:“要抓紧制定切实有效的

改革举措、激励政策和法律法规,完善鼓励自主创新的金融财税政策,改善对高新技术企业特别是科技型中小企业的信贷服务和融资环境,加快发展创业风险投资,积极为企业技术创新服务,为不同类型、不同所有制企业提供公平的竞争环境。”

为了促进科技型中小企业发展,国家有关部门和地方政府先后出台了一系列金融扶持政策与公共政策,包括创新基金、创业投资、信用担保、银行贷款、财政补贴、税收优惠等。但这些政策如果没有资本市场强有力的配合,就难以达到预期的效果。在资本、技术、人才三大要素市场中,资本市场处于关键和统率地位,是调动、配置和配合其他要素的桥梁和纽带。在实施自主创新战略中,需要更大程度地发挥资本市场的功能和作用:

第一,资本市场有独特的引导、示范和带动作用。通过资本市场功能的发挥,能够真正带动、牵引整个科技投融资体制改革和科技创新激励机制的实现,并取得实质性突破。

第二,资本市场是推动创业投资发展最有效的手段和工具。创业投资整个行业的兴起必须首先解决退出问题,而只有借助资本市场才能建立起市场化的退出渠道,并促使创业投资不断循环增值。深圳市创新投资集团有限公司在 2000 年前后投资的 13 家企业中,投资成功的、失败的、处于维持阶段的企业各占三分之一,但只要其中有一家公司上市,公司投资总体上就能实现盈利。

第三,资本市场是科技型中小企业做优做强的必由之路。资本市场可以向科技型中小企业提供充足的资本支持,推动科技型中小企业强化规范运作和基础管理,促进科技型中小企业通过购并等方式迅速成长壮大,加快科技成果的转化与产业化。

三、现代资本市场还远远不能适应自主创新和中小企业发展的需要

近几年来,我国资本市场进行了一系列改革创新,为高新技术产业的发展和科技成果的产业化提供了支持。2004 年 5 月,中小企业板设立,为科技含量高、创新能力强、主业突出的中小企业拓展了直接融资渠道。目前,中小板有 50 家上市公司。这些公司中,拥有自主专利技术的接近 90%,部分被列为国家火炬计划重点高新技术企业和国家科技部认定的全国重点高新技术企业;有 15 家具有创业投资背景,占比达 30%。今年 1 月,中关村科技园区未上市高新技术企业进入代办股份转让系统试点工作正式启动,首批两家企业——世纪瑞尔和中科软科技进入系统,为探索科技型未上市企业股份转让,鼓励风险投资进入科技公司迈出了实质性一步。

但是,应该看到,我国资本市场不够强大,发展速度落后于国民经济增长的步

伐,甚至出现了较明显的边缘化趋势,远远不能满足自主创新战略的实施和高新技术发展的需求。

1. 直接融资比例持续下降,海外上市蔚然成风

从海外成熟市场的数据来看,发达国家的社会总融资额中,直接融资比例通常在60%左右,而我国资本市场这一比例一直偏低。2004年全年国内非金融机构贷款、股票、国债和企业债融资的比为82.9%:5.2%:10.8%:1.1%;2005年数据为78.1%:6.0%:9.5%:6.4%。值得注意的是,在1884亿元股票市场筹资金额中,境内A股筹资仅为339亿元,占社会总筹资金额的比例为1%;H股发行筹资为189亿美元,折合人民币1545亿元,是A股筹资金额的4.56倍。大量优质企业赴海外上市,导致海外上市规模已经大大超过了国内市场。

2. 资本市场宏观发展环境仍待改善

目前资本市场固有的资源配置功能和价格发现功能没有得到充分发挥,投资者信心受到较大影响。究其原因,主要在于制度设计、运行模式等都没有充分发挥市场的功能,仍然沿用了计划经济的思维方式来办市场,对市场尊重不够,导致市场功能的缺失。同时,对各种违法违规行为的打击手段不足,力度不够,没有建立起一个良好的法制氛围。

3. 资本市场缺乏自主创新的激励机制和约束机制

资本市场现有的制度安排远不适应科技型中小企业的发展需要,科技创新企业不能及时、有效地运用资本市场功能,大大阻碍了中小企业的技术进步,从而导致大量的中小企业长期处于高新技术产业的产业链价值低端。这突出表现为我国科技型中小企业普遍存在的“上市难”、“融资难”问题:

(1) 现行融资制度不便于科技型中小企业进入资本市场。企业上市周期长、成本高、程序复杂。IPO一般需要3年多的时间,期间还充满了许多不确定因素。而且,企业上市后再融资必须间隔1年,再融资的发行审核基本等同于IPO,同样无法满足科技型中小企业实施技术更新、产品升级换代对资金的急切需求。

(2) 现行发审标准不利于创新型企业进入资本市场。现行发审标准强调企业过去的经营业绩和盈利能力等硬性指标,并不注重企业的研究开发能力、科技含量和成长潜力等软性指标,较适用于成熟型企业,不适用于初创型企业。按照这一标准,当年的新浪和现在的百度都无法满足发行上市条件。

(3) 中小企业板规模有限,资本市场层次单一。中小企业板设立将近2年时间,上市公司家数仅有50家,融资额仅120亿元(仅相当于宝钢一次增发的融资

额),与我国 13 万家科技型中小企业总规模不相称,也与近年来海外上市的科技型中小企业数量不相称。中小企业板发展速度和市场规模非常有限,根本无法满足中小企业的融资需求。特别是时至今日中小企业板仍然是主板市场的一部分,基本拷贝了主板模式,离真正意义上的服务于高新技术产业发展的创业板市场还相去甚远。

我国资本市场存在严重的制度性缺陷,影响了企业自主创新能力的提高,成为我国科技与资本结合的最大瓶颈:

一方面,众多具有自主创新能力的科技型中小企业无法进入资本市场。根据科技部和深交所最近对全国高新园区 5 万多家重点企业近三年的数据进行统计,有 2197 家科技型中小企业主要财务指标基本符合上市条件,平均净利润 3 773 万元,平均净资产收益率 24.9%,与中小企业板公司持平。在国内资本市场无法满足需要的情况下,海外上市在一定程度上满足了我国科技型中小企业的融资需求,比如三大门户网站新浪、搜狐和网易以及百度,如果不能在纳斯达克上市,就不可能持续经营下去。但海外上市对企业发展并不一定是最佳选择,发行价格低、募集资金量少、交投冷清,有的甚至失去再融资能力。大量优秀企业被迫到海外上市,充分反映了国内资本市场的制度缺陷。

另一方面,资本市场缺少创业投资退出的制度安排,导致我国本土创投总体上处于相对萎缩状态,创投的规模、投资额、投资项目与目标均不能满足科技企业发展的需要。自 2002 年以来,我国创业投资的发展开始减缓,2003、2004 年连续两年呈现投资总额绝对量下降趋势,真正有活跃记录的本土创投仅包括鼎晖投资、上海联创、联想投资、山东高新投等数十家机构。据清科创业投资研究中心统计,2004 年 12.69 亿美元的创投投资中,仅有不到 20% 的投资来自本土创投。而且创业投资主要投向处于相对成熟产业中小企业的中后期,对种子期科技企业的支持力度不足。

四、加快以中小企业板为核心的多层次资本市场建设

日前发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006~2020 年)》要求“积极推进创业板市场建设,建立加速科技产业化的多层次资本市场体系。鼓励有条件的高科技企业在国内主板和中小企业板上市”。国务院关于《实施〈国家中长期科学和技术发展规划纲要〉的若干配套政策》明确提出:“建立支持自主创新的多层次资本市场。支持有条件的高新技术企业在国内主板和中小企业板上市。大力推进中小企业板制度创新,缩短公开上市辅导期,简化核准程序,加快科技型中小企业上市进程。适时推出创业板”。大力发展多层次资本市场,服务创新型国家建设,可以从以下几个方面着手:

1. 给予必要的政策支持,大力推进中小企业板建设

依托中小企业板来解决科技型企业的上市融资问题是当前现实而有效的选择。尽快在中小企业板进行“新老划断”,探索全流通条件下的新股发行机制。同时,加快中小企业板基础性制度建设和创新的步伐。根据新《公司法》和《证券法》,在总结科技型中小企业发展规律和特点的基础上,制定不同于传统企业的发行审核标准,重点关注科技型中小企业的研究开发能力、科技含量、获利能力和成长潜力。充分发挥保荐机构和证券交易所有的作用,逐步提高发行审核的市场化程度。抓紧建立适应中小企业板上市公司“优胜劣汰”的退市机制,推进全流通机制下的交易与监管制度创新,构筑中小企业板的强大生命力。

2. 改革融资制度,提高审核效率

设立面向具有自主创新能力的科技型中小企业发行上市的“绿色通道”。在现有法律法规框架下,对具有较强的自主创新能力、较好的盈利能力和成长性,并符合发行上市条件的科技型中小企业,建立高效快捷的融资机制,尽可能简化审核程序,提供更快捷的融资便利。对于已经上市的优质科技型中小企业,再融资审核实行备案制。鼓励金融产品创新,为优质科技型中小企业提供包括企业债券、可转换债券、权证在内的多种融资方式,支持优质科技型中小企业利用资本市场加快发展、做优做强。

3. 完善代办股份转让系统

《配套政策》要求“启动中关村科技园区未上市高新技术企业进入证券公司代办系统进行股份转让试点工作。在总结试点经验的基础上,逐步允许具备条件的国家高新技术产业开发区内未上市高新技术企业进入代办系统进行股份转让”。当前,应理顺股份转让系统的组织架构和职责分工,在此基础上,将其逐步覆盖到具备条件的其他国家高新技术产业开发区内的未上市高新技术企业,拓展代办股份转让系统服务于科技型企业的功能,同时研究将产权交易中心纳入多层次资本市场体系。

4. 适时推进创业板市场建设

随着《公司法》和《证券法》的修改以及股权分置改革的深入,推出创业板的条件和时机逐渐成熟。在做大做强中小企业板的前提下,根据不同类型、不同成长阶段的科技型、创新型企业的不同特点和风险特性,结合新《公司法》和《证券法》制定相应的发行上市条件,早日进行创业板试点,构建以中小企业板为核心的创

业板市场体系,满足不同类型、不同成长阶段科技企业多样化的融资需求。

5. 改革创新,提高资本市场整体功能

配合新的《公司法》和《证券法》的实施以及股权分置改革的顺利推进,推进资本市场的改革创新,着手解决长期困扰资本市场的制度性问题。深化监管体制改革,进一步促进融资方式向市场化方向迈进;完善公司治理,加强信息披露,增进投资者信心;鼓励上市公司整体上市,解决大股东占用、关联交易、掏空上市公司的行为;鼓励上市公司利用资本市场兼并重组,做优做强资本市场。

6. 建立风险投资和资本市场的联动机制

贯彻落实《上市公司股权激励规范意见》,抓紧制订《创业投资企业管理暂行办法》的相关配套措施,明确对有创业投资介入的科技型中小企业在发行审核过程中予以适当便利,鼓励风险投资机构加大对科技型中小企业的投入,建立风险投资和资本市场的联动机制。

最后,我想说的是,深圳证券交易所历来十分重视中小企业和多层次资本市场的研究。2000年以来,深交所博士后工作站每年都有中小企业方面的研究选题。本次出版的“中小企业与多层次资本市场”丛书,正是作者们在博士后工作站期间的研究成果,算是他们对过去工作的阶段性总结,也是继续迈向未来的一个新的起点。当然,中小企业和多层次资本市场的实践是一全新的课题,在探索过程中,自然有很多不成熟或纰漏的地方,希望广大热心的同仁朋友们多多提出宝贵意见,也希望丛书作者们能够继续深入研究,为自主创新国家战略目标的实现作出应有的贡献。

丛书付梓之日,赘言志之。是为序。

张育军

2006年8月31日于深圳

前言

多层次化已成为中国资本市场发展的一条重要线索。多层次化展开以制度创新、产品创新和市场创新来实现,相关工作几乎涵盖了资本市场发展的所有主题。

面对丰富的实践内容,全面讨论中国资本市场多层次化发展是不现实的。有鉴于此,本书的写作必须有所取舍。作为取舍的结果,本书在写作上有了两个特点:①在内容选择上,本书限定在五个相互独立的有关多层次资本市场发展的主题上。书中内容大多来源于研究者在深圳证券交易所博士后工作站的研究成果。这种写作方式使本书更像是一部论文集,而非一部体系完整的专著;②在研究方法上,研究者放弃了一个理论工作者通常所具有的构建内在逻辑一致性理论框架的冲动,而选择了为读者提供更多的经验事实资料。新制度经济学奠基人科斯在评述凡勃伦、康芒斯、米契尔等人发展的制度经济学时说道:“美国的制度主义是一个沉闷的话题,是反理论性的。它除了一堆需要理论来整理不然就只能一把火烧掉的描述性材料之外,没有任何东西留传下来。”以科斯的标准来衡量,本书前景堪忧。但是,面对一个发展中大国“新兴+转轨”的证券市场及其多层次化发展的丰富实践,谦虚是一种可取的态度:研究者不奢望这本书能留传下去,也不打算为中国资本市场多层次化发展描绘蓝图,仅仅希望本书在观点、经验事实资料两个方面能够为其他研究者提供进一步研究的参考。

根据限定的五个主题,本书在内容结构上安排为五章。

在第一章里,研究者从界定“多层次资本市场体系”概念内涵和外延出发,重点分析了资本市场多层次化展开的理论路径、资本市场多层次化发展的创新供给条件和需求条件。

在第二章里,研究者介绍了美国、日本这两个资本市场多层次化发展较有代表性的案例,一来作为经验借鉴,二来为理解“多层次资本市场体系”这一无法完全从分析金融学定义的概念提供一些感性材料。目前,中国资本市场发展水平与美国资本市场发展水平不可同日而语,但从决定资本市场发展的实体经济层面的基本因素看,中国也许是全球范围内唯一一个可以发展出类似于美国那样的体系庞大的资本市场的国家。

在第三章里,研究者将目光投向了中国的金融结构调整这个大的背景,并希望在这个更大的空间里审视中国资本市场多层次化发展的地位。就中国金融结构

调整的方向而言,资本市场发展无疑是一个重要方向,而多层次化正是资本市场自身实现发展的重要基础。

在第四章里,研究者回顾了中国资本市场多层次化发展的早期实践,已有实践经验表明中国资本市场多层次化发展具有旺盛的需求。目前,资本市场多层次化发展已纳入“自上而下”的强制性制度创新的轨道,如何在一个“自下而上”的诱致性制度变迁轨道里引导市场自发的创新需求仍然是一个需要深入思考的问题。

在第五章里,研究者在资本市场多层次化发展可依托的企业资源条件这个层面上回答了各界多年关注的一个问题:中国是否有足够多的科技含量较高的企业来支持创业板或其他层次市场的发展。此外,在这一章里我们较深入地讨论了科技型中小企业进入资本市场涉及到 IPO 定价机制设计这一问题。

阙紫康

2006 年 10 月

目 录

第一章 资本市场多层次化发展一般理论研究	1
第一节 “多层次资本市场体系”:内涵、外延	1
一、“多层次资本市场体系”概念的提出	1
二、概念使用中的语义分歧	3
三、结构优化视角下的资本市场多层次化发展	4
四、“多层次资本市场体系”主要内容是“多层次股票市场体系”	6
五、以市场分层维度确认来定义“多层次化”	8
第二节 可操作的资本市场分层维度	10
一、基本分层维度Ⅰ:股票亚群体属性	11
二、基本分层维度Ⅱ:地理空间	14
三、基本分层维度Ⅲ:交易方式	18
四、三个维度的交叉及资本市场多层化发展的弹性空间	25
第三节 多层次化发展的动因及条件	25
一、资本市场多层次化发展的动因	26
二、资本市场多层次化发展的供给条件	27
第二章 美国与日本的资本市场多层次化发展	30
第一节 多层次化发展的典型代表:美国资本市场	30
一、美国资本市场多层次化发展概况	30
二、资本市场多层次化发展的法律框架	32
三、发行上市制度	36
四、美国各层次市场交易制度	44
五、信息披露制度	49
六、美国主要股票市场概况	53
第二节 多层次发展的后起之秀:日本资本市场	67
一、以服务中小企业为导向的资本市场多层次化发展	67
二、东京证券交易所的内部市场分层	68
三、JASDAQ 的崛起	74

四、证券交易所创办新市场的热潮	76
第三章 中国金融结构调整与资本市场多层次化	77
第一节 中国金融结构的特点及合理性判断	77
一、中国金融结构特点	77
二、金融结构合理性判断	86
第二节 中国金融结构调整:帕累托改进的空间	96
一、金融结构帕累托改进式调整及前提条件	96
二、中国金融结构调整具备帕累托改进的空间	97
第三节 金融结构调整需求驱动因素的确认调整路径选择	102
一、一般分析:驱动金融结构变动的三种需求因素	102
二、前 20 年主导中国金融发展的需求因素:储蓄投资转化需求	103
三、驱动金融结构变化新需求因素的出现	104
四、中国金融结构调整路径选择	105
第四章 中国资本市场多层次化发展实践	109
第一节 早期实践	109
一、交易所成立前的沪深两地柜台交易市场	109
二、STAQ.NET 的产生及演变	112
三、产权交易所:另类的多层次化尝试	114
四、区域性证券交易中心	117
五、定向募集公司股票市场	119
第二节 两个重要市场的尝试	121
一、2000 年建设创业板市场的尝试	121
二、委托代办股份转让系统的运行	132
第五章 科技型中小企业	138
第一节 科技与资本共同发展的互动机制	138
一、中小企业价值再认识与资本市场的反应	138
二、“自主创新”与我国的科技型中小企业群体	142
第二节 科技型中小企业上市资源储备条件分析	148
一、数据情况说明及分析框架	148
二、2 197 家“重点后备企业”分析结果	151
三、1 818 家“非重点后备企业”分析结果	164

四、科技型中小企业上市资源储备条件基本结论	169
第三节 科技型中小企业 IPO 定价机制	169
一、“高科技企业估值难”与我国科技型中小企业估值问题的特殊性 ...	169
二、我国股票发行询价制的出台及运行	173
三、询价制对科技型中小企业的适用性及完善路径	184
四、进一步讨论：抑价率是评价 IPO 定价机制效率的合适标准吗	187
参考文献	194
后记	198

第一章

资本市场多层次化发展一般理论研究

多层次化是各国资本市场发展的一条重要主线,但“多层次化”并没有成为一个独立的理论研究对象。为此,在理论上研究资本市场多层次化发展归纳方法比分析方法有更多的用武之地;以各国资本市场多层次化发展所提供的丰富素材为背景,从中找到资本市场多层次化发展的共性是理论研究的主要任务。

第一节 “多层次资本市场体系”:内涵、外延

本节以对“多层次资本市场体系”概念的定义作为出发点,概念界定希望达到两个目的:①为我们的研究确定一个明确的研究对象;②为提高多层次资本市场体系本身的认识贡献一家之言。

一、“多层次资本市场体系”概念的提出

(一) 国外研究

在成熟市场经济国家,多层次化贯穿资本市场发展历史,是资本市场结构优化的一条重要主线。时至今日,以美国为代表的成熟市场经济国家大多建立起了较完备的多层次资本市场体系,并且在这条主线上还在不断完善其资本市场结构。

一个有趣的现象是,成熟市场经济国家资本市场多层次化发展的丰富经验没有催生出一套对应的多层次资本市场理论:西方学者并没有直接将“多层次资本市场体系”作为一个独立的研究对象,以至于我们在浩如烟海的现代金融研究文献中竟然找不到一个可以完全与“多层次资本市场体系”匹配的概念。即使是在由戈德史密斯开创、对各类金融结构现象给予了广泛关注的金融结构研究相关文献中也没有涉及到这个问题。西方学者所使用的“证券市场结构”(Securities Market Structure)概念包含了“多层次资本市场体系”的大部分内容,但它们毕竟是两个在内涵和外延上不同的概念,况且他们所研究的结构问题的侧重点并不在“多层次”上。