

B 资本市场蓝皮书[®]

BLUE BOOK OF CAPITAL MARKET

中国场外交易市场 发展报告 (2013~2014)

ANNUAL REPORT ON CHINA'S OTC MARKET
DEVELOPMENT (2013-2014)

主 编 / 高 岱

副主编 / 韩家清



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

2014
版

014058145

F832.51
261
2013-2014

资本市场蓝皮书

BLUE BOOK OF
CAPITAL MARKET



中国场外交易市场发展报告 (2013~2014)

ANNUAL REPORT ON CHINA'S OTC MARKET DEVELOPMENT
(2013-2014)



北航

C1745567



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

F 832.51

261

2013-2014

图书在版编目(CIP)数据

中国场外交易市场发展报告. 2013 ~ 2014/高彦主编. —北京:
社会科学文献出版社, 2014. 8
(资本市场蓝皮书)
ISBN 978 - 7 - 5097 - 6369 - 8

I. ①中… II. ①高… III. ①证券交易 - 资本市场 - 研究报告 -
中国 - 2013 ~ 2014 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 186904 号

资本市场蓝皮书

中国场外交易市场发展报告 (2013 ~ 2014)

主 编 / 高 彦
副 主 编 / 韩家清

出 版 人 / 谢寿光
出 版 者 / 社会科学文献出版社
地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦
邮政编码 / 100029

责任部门 / 经济与管理出版中心 (010) 59367226 责任编辑 / 王玉山 冯咏梅
电子信箱 / caijingbu@ssap.cn 责任校对 / 王海荣
项目统筹 / 周 丽 王玉山 责任印制 / 岳 阳
经 销 / 社会科学文献出版社市场营销中心 (010) 59367081 59367089
读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司
开 本 / 787mm × 1092mm 1/16
版 次 / 2014 年 8 月第 1 版
印 次 / 2014 年 8 月第 1 次印刷
书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 6369 - 8
定 价 / 79.00 元

印 张 / 20.5
字 数 / 329 千字

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

▲ 版权所有 翻印必究

资本市场蓝皮书编委会

学术顾问 (按姓氏音序排列)

曹凤岐 陈宗胜 杜 强 高铁生 李 力
刘纪鹏 祁 斌 吴晓求 张承惠 周道炯
周立群 周清利 周正庆

主 编 高 忞

副 主 编 韩家清

编 委 (按姓氏音序排列)

曹 红 陈勇征 邓向荣 董瑞华 高 忞
高晓燕 韩家清 惠建军 姜雪冰 刘文强
罗红梅 王作云 吴玉新 姚 莉 杨东峰
张冬冬 郑意长

主要编撰者简介

高 峦 男，毕业于天津财经大学国际经济贸易系，经济专业研究生学历，高级经济师，高级产权经济师。1990年至1991年在英国伦敦大学伦敦政治经济学院做访问学者，学习西方经济学。历任天津市经济体制改革研究所所长，北方产权交易共同市场理事长等职。现任天津产权交易中心党委书记、主任，中国企业国有产权交易机构协会副会长，中国产权交易行业专业期刊《产权导刊》主编，天津股权交易所董事长。编著《资产证券化研究》、《中国场外交易市场发展报告》，并在多种期刊发表关于产权、金融、资本市场等方面的论文30余篇。

韩家清 男，毕业于华东师范大学研究生院，曾任万通实业集团有限公司副总裁、总经理、董事长等职。2008年至今，任天津股权交易所副总裁，参与《中国场外交易市场发展报告》的编撰工作。

摘 要

目前,我国正在建设多层次资本市场,场外交易市场作为多层次资本市场的基础板块受到格外的重视,无论是政府还是市场都将场外交易市场作为中国资本市场体系完善的重要方面。党的十八届三中全会明确提出建立多层次的资本市场体系,鼓励金融创新,丰富金融市场产品,为行业发展指明了方向。加快建设和发展我国场外交易市场,是拓宽中小微型企业、农业产业化龙头企业融资渠道,促进县域经济发展,推进新型城镇化建设的重要举措,也是我国今后一段时期金融改革与发展的一项重要任务。为此,继《中国场外交易市场发展报告(2009~2010)》、《中国场外交易市场发展报告(2010~2011)》、《中国场外交易市场发展报告(2011~2012)》和《中国场外交易市场发展报告(2012~2013)》出版之后,我们今年又以多层次资本市场建设与县域经济发展为主题,以场外交易市场发展过程中的热点、焦点、难点问题为重点内容,编撰了《中国场外交易市场发展报告(2013~2014)》,以期为更好发挥场外交易市场作用,促进县域经济发展提供有益的理论指导。

本书的主要内容由总报告、综合篇、理论创新篇、专题研究篇和大事记五部分构成。

总报告对中国场外交易市场2013年的发展进行了系统回顾和分析,讨论了目前中国场外交易市场的层次架构、功能定位,通过对市场发展脉络的梳理,分析了中国场外交易市场发展的动态、面临的机遇与挑战。

第二部分综合篇由四篇文章组成。第一篇文章《多层次资本市场对县域经济发展的作用机理研究》认为多层次资本市场和县域经济二者是互动的关系:资本市场为县域经济发展提供资金,促进资源有效配置;县域经济发展为资本市场提供优质上市企业和投资项目。特别是,场外交易市场将在我国县域经济发展、新型城镇化建设中发挥不可替代的作用。第二篇文章《我国资本



市场对城镇化发展的支持路径探索》介绍了我国城镇化的发展阶段、主要成就和三种典型模式。从城市基础设施建设、中小企业、“三农”、产业结构调整等城镇化发展几个方面，具体分析了资本市场对城镇化的推动作用，从基础环境、资本市场自身因素等角度分析了资本市场在支持城镇化发展中的问题并提出了可行性建议。第三篇文章《资本市场对产业结构升级的影响效应研究》在理论分析资本市场促进产业结构升级的作用机制基础上，以1991~2011年我国资本市场融资率与产业结构升级率的数据为样本，通过回归分析和误差修正分析，研究了我国资本市场对产业结构升级的推动作用。通过总量和结构分析发现，我国资本市场发展对产业结构升级具有长期的推动作用，而且各个子市场中债券市场的推动作用是最强的，股票市场次之，中长期贷款市场的作用最小。文章结合理论分析和实证检验结果，提出了制定符合本国禀赋的产业调整与发展政策，大力发展多层次、多元化资本市场，完善资本市场体系等具体政策建议。第四篇文章《场外交易市场交易所竞争力研究》从对国外主要场外市场交易所梳理介绍以及中国场外交易市场自20世纪90年代起的起落回顾切入，总结和提炼了决定场外市场交易所竞争力的或然性和必然性两方面要素，文章同时指出，或然性要素对场外交易市场的竞争力有重要影响，而真正决定场外交易市场竞争力的，则在于包括市场化、共性与个性相结合、目标客户、特色风控体系和中小企业孵化培育功能五方面因素在内的一系列必然性要素。文章最后分析了当前我国场外交易市场交易所竞争发展现状与突出问题，并提出了相应政策建议。

第三部分理论创新篇由两篇文章组成，分别是《场外交易市场信息结构与监管模式研究》和《场外交易市场流动性管理制度绩效评估》。《场外交易市场信息结构与监管模式研究》认为，在未来我国场外交易市场的监管中，应建立多主体共同参与的监管模式，并根据不同监管主体所占有的信息资源进行职能分工，即：监管机构以间接监管、事后监管为主，自律机构以直接监管、事中监管为主，而市场核心参与主体则以事前督导为主。《场外交易市场流动性管理制度绩效评估》对国内两个典型场外交易市场和台湾兴柜市场流动性做对比分析，表明做市商制度下市场流动性更好；评估兴柜流动性管理制度改革的有效性，发现对做市商行为的规范改革对流动性有更大影响；文章还

基于 GARCH 模型对台湾兴柜市场的流动性风险进行了动态特征研究。

第四部分，专题研究篇由围绕本书主题进行深度研究的系列专题文章组成。它们分别是：《完善新型城镇化建设的融资模式探析》、《有效推进非上市公司股权质押融资业务——基于场外交易市场建设的思考》、《中小企业私募债券的融资特点、风险与监管措施——基于两类债券市场的比较》、《关于私募股权投资基金推动我国中小企业发展的若干问题思考》、《完善多层次资本市场 化解中小企业融资难题》、《微型金融对小微企业的支持力度比较研究》、《资本市场对科技型中小企业发展的贡献度分析——来自中国资本市场的经验数据》、《场外交易市场中小企业公司治理现状及改进措施探究》和《场外市场企业股改中净资产折股涉税问题研究——基于上市企业及天交所挂牌企业案例的思考》。以上专题文章主要从城镇化的融资模式、场外交易市场的融资创新、资本市场对小微企业和科技型中小企业的影响效应等方面进行了深入分析，并提出了具体政策建议。

中国皮书网

www.pishu.cn

发布皮书研创资讯，传播皮书精彩内容
引领皮书出版潮流，打造皮书服务平台

栏目设置：

- ☐ 资讯：皮书动态、皮书观点、皮书数据、皮书报道、皮书新书发布会、电子期刊
- ☐ 标准：皮书评价、皮书研究、皮书规范、皮书专家、编撰团队
- ☐ 服务：最新皮书、皮书书目、重点推荐、在线购书
- ☐ 链接：皮书数据库、皮书博客、皮书微博、出版社首页、在线书城
- ☐ 搜索：资讯、图书、研究动态
- ☐ 互动：皮书论坛

中国皮书网依托皮书系列“权威、前沿、原创”的优质内容资源，通过文字、图片、音频、视频等多种元素，在皮书研创者、使用者之间搭建了一个成果展示、资源共享的互动平台。

自2005年12月正式上线以来，中国皮书网的IP访问量、PV浏览量与日俱增，受到海内外研究者、公务人员、商务人士以及专业读者的广泛关注。

2008年、2011年中国皮书网在全国新闻出版业网站荣誉评选中获得“最具商业价值网站”称号。

2012年，中国皮书网在全国新闻出版业网站系列荣誉评选中获得“出版业网站百强”称号。



权威报告 热点资讯 海量资源



当代中国与世界发展的高端智库平台

皮书数据库 www.pishu.com.cn

皮书数据库是专业的人文社会科学综合学术资源总库，以大型连续性图书——皮书系列为基础，整合国内外相关资讯构建而成。该数据库包含七大子库，涵盖两百多个主题，囊括了近十几年间中国与世界经济社会发展报告，覆盖经济、社会、政治、文化、教育、国际问题等多个领域。

皮书数据库以篇章为基本单位，方便用户对皮书内容的阅读需求。用户可进行全文检索，也可对文献题目、内容提要、作者名称、作者单位、关键字等基本信息进行检索，还可对检索到的篇章再作二次筛选，进行在线阅读或下载阅读。智能多维度导航，可使用户根据自己熟知的分类标准进行分类导航筛选，使查找和检索更高效、便捷。

权威的研究报告、独特的调研数据、前沿的热点资讯，皮书数据库已发展成为国内最具影响力的关于中国与世界现实问题研究的成果库和资讯库。

皮书俱乐部会员服务指南

1. 谁能成为皮书俱乐部成员？

- 皮书作者自动成为俱乐部会员
- 购买了皮书产品（纸质皮书、电子书）

的个人用户

2. 会员可以享受的增值服务

- 加入皮书俱乐部，免费获赠该纸质图书的电子书
- 免费获赠皮书数据库100元充值卡
- 免费定期获赠皮书电子期刊
- 优先参与各类皮书学术活动
- 优先享受皮书产品的最新优惠

社会科学文献出版社 皮书系列

卡号：4304471672445116

密码：

3. 如何享受增值服务？

（1）加入皮书俱乐部，获赠该书的电子书

第1步 登录我社官网（www.ssap.com.cn），注册账号；

第2步 登录并进入“会员中心”——“皮书俱乐部”，提交加入皮书俱乐部申请；

第3步 审核通过后，自动进入俱乐部服务环节，填写相关购书信息即可自动兑换相应电子书。

（2）免费获赠皮书数据库100元充值卡

100元充值卡只能在皮书数据库中充值和使用

第1步 刮开附赠增值的涂层（左下）；

第2步 登录皮书数据库网站（www.pishu.com.cn），注册账号；

第3步 登录并进入“会员中心”——“在线充值”——“充值卡充值”，充值成功后即可使用。

4. 声明

解释权归社会科学文献出版社所有

皮书俱乐部会员可享受社会科学文献出版社其他相关免费增值服务，有任何疑问，均可与我们联系

联系电话：010-59367227 企业QQ：800045692 邮箱：pishuclub@ssap.cn

欢迎登录社会科学文献出版社官网（www.ssap.com.cn）和中国皮书网（www.pishu.cn）了解更多信息

“皮书”起源于十七、十八世纪的英国，主要指官方或社会组织正式发表的重要文件或报告，多以“白皮书”命名。在中国，“皮书”这一概念被社会广泛接受，并被成功运作、发展成为一种全新的出版形态，则源于中国社会科学院社会科学文献出版社。

皮书是对中国与世界发展状况和热点问题进行年度监测，以专业的角度、专家的视野和实证研究方法，针对某一领域或区域现状与发展态势展开分析和预测，具备权威性、前沿性、原创性、实证性、时效性等特点的连续性公开出版物，由一系列权威研究报告组成。皮书系列是社会科学文献出版社编辑出版的蓝皮书、绿皮书、黄皮书等的统称。

皮书系列的作者以中国社会科学院、著名高校、地方社会科学院的研究人员为主，多为国内一流研究机构的权威专家学者，他们的看法和观点代表了学界对中国与世界的现实和未来最高水平的解读与分析。

自 20 世纪 90 年代末推出以《经济蓝皮书》为开端的皮书系列以来，社会科学文献出版社至今已累计出版皮书千余部，内容涵盖经济、社会、政法、文化传媒、行业、地方发展、国际形势等领域。皮书系列已成为社会科学文献出版社的著名图书品牌和中国社会科学院的知名学术品牌。

皮书系列在数字出版和国际出版方面成就斐然。皮书数据库被评为“2008~2009 年度数字出版知名品牌”；《经济蓝皮书》《社会蓝皮书》等十几种皮书每年还由国外知名学术出版机构出版英文版、俄文版、韩文版和日文版，面向全球发行。

2011 年，皮书系列正式列入“十二五”国家重点出版规划项目；2012 年，部分重点皮书列入中国社会科学院承担的国家哲学社会科学创新工程项目；2014 年，35 种院外皮书使用“中国社会科学院创新工程学术出版项目”标识。





北航

C1745567

法律声明

“皮书系列”（含蓝皮书、绿皮书、黄皮书）由社会科学文献出版社最早使用并对外推广，现已成为中国图书市场上流行的品牌，是社会科学文献出版社的品牌图书。社会科学文献出版社拥有该系列图书的专有出版权和网络传播权，其 LOGO () 与“经济蓝皮书”、“社会蓝皮书”等皮书名称已在中华人民共和国工商行政管理总局商标局登记注册，社会科学文献出版社合法拥有其商标专用权。

未经社会科学文献出版社的授权和许可，任何复制、模仿或以其他方式侵害“皮书系列”和 LOGO ()、“经济蓝皮书”、“社会蓝皮书”等皮书名称商标专用权的行为均属于侵权行为，社会科学文献出版社将采取法律手段追究其法律责任，维护合法权益。

欢迎社会各界人士对侵犯社会科学文献出版社上述权利的违法行为进行举报。电话：010-59367121，电子邮箱：fawubu@ssap.cn。

社会科学文献出版社

目 录



Ⅱ I 总报告

Ⅱ.1 2013 年中国场外交易市场发展综述	001
引 言	002
一 我国场外交易市场 2013 年发展回顾	003
二 不同场外交易市场的比较分析	011
三 场外交易市场面临的新挑战和创新改革思考	024
四 我国场外交易市场未来发展展望	026

Ⅱ II 综合篇

Ⅱ.2 多层次资本市场对县域经济发展的作用机理研究	029
Ⅱ.3 我国资本市场对城镇化发展的支持路径探索	047
Ⅱ.4 资本市场对产业结构升级的影响效应研究	064
Ⅱ.5 场外交易市场中交易所竞争力研究	081

Ⅱ III 理论创新篇

Ⅱ.6 场外交易市场信息结构与监管模式研究	096
Ⅱ.7 场外交易市场流动性管理制度绩效评估	111



ⅢⅣ 专题研究篇

Ⅲ.8	完善新型城镇化建设的融资模式探析·····	134
Ⅲ.9	有效推进非上市公司股权质押融资业务 ——基于场外交易市场建设的思考·····	147
Ⅲ.10	中小企业私募债券的融资特点、风险与监管措施 ——基于两类债券市场的比较·····	171
Ⅲ.11	关于私募股权投资基金推动我国中小企业发展的 若干问题思考·····	188
Ⅲ.12	完善多层次资本市场 化解中小企业融资难题·····	201
Ⅲ.13	微型金融对小微企业的支持力度比较研究·····	215
Ⅲ.14	资本市场对科技型中小企业发展的贡献度分析 ——来自中国资本市场的经验数据·····	228
Ⅲ.15	场外交易市场中小企业公司治理现状及改进措施探究·····	255
Ⅲ.16	场外市场企业股改中净资产折股涉税问题研究 ——基于上市企业及天交所挂牌企业案例的思考·····	268

ⅢⅤ 大事记

Ⅲ.17	2013 年中国场外交易市场大事记·····	276
Ⅲ.18	后 记·····	298
Abstract	·····	300
Contents	·····	303

总 报 告



General Report

BLUE BOOK . 1

2013 年中国场外交易市场发展综述

高 峦 董瑞华 杨东峰*

摘 要:

本文对中国场外交易市场 2013 年的发展进行了系统回顾和分析。文章认为,目前中国的场外交易市场主要包括:定位于非上市公众公司股票交易市场的全国中小企业股份转让系统、在天津滨海新区综合配套改革金融创新先行先试背景下继续跨区域发展的天津股权交易所,为区域企业提供私募融资服务与股权转让的区域性股权市场、证券公司柜台市场和机构间私募产品报价与服务系统。文章讨论了各类市场的层次架构、功能定位,通过对各类市场发展脉络的梳理,分析了中国场外交易市场发展的动态、面临的机遇与挑战。

* 高峦,天津产权交易中心党委书记、主任,高级经济师,高级产权经济师,天津股权交易所董事长;董瑞华,经济学博士,渤海证券股份有限公司场外市场部;杨东峰,天津股权交易所研究发展部。



关键词:

场外交易市场 天交所 证券公司柜台市场 私募报价系统

引言

2012年11月,中共第十八次全国代表大会报告提出“深化金融体制改革,健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系,发展多层次资本市场”。中国证监会原主席郭树清指出,加快发展多层次资本市场,就是要继续拓展资本市场服务实体经济的广度和深度,通过加快建设创业板和场外交易市场,真正形成“金字塔”形市场体系结构,做好资本市场与科技创新、现代农业、社会保障等的对接和服务,推动我国经济发展由要素投入型向创新驱动型发展转变。2013年11月,中共十八届三中全会在阐述完善金融市场体系时,提出鼓励金融创新,丰富金融市场层次和产品。这是深化金融改革、完善社会主义市场经济体系的战略部署,对今后场外交易市场的发展具有重要指导意义。

2013年是中国经济转型之年,加快转变经济发展方式和调整经济结构的迫切需求催生了大量全新的、多元化的投融资需求,客观上要求资本市场改变过于单一的市场架构和产品结构。发行市场上要求公募与私募并重,交易市场上要求场内与场外兼顾,产品市场上要求基础产品的丰富和差异化、个性化产品的创新。2013年也是中国场外交易市场取得波澜壮阔大发展的一年——新三板正式实现扩容,试点范围扩大至全国;基于2008年天津滨海新区金融改革创新先行先试的国家战略背景,经国务院批复设立的天津股权交易所继续改革创新,取得了长足发展,截至2013年底,成立发展五年多的天交所市场累计挂牌企业数量达到412家,市场总市值超过332亿元,继续保持了场外股权市场发展的领先地位,市场实践数据更彰显出各市场主体,尤其是中小微企业对天交所市场的认可与信赖;全国各地的区域性股权市场先后起步设立和运营;券商柜台交易业务试点启动;机构间私募产品报价与服务系统正式推出。

当前,我国场外交易市场体系建设进一步明朗,以新三板和天交所为代表

的具有全国影响力的场外交易市场加快发展,各区域股权交易市场发展如火如荼,柜台市场在探索中推进。但是,应该引起我们注意的是我国场外交易市场发展还存在市场定位不清晰、监管机制不健全、创新意识淡薄等诸多问题。因此,全面系统厘清我国场外交易市场发展的困境、挖掘场外交易市场的潜力以及明晰场外交易市场的顶层设计有助于推进我国场外交易市场的可持续发展。

一 我国场外交易市场 2013 年发展回顾

(一) 国家支持场外交易市场发展的政策导向进一步明晰

目前,我国正在建设多层次资本市场,场外交易市场作为多层次资本市场的基础板块受到格外的重视,无论是政府还是市场都将场外交易市场作为中国资本市场体系完善的重要方面,中国资本市场迎来重要发展机遇。

中国证监会原主席郭树清上任后,于 2012 年初赴天津等地调研天津股权交易所等场外交易市场,证监会对场外交易市场的发展高度重视,并对取得的成绩给予肯定。此一系列调研,使游离于体制之外没有名分的股权交易市场看到了融入现有资本市场体系的希望,从而提振了各地发展股权交易市场的信心。

2012 年 9 月以来,中国证监会印发《关于规范证券公司参与区域性股权交易市场的指导意见(试行)》,提出:“区域性股权交易市场(以下简称区域性市场)是多层次资本市场的重要组成部分,对于促进企业特别是中小微企业股权交易和融资,鼓励科技创新和激活民间资本,加强对实体经济薄弱环节的支持,具有不可替代的作用”,为区域性市场建设提供了明确的政策依据;该《指导意见》明确提出鼓励证券公司以多种方式参与区域性股权交易市场的业务与市场建设,开启了证券公司参股甚至筹建股权交易市场的风潮;自此始,全国各省、市都把建设区域性股权交易市场作为促进地方经济发展、抢占区域金融中心竞争先机的重要举措。

2013 年 2 月 7 日,中国证券业协会发布《证券公司参与区域性股权交易市场业务规范》(中证协发〔2013〕17 号),明确证券公司可以“投资入股区