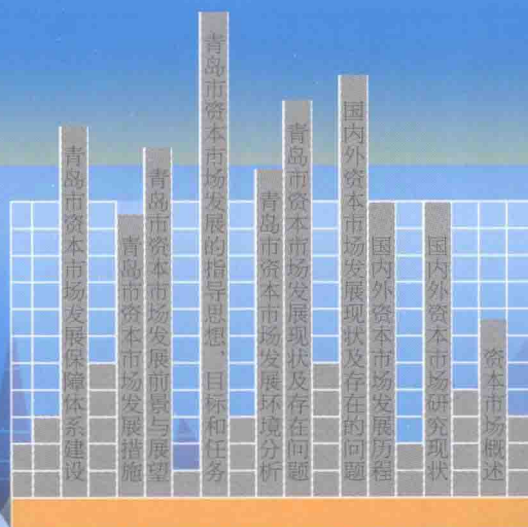


# 中外资本市场 发展形势分析



## 青岛市资本市场发展前景展望

殷克东 / 编著



中国海洋大学出版社  
CHINA OCEAN UNIVERSITY PRESS

# 中外资本市场发展形势分析 与青岛市资本市场发展前景展望

殷克东 编著

中国海洋大学出版社

· 青 岛 ·

图书在版编目(CIP)数据

中外资本市场发展形势分析与青岛市资本市场发展前景展望 / 殷克东编著. — 青岛: 中国海洋大学出版社, 2013. 7

ISBN 978-7-5670-0186-2

I. ①中… II. ①殷… III. ①资本市场—经济发展趋势—经济分析—世界②资本市场—经济预测—青岛市

V. ①F832.71②F832.752

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 292068 号



出版发行 中国海洋大学出版社

社 址 青岛市香港东路 23 号

邮政编码 266071

出版人 杨立敏

网 址 <http://www.ouc-press.com>

电子信箱 [cbsebs@ouc.edu.cn](mailto:cbsebs@ouc.edu.cn)

订购电话 0532-82032573(传真)

责任编辑 陈 梦

电 话 0532-85902342

印 制 青岛海大印务有限公司

版 次 2013 年 7 月第 1 版

印 次 2013 年 7 月第 1 次印刷

成品尺寸 170 mm×230 mm

印 张 21.75

字 数 380 千

定 价 38.00 元

## 本书编写组

编 著	殷克东				
成 员	李兴东	孟剑一	宋腾飞	茜 娜	孟丽君
	周 沫	姜 欣	张雪娜	史亚娟	邱 洁
	李金枝	张恒达	涂永强	李佳营	孟昭苏
	卫梦星	王衍磊	韦 茜	金 雪	岳亮亮
	徐华林	高文晶	王 鹏	黄杭州	宗 超
	孙显伟	杜蒙蒙			

# 前 言

2011—2015 年是我国第十二个五年计划时期,是全面建设小康社会的关键时期,是深化改革开放、加快转变经济增长方式的攻坚时期,也是抓住机遇、发挥优势、加快发展资本市场的重要战略阶段。资本市场作为现代金融的核心,为经济社会的发展积聚财富并实现资源的有效配置,是经济社会发展的发动机。在现代生活中,资本市场是企业筹集资本的重要场所和完善公司治理结构的重要平台,也是政府和个人进行资本运作的重要场所。随着全球经济的飞速发展,发达国家的资本市场已日渐成熟,逐步形成了各自一套完整的、多层次的资本市场体系,在其经济和社会发展中发挥着重要作用。我国资本市场起步晚、发展快,自 1990 年上海、深圳两个证券交易所建立以来,已经成长为全球位居前列的股票市场和商品期货市场,为我国经济和社会发展做出了巨大的贡献。然而,与我国经济社会发展的要求相比,与发达国家完备的资本市场相比,我国资本市场发展的水平、规模和结构仍然存在较大差距。

自 1988 年中国人民银行青岛分行独资设立“青岛证券公司”起,青岛市资本市场进入快速发展阶段。1993 年 12 月,青岛证券交易中心正式成立;2009 年 10 月,青岛市成立了第一只高新创业投资基金,突破了青岛市资本市场在投资基金领域的空白;2010 年 5 月,涅槃投资组建“山东民生产业基金”,标志着青岛市私募股权投资的开端。20 余年中,青岛市上市公司的市值规模不断扩大,资本市场交易额不断增加,中介服务机构的数量和服务水平不断提高,资本市场多层次建设取得实质性的进展,资本市场作为青岛市经济发展的助推器发挥着日益显著的重要作用。在这样一个世情、国情继续发生深刻变化的阶段,在青岛市实现全面建设小康社会的目标、实现经济社会全方位改革、加速完成经济发展方式转变的关键时期,我们有理由对国际、国内,特别是青岛市资本市场发展的基础条件进行深刻的认识、全方位的了解和深入的研究,以期准确把握国际、国内资本市场发展的新变化、新特点和新形势、新趋势。本书通过对青岛市资本市场的系统性、科学性和多角度、多层面的分析展望,对进一步落实科学发展观,建立一个高效、健全、发达的资本市场,对青岛市经济的成功转型,具有重要的推动作用。

本书是《青岛市“十二五”资本市场发展规划》课题的部分研究成果,全书按

照《我国国民经济和社会发展规划纲要》、《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》和《青岛市国民经济和社会发展规划第十二个五年规划的纲要》要求,以科学发展为主题,对国际、国内资本市场研究现状、发展历程、发展现状、存在问题和发展形势、发展环境做了系统的分析梳理;从青岛市资本市场发展现状出发,提出了“十二五”期间青岛市资本市场发展的指导思想、目标、任务、前景与措施,提出并界定了蓝色发展指数、蓝色基金、蓝色保险、蓝色价格、蓝色市场、涉海产品交易平台、蓝色金融等概念、术语、内涵及其测算方法;应用计量经济学预测模型,通过传统与现代、经典与组合等科学预测方法,对青岛市资本市场发展的主要目标进行了分析、预测与展望,设计了青岛市资本市场的发展措施与保障体系,对于青岛市资本市场健康、持续、稳定发展具有重要意义。

全书共分为十章:

第一章,对资本市场进行概述,包括资本市场的内涵、构成、形态分类、功能、特点以及多层次资本市场等。第二章,对国际、国内资本市场的研究现状进行文献总结梳理。第三章,详细阐述了发达国家、新兴发展中国家的资本市场发展历程,我国资本市场发展的四个阶段以及青岛市资本市场发展的历程总结。第四章,归纳总结了主要发达国家、新兴发展中国家以及爆发金融危机之后的资本市场发展现状及存在的问题,系统梳理了我国资本市场发展的现状、存在的问题,包括:股票、基金、债券、期货、中介机构等短期和中长期资本市场。

第五章,在分析青岛市资本市场发展现状的基础上,选取包括青岛市在内的五个省内城市、五个计划单列城市,进行资本市场发展水平的比较分析,详细分析了青岛市资本市场发展的现状、发展中存在的问题,提出并首次界定分析了青岛市海洋资本市场的现状和存在的问题。第六章,分析了国内、特别是青岛市资本市场发展的政策环境、经济环境、社会环境及技术环境,比较分析了青岛和厦门、深圳两地推动资本市场发展的政策环境的差异。第七章,详细阐述了“十二五”时期青岛市资本市场发展的指导思想、主要目标和主要任务,首次提出并分析了青岛市建设具有显著特色的蓝色资本市场的发展目标。

第八章,在对青岛市资本市场进行综合评价分析的基础上,分析测算了资本市场对经济的贡献度,分析测算了上市公司的融资效率;应用计量经济学预测模型,通过灰色预测模型、指数平滑法、BP神经网络预测法、趋势外推法、专家意见调查等预测方法,对青岛市资本市场的主要目标进行了分析、预测与展望,包括:资本市场主要发展目标前景展望、上市公司发展目标前景展望、期货与借贷市场发展前景展望、资本市场中介服务发展前景展望、区域金融中心发展前景展望。

第九章,提出并设计了“十二五”时期青岛市资本市场的发展措施,建立青岛市特色的资本市场发展与服务中心,形成海洋特色产业投融资环境。第十章,提出了“十二五”时期青岛市资本市场发展的保障体系,建立资本市场信用信息数据库,建立多层次的信用中介服务体系,优化人力资源配置,实施资本市场发展的人才战略,进一步培养青岛市资本市场人才。

本书的编撰出版,获得了社会各界的支持和帮助,尤其是获得了青岛市发展和改革委员会关于《青岛市“十二五”资本市场发展规划》的赞助和支持;在本书的研究和编写过程中,也得到了许多学者、朋友的关心和支持,并提出了许多宝贵的指导建议;特别要感谢国家发改委,以及广东省、深圳市、厦门市、宁波市、大连市、青岛市发展和改革委员会的领导、同仁,感谢青岛市银监局、保监局、金融办、人民银行、社科院、青岛市发展和改革委员会资本市场处的领导、同仁,对本书编写以及课题的前期研究工作期间所给予的热情、耐心、细致的支持、帮助和建议。我的研究生们在资料收集、数据处理和课题研究、编写梳理书稿的过程中,集思广益、细致探讨,查阅了大量资料,经过艰苦、深入的工作,终于完成了这本书的整理工作,在此向他们表示衷心的感谢。

我们深知,资本市场发展前景与展望所涉及的问题和领域十分广阔,无论理论研究还是实际应用,我们在很多方面的研究还有待进一步深化。由于编者水平有限,书中各种各样的不足、不妥,甚至错误和缺陷在所难免,我们愿在广大专家学者的关心和帮助下,进一步完善,为青岛市资本市场发展的理论与实践研究尽自己最大的努力。

殷克东  
2013年3月

# 目 录

<b>第一章 资本市场概述</b> .....	(1)
第一节 资本市场的内涵 .....	(1)
第二节 资本市场的构成及特点 .....	(3)
第三节 多层次资本市场的界定 .....	(7)
<b>第二章 国内外资本市场研究现状</b> .....	(12)
第一节 国外资本市场研究现状 .....	(12)
第二节 国内资本市场研究现状 .....	(16)
第三节 青岛市资本市场研究现状 .....	(20)
<b>第三章 国内外资本市场发展历程</b> .....	(22)
第一节 国外资本市场发展历程 .....	(22)
第二节 我国资本市场发展历程 .....	(55)
第三节 青岛市资本市场发展历程 .....	(68)
<b>第四章 国内外资本市场发展现状及存在的问题</b> .....	(79)
第一节 国外资本市场发展现状及问题 .....	(79)
第二节 国内资本市场发展现状 .....	(90)
第三节 国内资本市场发展存在的问题 .....	(98)
<b>第五章 青岛市资本市场发展现状及存在问题</b> .....	(105)
第一节 青岛市资本市场发展现状 .....	(105)
第二节 山东省内五城市资本市场发展分析 .....	(120)
第三节 国内计划单列市资本市场发展分析 .....	(123)
第四节 青岛市资本市场发展存在的问题 .....	(140)
<b>第六章 青岛市资本市场发展环境分析</b> .....	(153)
第一节 政策环境 .....	(153)



第二节	经济环境	.....	(166)
第三节	社会环境	.....	(181)
第四节	技术环境	.....	(204)
<b>第七章</b>	<b>青岛市资本市场发展的指导思想、目标和任务</b>	.....	(209)
第一节	指导思想	.....	(209)
第二节	资本市场发展的目标	.....	(210)
第三节	资本市场发展的任务	.....	(216)
<b>第八章</b>	<b>青岛市资本市场发展前景与展望</b>	.....	(230)
第一节	资本市场宏观分析	.....	(230)
第二节	资本市场发展预测方法	.....	(244)
第三节	资本市场主要目标前景展望	.....	(252)
第四节	上市公司发展目标前景展望	.....	(261)
第五节	期货与借贷市场发展前景展望	.....	(267)
第六节	资本市场中介服务发展前景展望	.....	(271)
第七节	区域金融中心发展前景展望	.....	(279)
<b>第九章</b>	<b>青岛市资本市场发展措施</b>	.....	(291)
第一节	构筑多层次资本市场体系	.....	(291)
第二节	创新科技金融与蓝色金融体系	.....	(295)
第三节	打造区域金融中心	.....	(311)
<b>第十章</b>	<b>青岛市资本市场发展保障体系建设</b>	.....	(318)
第一节	加强政府对资本市场发展的宏观引导	.....	(318)
第二节	加强资本市场基础设施体系建设	.....	(321)
第三节	加强资本市场监管,防范和化解市场风险	.....	(323)
第四节	优化资本市场的信用环境,提高资本市场的信用水平	.....	(326)
第五节	优化人力资源配置,实施资本市场发展的人才战略	.....	(328)
<b>参考文献</b>	.....		(331)

# 第一章 资本市场概述

## 第一节 资本市场的内涵

相比较一般的市场而言,资本市场是一个复杂、可操作、多变的市場。对资本市场的实践和研究,不管是在西方还是在我国,都是一个年轻的、具有争议的领域。对于资本市场内涵的界定,国内外不同的学者也基于不同的角度做了解释。在我国,“资本市场”这一概念最早在党的十四届三中全会上被正式提出。

关于资本市场的具体涵义,斯蒂格利茨曾经指出:“资本市场一般是指取得和转让资金的市场,包括所有涉及借贷的机构。”<sup>①</sup>詹姆斯·C. 范霍恩等人基于期限层面提出:“资本市场是长期(成熟期在一年以上)金融工具(股票和债券)的交易市场。”<sup>②</sup>弗里德曼基于功能层面提出,“资本市场是通过风险定价功能来指导新资本的积累和配置的市场”。<sup>③</sup> Michael Parkin 指出,“物品和劳务是用四种经济资源生产出来的:劳动、资本、土地和企业家才能,劳动力市场,资本市场,土地市场通称为资源市场。其中资本市场就是企业借以得到购买物质资本的金融资源的渠道”。<sup>④</sup> N. 格里高利·曼昆写道:“在最广义的层次上,金融体系使经济的短缺资源从储蓄者流动到借款人手中。金融体系由帮助协调储蓄者与借款者的各种金融机构所组成。金融机构可分为金融市场和金融中介机构。其中,金融市场是想储蓄的人直接向想借款的人提供资金的机构,最主要的金融市场是债券市场和股票市场。”<sup>⑤</sup>

对于资本市场内涵的界定,在国内也有较大分歧。王松奇、李扬等将资本市场视为金融市场范畴的一个部分,他们认为:“金融市场从最广的定义来说,

---

① 斯蒂格利茨. 经济学(上)[M]. 北京:中国人民大学出版社,1997:16.

② 詹姆斯·C. 范霍恩. 财务管理基础[M]. 北京:清华大学出版社,2006.

③ Milton Friedman. Capitalism and Freedom. Chicago: University of Chicago Press, 1962.

④ Michael Parkin. 微观经济学(第5版)[M]. 北京:人民邮电出版社,2003:295.

⑤ N. 格里高利·曼昆. 经济学原理(第5版)[M]. 北京:北京大学出版社,2010.

它是借者与贷者相互接触金融工具或债务凭证交易的场所。按债务的偿还期划分为货币市场和资本市场。资本市场中所谓的长期,一般指一年以上,属于中长期的金融工具有公债、股票、债券等”。<sup>①</sup> 曹凤岐则将资本市场的概念做了拓展,他认为,“凡是年以上的投资和融资都属于资本市场的范畴。资本市场投融资既包括股权融资,也包括长期信贷和债券融资等;既包括证券市场,也包括企业直接产权市场”。<sup>②</sup>

综上所述,资本市场是一套完整的机制系统,在这一市场中,资金的短缺方和盈余方充当市场的主体,例如企业、政府和个人。实物资产及金融资产是这一市场的交易对象,例如股票、债券及票据。各种交易场所充当这一市场的客体,包括有形市场和无形市场。除此之外,资本市场还包括各种中介机构、商业银行、投资银行等,他们在资本市场上扮演着重要的角色。

还应该注意的,资本市场不同于金融市场,后者既包括资本市场,也包括货币市场。资本市场也不同于证券市场,在证券市场发行的短期债券属于货币市场的范畴,长期债券属于资本市场的范畴,但它不是资本市场的全部。

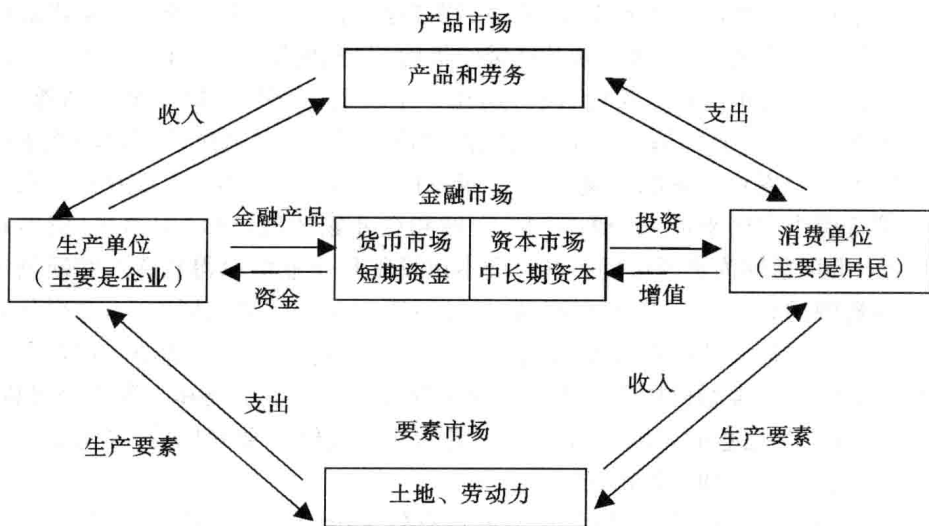


图 1-1 经济系统中的资本市场构架

相比货币市场,资本市场是一个中长期资金市场,其筹措和运用资金的期限一般在一年以上,而货币市场为短期资金市场,期限一般在一年以下。一般

① 李扬,王松奇.中国金融理论前沿[M].北京:社会科学文献出版社,2000.

② 曹凤岐.资本市场论[M].北京:北京大学出版社,2002.

来说,狭义的资本市场指的就是证券市场,以股票、债券和其他有价证券为交易对象。这一概念在研究发达国家资本市场时广为应用。在国际上,越来越多的专家认为证券市场是资本市场的核心,将资本市场的概念界定于证券市场。

资本市场的概念除了狭义的解释之外,还有广义的概念。广义的资本市场是长期资金融通的市场,实质上是一年以上的全部资本交易活动的总和,除股票市场、债券市场、基金市场之外,还包括金融衍生品市场、期货市场和中长期信贷市场。资本市场存在广义的概念一是因为资本包含很多内容,货币、期货、外汇、生产资料、劳动力都在其中,在这一市场上融通的资金主要用于扩大再生产。此外,金融衍生工具在近几年规模不断发展,在资本市场上发挥着越来越重要的作用,期货市场也随之发展成熟,逐渐成为资本市场的重要组成部分。广义的资本市场范畴还包括中长期信贷市场在内,是因为在资本市场不成熟的发展中国家中,中长期信贷市场可以有效实现长期资金的配置。在研究资本市场与经济增长的相互关系时,所使用的“资本市场”是这里定义的广义资本市场概念。

## 第二节 资本市场的构成及特点

### 一、资本市场的组织结构

资本市场是由参与者、服务机构、监管机构及自律性机构等多个主体构成的。其中,参与者包括投资人和发行人,分别是资金的盈余方和需求方;服务机构主体有证券公司、投资银行、登记结算公司、咨询机构、评级机构等;监管主体是政府机构或政府派出机构,履行对证券市场的监管职能,证券业监督管理委员会是其中的一个重要监管机构;自律性机构主体指的是证券交易所、证券业协会等机构。

### 二、资本市场的基本要素

资本市场是一个复杂的社会经济体系,包含诸多要素,现代意义上的资本市场主要有以下几个要素构成。

#### 1. 资本市场的主体

资本市场的主体包括筹资者、融资者和中介机构。筹资者和融资者分别是资本的出让方和受让方,其交易活动体现为用一种形态的资本去换取另一种形态的资本,以此获取利润或资本增值。换句话说,资本市场的主体就是以资本交换为核心的市场参与者,在资本市场中能够直接从事资本的交易活动。资本

市场的主体既可以是自然人,也可以是法人。自然人作为资本市场的主体主要活动在证券市场上,而法人市场主体则分布在各种形态的资本市场之中。<sup>①</sup>

表 1-1 资本市场主体的构成

资本市场主体	筹资者	工商企业
		商业银行
		政府
		投资银行
		个人等
	投资者	工商企业
		商业银行
		政府
		保险公司
		基金公司
	中介机构	个人等
		证券公司
		商业银行
		投资银行
		基金公司
		保险公司
		证券评级公司
		顾问咨询公司
	监管机构	投资担保公司等
证券交易所		
银监会		
证监会		
		其他证券管理机构等

## 2. 资本市场的载体

资本市场的载体是指资本市场的交易内容,例如,股票、债券、有价证券、金融衍生工具等。在资本市场中,资金的出让者和受让者可以借助这些载体,从事资本市场的交易活动。这些载体主要从属于和服务于资本市场的主体。

## 3. 资本市场的对象

资本市场的对象是指在进行交易的商品,这一商品是以资本的形态呈现的。进入资本市场的资本需要具备三个条件,即可以进行价值比较、能够

<sup>①</sup> 马险峰. 资本市场:概念、主体与基本功能[J]. 当代经济科学,1997(3).

实现价值增值、可以用特定的流通手段衡量。

#### 4. 资本市场的组织形式

资本市场的组织形式是指市场参与主体从事交易活动的运行框架,是对市场主体的一种约束机制,在资本市场中,可以采取的组织形式包括合伙制、公司制和委托代理制。

#### 5. 资本市场的规则

资本市场的规则是指约束市场主体行为的法律条文、规章制度及各种形式的契约等,其约束范围和约束程度各有不同,目的是保证资本市场交易活动的有序进行。

### 三、资本市场的形态分类

资本市场按形态不同而划分,可以分为证券市场和中长期信贷市场。所谓证券市场是有价证券发行与流通以及与此相适应的组织与管理活动的总称,对经济的整体运行具有重要的影响。它包括股票市场和债券市场:前者是已发行的股票买卖、流通的场所;后者是债券发行和买卖的场所,发行主体既有企业也有政府。所谓中长期信贷市场,是指金融机构和企业之间一年以上的资金借贷市场。把证券市场和中长期信贷市场确定为资本市场的基本构成要素,基本符合各国资本市场的实际情况,也符合我国资本市场的发展现状。

证券市场又可以分为两个市场:一级市场和二级市场。其中,一级市场是证券发行人募集资金的市场;二级市场是有价证券交易和流通的市场,有价证券在这一市场上发生所有权的转移。一级市场和二级市场共同发挥了资金融通和资金配置的作用,相互作用,缺一不可。资本市场的形态分类如图 1-2 所示。

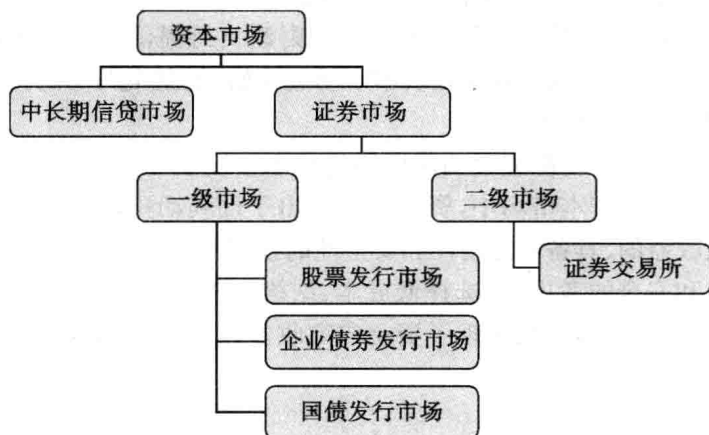


图 1-2 资本市场构成图

#### 四、资本市场的特点

资本市场是一个中长期资金融通的市场,是金融市场的重要组成部分,其交易目的在于取得资本并使资本在生产经营中实现价值增值。而作为金融市场另一组成部分的货币市场,则是短期资金的交易市场,包括短期信贷市场、同业拆借市场以及票据贴现市场,交易的目的在于取得货币并作为购买手段和支付手段。因此,资本市场有如下特点:

融资期限长。在资本市场上筹集的资金主要用于社会再生产,通常用于长期投资,融资期限至少在一年以上。

资本流动性相对较差。资本市场提供的资金多用于解决中长期融资需求,作为固定资产的补充,呈现出较弱的资本变现性。

风险大而收益较高。由于融资期限较长,资本市场上的金融商品有较强的不确定性,价格波动幅度大,投资者承担较大风险,但因此也享有较高收益作为补偿。

#### 五、资本市场的基本功能

随着市场经济的快速发展,资本市场的功能也在发生变化。相比较早期的资本市场而言,如今的资本市场已不仅仅是一个中长期资金融通的场所,而是成为社会资源配置和经济交易的多层式市场体系,资本市场的功能按照其发展历程可分为融资功能、资源配置功能和产权功能<sup>①</sup>:

融资功能。融资功能即实现资金需求者从资金供应者那里获得资金。资本市场为各种金融产品的交换提供了必要的场所,为一般企业提供了直接或间接的融资渠道,同时为政府弥补财政赤字和财政支持提供资金来源,保障了经济的稳定发展。因此,融资功能是资本市场最原始、最基本的功能,是推动资本市场形成和发展的原动力。

资源配置功能。资源配置功能即通过资本市场引导资金流向从而实现资源的最优配置。在资本市场中,资金盈余方出于逐利动机,他们会选择可以为之带来最大收益的、具备高流动性和安全性的投资对象;与此同时,资金的需求方出于成本和安全的考虑,会选择低成本、结构合理的融资工具和渠道。在双方的共同作用下,资本市场实现了资金向高收益领域的流动,从而实现了资源的最优配置。

---

<sup>①</sup> <http://www.jcfigw.gov.cn>

产权功能。产权功能即资本市场在市场主体进行产权交易时起到的中介作用。产权交易是指市场主体资产所有权和经营权的有偿让渡,在这一过程中,资本市场为之提供了政策咨询、信息发布、股权登记、产权鉴定等综合配套服务。

一个完整的资本市场需要同时具备上述三个功能,缺一不可。这些功能不是人为赋予的,而是资本市场自身属性的重要体现。

### 第三节 多层次资本市场的界定

#### 一、多层次资本市场内涵的界定

我国学者对多层次资本市场的理解,有代表性的观点主要有以下几种:

吴晓求对多层次资本市场做了界定:“多层次资本市场是指面对质量、规模、风险程度不同的企业,为满足多样化的市场主体的资本要求而建立起来的分层次的产权交易市场”。<sup>①</sup> 王国刚提出,“所谓多层次,既包括主板市场也包括创业板市场还包括场外交易市场,既包括全国性市场也包括地方性市场”。<sup>②</sup>

关于多层次资本市场的形态,学者们从不同的角度提出各自的观点,主要有以下几种:一种是周放生提出的“金字塔式多层次资本市场”,他认为这种多层次资本市场体系呈金字塔式,由下而上分别是柜台交易市场、二板市场和主板市场三个市场,主板市场位于金字塔的顶端,这三个市场之间并不是孤立的,而是一种协调互动的动态进退关系。三个市场的进入门槛不同,越往下,门槛越低,较多的企业可以进入;越往上,门槛越高,只有规模、盈利水平达到一定标准的企业才可以进入。同时,若一个企业的规模状况、经营状况发生或好或坏的变动,在多层次资本市场上也存在上升或下降的可能性。除“金字塔式”多层次资本市场之外,还有学者提出了由区域范围决定的不同级别的多层次资本市场构架。张宝林认为,在中国,应当同时存在区域范围不同的高级市场、次级市场和基础市场。他认为,高级市场指的是沪深 A 股市场和沪深 B 股市场,现在已经建成。二级市场是在全国大区域设立的区域性市场,例如,在东北、西北、华北、华南、华中、华中、西南等区域设立这一市场。基础市场是在省会城市和经济发达城市建立的交易市场。后两种市场在我国尚未成立,张宝林认为可以

<sup>①</sup> 吴晓求. 中国资本市场创新与可持续发展[M]. 北京:中国人民大学出版社,2002.

<sup>②</sup> 王国刚. 构建多层次资本市场体系研究[M]. 北京:社会科学文献出版社,2004.



探讨设立这两个层次资本市场的可行性。还有学者从在不同市场上交易对象和交易方式的不同对资本市场进行层次划分。吴晓求将资本市场划分为证券资本市场和非证券资本市场。在两个市场上发生的交易活动不同,在证券资本市场上的交易活动是证券化的产权交易,常见的交易对象是股票。而非证券交易市场是尚未实现证券化的企业进行整体产权交易的场所,除了股票交易之外,还有协议转让、竞价交易等非标准化交易方式。

综上所述,我们认为,我国的多层次资本市场,是一个以区域性资本市场为框架,以全国性不同层次的资本市场为纽带的纵横交错的市场体系。横向来看,多层次资本市场应该同时具备区域性证券交易所、场外市场和产权市场等区域性市场;纵向来看,这一市场应该有层次鲜明的主板市场、二板市场和场外市场,相互协调,相互配合。在这一体系中,政府与民间协调合作,公共维持多层次资本市场体系的有效运行。

## 二、资本市场的层次结构

资本市场的层次结构,指的是资本市场由不同的市场形式组成,并且在不同的市场形式之间,存在特定的逻辑和关联关系。换言之,就是资本市场内部针对不同市场主体、不同投融资需求,出现的具备不同特点的市场形式。它们之间相互协调、相互配套。多层次市场形态的出现,既是一个资本市场发展演变的必然结果,也是一个有良好发展前景和稳定资本市场形成的必要条件。随着资本市场不断发展,资本市场自身开始出现了分工与协作,这种分工和协作表现为不同层次的市场形态,它们之间相互包容,并不断展开。

具体来看,资本市场可以分为四个层次结构,分别为第一、第二、第三和第四层次。这是因为新创企业的发展存在不同的发展阶段,每个发展阶段对应不同的融资需求,投资的风险和回报也存在较大差别,这就决定了多层次资本市场应该具备为不同发展阶段的新创企业提供融资渠道的能力,同时也应具备为风险偏好不同的投资者提供相应投资工具的能力。一般而言,一个企业的发展要经历种子期、初创期、幼稚期、产业化和市场化五个阶段。如图 1-3 所示,处于不同发展阶段的新创企业在相对应的市场层次获得融资。

从下往上来看,在资本市场第四层次上融资的企业一般处于种子期和初创期;在第三层次上融资的企业一般处于初创期和幼稚阶段前期;在第二层次上融资的企业一般处于幼稚阶段后期和产业化前期;在第一层次上融资的企业一般处于产业化后期和市场化阶段。这样的层次结构呈金字塔形,越往上,门槛越高;越往下,门槛越低。同时,各层次之间的关系是可升可降的。新入市的企业,一般都是先在第四层次的资本市场开始融资,随着公司经营时间的增加、公