

区域经济与粤港澳台合作研究丛书

丛书主编 陈 恩

深圳创业板市场 制度建设研究

——基于市场的结构、行为和绩效视角

The Institution Construction Research
On Shenzhen GEM

Based on the Perspective of Market SCP Theory

揭水利 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

区域经济与港澳台合作研究丛书

本书获暨南大学广东产业发展与港澳台区域合作研究中心资助出版

深圳创业板市场 制度建设研究

——基于市场的结构、行为和绩效视角

揭水利/著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

深圳创业板市场制度建设研究：基于市场的结构、行为和绩效视角 / 揭水利著. —北京：经济科学出版社，2016.3
(区域经济与港澳台合作研究丛书)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 6678 - 1

I. ①深… II. ①揭… III. ①创业板市场 - 制度建设 - 研究 - 深圳市 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 046684 号

责任编辑：杜 鹏 边 江
责任校对：王苗苗
责任印制：邱 天

深圳创业板市场制度建设研究 ——基于市场的结构、行为和绩效视角 揭水利/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142
总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http: //jjkxcbs. tmall. com

北京万友印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 11.125 印张 290000 字

2016 年 4 月第 1 版 2016 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6678 - 1 定价：46.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

总 序

作为广东省人文社科重点研究基地——广东产业发展与粤港澳台区域合作研究中心主要依托和支撑单位的暨南大学特区港澳经济研究所是适应改革开放和发展外向型经济的需要，以研究经济特区和港澳台经济为主，并担负硕士、博士研究生培养任务，是在海内外享有较高声誉的专业研究机构。它于1982年经原国家高教部批准创办，原属暨南大学直接领导，现为经济学院主要科研机构和学术研究基地。暨南大学特区港澳经济研究所是我国高等院校中最早从事特区经济、开放区经济和港澳台经济研究的科研单位之一，早在1979年，暨南大学的一批学者已开始参与经济特区的理论和决策研究。特区港澳经济研究所成立后，于1983年率先在全国开设《特区经济学》课程，引起社会的广泛关注。1984年研究所编写出版《中国特区经济》一书，成为全国第一本有关特区经济的专著，不仅为全国高校提供了有用的教学资料，还为社会各界了解中国的特区提供了帮助。

20世纪90年代以来，特区港澳经济研究所始终站在国内学术研究前沿，影响力不断扩大。研究集中在区域经济、经济特区、港澳珠三角经济和两岸经贸关系等众多方面。特区港澳经济研究所在研究课题、研究专著、学术论文方面都取得了显著的成果，先后承担国家自然科学基金、社会科学基金课题10余项，教育部、科技部课题等省部级课题60余项，部分成果获得了多项国家级、省部级和市级奖项，并于2003年成为区域经济学硕士、博士学科点和获得硕士、博士学位授予权。目前，特区港澳经济研究所拥有三年

制区域经济学专业在学科学学位硕士研究生近百名，在读博士生 10 多名，兼读制外招博士、硕士研究生 23 人，先后培养区域经济学硕士数百名、博士数十名。

2009 年，在广东省委、省政府和暨南大学的大力支持下，在整合特区港澳经济研究所与产业经济研究院优质资源的基础上，广东产业发展与粤港澳台区域合作研究中心作为广东省高等学校人文、社科研究基地正式成立，下设产业布局与区域协调发展研究室、产业发展与产业规划研究室和粤港澳台区域合作研究室；中心目前拥有国家级重点专业产业经济学与国内较具知名度专业区域经济学（华南唯一）博士点，中心成立以来，先后承担《应对国际资源环境变化挑战与加快我国经济发展方式转变研究——基于政府规制视角》、《促进澳门长期繁荣稳定与发展规划研究》、《珠江三角洲港澳台资企业升级转型研究——基于全球价值链的视角》、《广东现代产业体系发展研究》、《产业转移与区域协调发展机制及对策研究》、《大珠三角地区现代服务业区域分工与合作研究》等省部级及以上课题 77 项，发表论文 218 篇，出版专著数十部，多篇论文被 SSCI 等权威期刊收录；中心拥有博导 10 人，研究人员 15 人。

综观历史，一国经济发展总是表现出区域性特征。经济的区域性在不同的国家和不同的历史阶段都表现得相当明显，而在中国经济腾飞过程中表现得尤其突出。人类进入 21 世纪，其重要特点就是全球化与区域经济一体化，人类正在经历由工业经济向知识经济转变，区域间合作与竞争逐步加强，特区经济作为中国经济发展的动力引擎之一，在过去近 30 年的改革开放和经济发展过程中充当排头兵与试金石，毋庸置疑，未来仍然会为中国经济持续、健康、快速发展提供支撑与动力。历史经验证明，粤港澳台合作已经使得粤、港、澳、台四地实现联动发展，互相补充，互惠受益。这也决定了特区经济研究、港澳珠三角问题研究和台湾经济研究仍将占据着区域经济研究领域的重要位置，从而使得本套丛书出版具有重要理论及应用价值。

本套丛书撰写历时数年，是特区港澳经济研究所和广东产业发展与粤港澳台区域合作研究中心的专家、学者集多年成果汇编而成，成果部分来源于国家自然科学基金、国家社会科学基金、教育部及其他省部级研究课题思想提炼；部分来源于暨南大学特区港澳经济研究所所有同仁多年研究结晶；部分来源于省级、暨南大学校级优秀博士论文。总体来看，本套丛书部分观点仍然代表国内甚至国际前沿研究。毫无疑问，丛书对特区经济结构优化、港澳台合作、珠三角产业转型前沿研究成果进行部分整理、提炼升华，为后续研究提供借鉴；丛书出版也为特区港澳经济研究所及广东产业发展与粤港澳台区域合作研究中心未来进一步发展提供研究支撑；丛书出版同时还能够为区域经济、产业经济学者及研究人员提供资料、方法、思想的借鉴。

陈恩

2013年11月

目 录

第一章 绪论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究意义	3
第三节 研究方法	6
第四节 研究思路与主要创新	7
第二章 理论基础与研究综述	12
第一节 核心概念阐释	12
第二节 主要理论基础	19
第三节 研究综述与研究出发点	37
第三章 深圳创业板市场制度建设的理论模型和现实背景	83
第一节 深圳创业板市场制度建设理论模型的构建	83
第二节 区域创新经济发展与深圳创业板市场的建立	93
第三节 深圳创业板与主板市场的互动关系	106
第四节 本章小结	118
第四章 基于 SCP 的深圳创业板制度绩效与制度环境的 实证分析	120
第一节 基于 SCP 理论的深圳创业板制度绩效影响因素的 层次分析	120

第二节	深圳创业板制度环境总体有效性实证分析	134
第三节	本章小结	148
第五章	深圳创业板市场结构与市场绩效的实证检验	150
第一节	制度约束下深圳创业板市场的特点和功能	150
第二节	深圳创业板市场结构	168
第三节	深圳创业板宏观市场绩效检验：对区域经济增长的作用	171
第四节	深圳创业板微观市场绩效检验：对中小企业成长性的影响	177
第五节	本章小结	204
第六章	深圳创业板市场行为与投保制度的实证分析	206
第一节	深圳创业板市场行为及主要投保制度安排概述	206
第二节	深圳创业板主要市场行为制度安排的实证分析	208
第三节	深圳创业板关键投保制度效率的实证分析	225
第四节	本章小结	237
第七章	海外成熟创业板市场制度建设经验的借鉴与启迪	239
第一节	海外创业板市场发展的现状及态势	239
第二节	中外创业板市场制度建设的比较分析	255
第三节	海外成熟创业板市场制度建设的借鉴与启示	281
第八章	深圳创业板市场制度建设的深层次问题、目标与策略选择	289
第一节	深圳创业板市场制度建设的深层次问题分析	289

第二节 深圳创业板市场制度建设的目标模式和路径 选择	299
第三节 深圳创业板市场制度建设的策略选择	301
第九章 本书的基本结论及进一步研究方向	317
第一节 基本结论	317
第二节 本书研究的不足与进一步研究方向	321
参考文献	324

第一章 绪 论

第一节 问题的提出

土地、资本、劳动力和技术是区域经济增长的四个最重要的要素。资本市场具有配置资源的功能，能为区域经济发展聚集资本，促进产业结构升级和区域经济发展。适应企业生命周期的要求，现代资本市场通常是多层次的。纵观我国资本市场，从上交所、深交所于 1990 年年底成立以来，已经快速发展 20 多年了，初步建成包括沪深主板、深圳中小企业板、深圳创业板和股份报价转让系统（柜台市场）在内的多层次资本市场体系（见表 1-1）。资本市场的迅猛发展，大大改变了我国债务性资金相对过剩和资本性资金相对短缺的局面，促进了国有企业改制，改革了投融资体制，而且提高了就业水平，较好地推动了区域经济健康快速发展。

表 1-1 2012 年年末我国多层次资本市场发展基本情况

板块名称	总股本 (亿股)	上市公司 家数 (家)	上市公司 境内总市 值 (亿元)	市盈 率 (倍)	成交 量 (亿 股)	成交 金额 (亿 元)	收盘 价 (元)	区间 涨跌 幅 (%)	区间 日均 换手 率 (%)	营业 总收入 增长率 (%)	首发 募集 资金 (亿 元)	首发 家数 (家)
创业板	601	355	8730	33	1478	23304	16	-23	5.6	111	351	74

续表

板块名称	总股本 (亿股)	上市公司 家数 (家)	上市公司 境内总市 值 (亿元)	市盈 率 (倍)	成交 量 (亿股)	成交 金额 (亿元)	收盘 价 (元)	区间 涨跌幅 (%)	区间 日均 换手 率 (%)	营业 总收入 增长率 (%)	首发 募集 资金 (亿元)	首发 家数 (家)
深证主 板 A 股	4034	414	33052	20	6984	63034	9	0.48	2.2	82	682	80
中小企 业板	2413	701	28704	27	5012	61397	12	-12	4	94		
上证 A 股	31072	944	158403	13	18847	164012	9	-6	2	89		

资料来源: Wind 资讯金融终端

注: (1) 总股本、上市公司家数、上市公司境内总市值、市盈率(市场静态)、收盘价(算术平均值)均是截至2012年12月31日的时点数; (2) 成交量、成交金额、首发募集资金、首发家数均是2012年全年的累积数; (3) 区间涨跌幅、区间日均换手率的时间区间均为2009年10月31日至2012年12月31日,且均是算术平均值; (4) 营业总收入增长率是指截至2012年3季度的前三年的增长率。

在我国多层次资本市场体系中,主板市场主要为大型成熟企业提供上市场所;中小企业板成立于2004年5月27日,严格意义上它属于主板的一部分,主要面向已开始进入成熟期、经营相对稳定、盈利能力较强并具有一定规模的企业;场外交易市场包括代办股份转让市场以及各种地方性产权交易市场两大部分;2012年9月,经国务院批准,中国证监会决定扩大非上市公司股份转让(即“新三板”)①试点,“新三板”试点范围由北京中关村扩展至天津滨海、上海张江和武汉东湖四家高新技术园区。本书研究的对

① 2013年1月16日,全国中小企业股份转让系统(“新三板”)在北京举行揭牌仪式,由此,中国证券交易所将形成上海证券交易所、深圳证券交易所、北京的全国中小企业股份转让系统“三足鼎立”的格局。

象——深圳创业板市场——则成立于 2009 年 10 月 23 日，定位于“三高六新”的初创期、规模小、成长性好的中小企业和高科技企业。

作为我国多层次资本市场的重要组成部分，深圳创业板市场在拓宽中小企业融资渠道、完善创业投资体制、提高高新技术产业竞争力、推进自主创新、优化产业和经济结构、以创业带动就业、促进区域经济快速发展等方面具有特别重要的作用。截至 2012 年 12 月 31 日，深圳创业板市场成立仅仅三年多，却已经上市了 355 家上市公司，总股本 601 亿股，上市公司市值达 8730 亿元，营业收入增长率大大高于主板市场，取得了显著成就。但深圳创业板市场也存在市场波动大、市盈率高、换手率高、区域发展不平衡等突出问题。在这种形势下，深圳创业板市场发展日渐成为实务界与理论界关注的焦点。深圳创业板市场发展的规律是什么？为什么世界上有为数不多的创业板发展较好，也有不少创业板市场成立不久就关闭了？影响深圳创业板市场的主要因素有哪些？这些因素的作用机制、衡量标准是什么？深圳创业板现有的制度安排是否能够有效促进深圳创业板的市场结构、市场行为和市场绩效？上述问题迫切需要从理论的角度进行深入阐释。现在是总结、评估、分析深圳创业板市场的重要时间节点了，笔者作为证券监督管理部门的工作人员，冲锋在上市公司监管的最前线，既肩负着监管的责任，也具有这方面的浓厚兴趣。以此作为学习的契机，从市场和制度的角度，深入研究深圳创业板市场的实现机制和内在机理，是逐步完善创业板理论体系、引导深圳创业板市场发展的一项创新性强、挑战性高的研究课题。

第二节 研究意义

据统计，截至 2013 年 5 月底，我国累计有 800 多家拟上市企业排队等候证监会发行审核，发行“堰塞湖”正在形成，深圳创业

板市场已经连续 8 个月没有新股上市。在这种局势下,从制度的角度研究深圳创业板的市场特征、市场结构、市场行为和市场绩效,探讨深圳创业板市场的目标模式及实现机制,具有重要的理论价值与现实意义。

第一,基于深圳创业板的 SCP 和制度均衡理论来研究深圳创业板市场制度建设,有利于完善和丰富创业板发展的理论体系。长期以来,海内外理论界对创业板发展的研究主要集中于创业板的基本特征、创业板的功能、创业板与主板的关系、创业板与风险投资和中小企业的关系、创业板发展策略等领域内,也有的运用了风险投资理论、多层次资本市场理论来进行研究,但大多处于探索阶段,不够全面、不够深入,尚未形成比较完整的理论体系和相对独立的分析框架。所以,基于制度和 SCP 相互作用的理论基础,探索深圳创业板市场的作用机制和制度有效性的评价标准,将能大大克服创业板市场制度建设理论体系的缺陷,更好掌握创业板市场发展的内在规律。

第二,通过总结深圳创业板市场成立三年多的经验、教训,并且对中外主要创业板市场制度建设进行比较,能为深圳创业板市场深化改革提供决策依据。在世界大型经济体中,我国的创业板市场发展虽然比较快,但起步较晚,成立三年多来,存在许多突出问题,如上市公司数量少、规模小、波动性强、风险高;制度设计采取的是“自上而下、政府主导型”的强制性制度变迁,具有模仿海外创业板市场制度和主板市场制度的痕迹;创业板市场总体处于弱势有效,独立性不强,股票发行抑价率过高, IPO 市盈率过高;部分公司创业特征不明显、成长性不高;爆炒引发套现;挪用超募资金;信息披露不充分、不及时;投资者自我保护意识不够;创业板退市机制模糊,自律监管力度不强等。深圳创业板市场现存的问题正逐渐成为制约该市场进一步健康发展的桎梏。发展创业板市场是我国产业结构转型升级、区域经济协调持续发展的客观要求,如何攻坚克难、促进创业板市场更好、更

快发展,是我国建设创新型强国进程中必须攻克现实难题。对此,必须认真总结深圳创业板市场的作用机制和经验教训,必须对深圳创业板市场结构、市场行为、市场绩效和制度变迁进行理论分析。

第三,研究现有制度约束下深圳创业板的市场结构和市场绩效,有利于为推动区域经济增长和企业成长提供理论和实证支持。区域经济增长、企业成长是国家强盛的重要基础,受多种因素影响,有其自身的运作规律和作用机制。区域经济增长和企业成长均离不开土地、资本、劳动力和技术的作用,其中企业成长是区域经济增长的微观基础,区域经济增长是企业成长的宏观体现。创业板市场是由众多“三高六新”的企业组成,具有促进企业成长和区域经济增长的独特的资源配置机制。因此,研究现有制度约束下的深圳创业板的市场结构和市场绩效,分析创业板促进区域经济增长和企业成长的作用机制、评价标准,探索如何通过加强深圳创业板的制度建设来培育“三高六新”的上市资源、改善融资环境、将科技与金融相结合、为创业投资提供顺畅的退出机制,同时规范公司治理、加强成本控制、完善资本结构,对于促进企业成长和区域经济增长具有重要的理论和实践意义。

第四,研究深圳创业板的市场行为及投资者保护的主要制度安排,有利于为推动深圳创业板市场制度重要组成部分的发行制度和信息披露制度改革提供参考依据。2012年1月6日至7日,第四次全国金融工作会议在北京召开,会议进一步强调要抓紧完善发行、退市和分红制度,深化新股发行制度市场化改革,加强股市监管。我国资本市场成立以来,发行制度先后经历了审批制、审核制,现在正朝着市场化的方向改革;深圳创业板的信息披露制度也在不断完善中。深圳创业板股票发行曾出现发行价高、市盈率高、超募资金高的“三高”现象,也有企业上市后便业绩变脸、虚假披露。因此,如何建立合理的制度,保障创业板市场发行定价合理、信息披露真实完整,正成为理论界和实务界高度关注的焦点。

本文基于 SCP 理论和制度均衡理论,运用多元线性回归模型、多元排序选择模型分别检验了深圳创业市场发行制度和信息披露制度的效率,并分析了主要影响因素,这将为深化创业板发行制度市场化改革、完善信息披露制度、保护投资者合法权益奠定理论和实证基础。

第三节 研究方法

本书采用了多种方法,基于不同视角,理论与实证相结合,对深圳创业板市场制度建设进行了研究:

第一,理论与实证检验相结合。本书试图将理论与实证检验两种方法有机结合起来,一方面基于制度创新与制度变迁理论、SCP 理论、多层次资本市场理论和风险投资理论,建立了深圳创业板市场制度建设理论模型、深圳创业板 SCP 与制度相互影响的机制,探讨深圳创业板市场的制度建设;另一方面运用深圳创业板市场结构、市场行为和市场绩效的相关数据,对深圳创业板制度绩效进行实证检验。

第二,动态分析与静态分析相结合。本书引入动态变量对深圳创业板市场制度建设进行了理论分析和实证检验,纵向比较了各动态时间序列,借此检验深圳创业板市场总体有效性和深圳创业板宏观市场绩效等;而且,在对深圳创业板关键投资者保护制度检验过程中,利用静态的横截面数据进行实证分析。

第三,归纳总结与演绎推理相结合。本书一方面在分析深圳创业板市场制度变迁的过程时,通过大量的经济现象、研究成果归纳总结出深圳创业板市场制度的变革符合制度变迁的逻辑规律的结论;另一方面在具备定量分析的条件下,通过演绎推理来揭示影响深圳创业板市场结构、市场行为和市场绩效的因素及作用机制等深层次问题。

第四,问卷调查和专家打分相结合。深圳创业板市场制度系统

全面,是由不同层次的制度、规则组成的,研究深圳创业板市场制度建设首先要找到切入点。为此,本书使用了层次分析法,通过问卷调查,请证监会创业板发行监管部、深交所创业板公司监管部、证监会相关派出机构和高校的部分专家学者对深圳创业板市场制度建设的评价指标进行指导和专家打分,然后再结合本人的工作和研究实际,对相关元素按方根法在电子表格中进行层次分析,对文章的重要组成部分采用了问卷调查和专家打分相结合的方法。

第五,比较分析方法。研究深圳创业板制度,如果采取孤立、闭门造车式的研究方法,将很难全面认识该市场的优势和缺陷。本书以开放式思维,比较分析了中外主要创业板市场的制度建设、我国主板和创业板市场制度的特点,据此,总结经验,存优弃伪,提出加强深圳创业板制度建设的路径和策略选择。

第六,规范分析方法。规范分析回答的是“应该是什么”的问题。它通常是指基于一定的价值判断,提出某些处理经济问题的标准,以此制定经济政策,并分析通过什么措施才能符合这些标准。本书基于深圳创业板市场现有制度的特点,坚持公平、效率、创新是深圳创业板市场制度价值判断的前提,通过理论和实证分析、比较分析,建立深圳创业板市场制度建设的目标模式,并对这一理想模式提出了相应的政策建议。

第四节 研究思路与主要创新

一、研究思路

本书围绕“深圳创业板市场现有制度安排是怎么样的,具有什么样的特征?为什么要对其进行制度建设?如何建设?相应的战略和政策措施是什么?”的逻辑链条来展开论述。具体逻辑思路如图1-1所示。

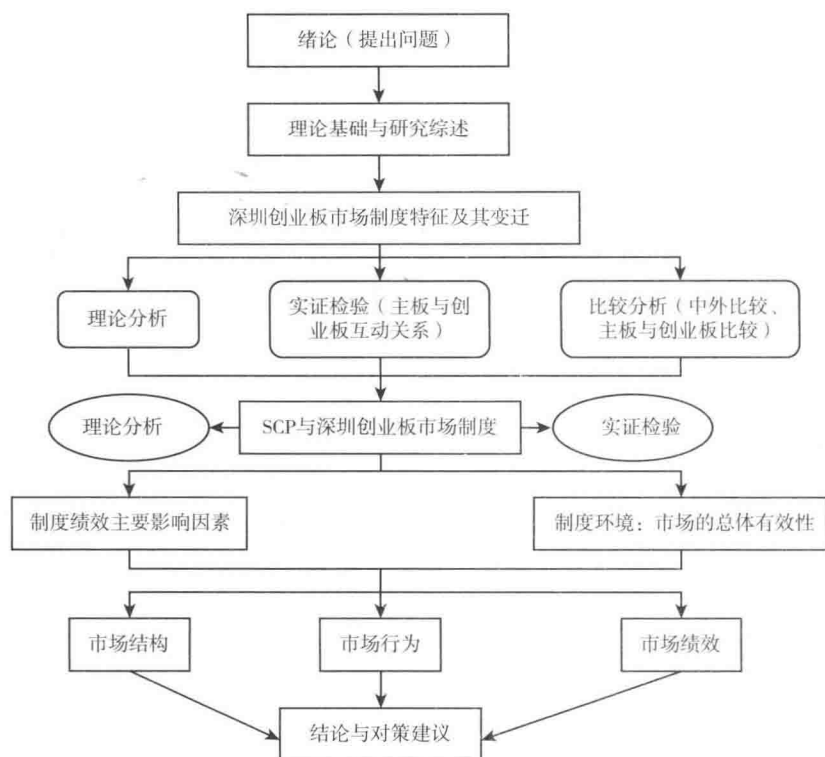


图 1-1 本书的逻辑思路

围绕以上研究思路，全书共有九章，其总体框架及各章基本内容如下：

第一章，绪论。本章介绍了本书的研究方法和思路、研究的理论与实践意义，提出了研究的主要问题，总结了本书可能的主要创新。

第二章，理论基础与研究综述。本章首先界定了研究范围，阐释了创新和创新经济、制度和制度创新、创业板市场、成长型企业等核心概念。其次，从 SCP 理论、制度创新与制度变迁理论、多层次资本市场理论、风险投资理论等梳理出相关研究成果，奠定论文