



京师青年教师出版资助基金

JINGSHI QINGNIAN JIAOSHI CHUBAN ZIZHU JIJIN

DUOCENGCI ZIBEN SHICHANG:
CONG ZIFA YANJIN DAO ZHENGFU ZHIDU SHEJI

多层次资本市场：

从自发演进到政府制度设计

胡海峰◎著



北京师范大学出版集团

BEIJING NORMAL UNIVERSITY PUBLISHING GROUP

北京师范大学出版社



京师青年教师出版资助基金

JINGSHI QINGNIAN JIAOSHI CHUBAN ZIZHU JIJIN

DUOCENGCI ZIBEN SHICHANG:

CONG ZIFA YANJIN DAO ZHENGFU ZHIDU SHEJI

多层次资本市场：

从自发演进到政府制度设计

胡海峰◎著



北京师范大学出版集团

BEIJING NORMAL UNIVERSITY PUBLISHING GROUP

北京师范大学出版社

图书在版编目(CIP) 数据

多层次资本市场: 从自发演进到政府制度设计 / 胡海峰著. —北京: 北京师范大学出版社, 2010.9
ISBN 978-7-303-11290-6

I. ①多… II. ①胡… III. ①资本市场—研究—中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 140281 号

营销中心电话	010-58802181 58808006
北师大出版社高等教育分社网	http://gaojiao.bnup.com.cn
电子信箱	beishida168@126.com

出版发行: 北京师范大学出版社 www.bnup.com.cn
北京新街口外大街 19 号
邮政编码: 100875

印 刷: 北京京师印务有限公司
经 销: 全国新华书店
开 本: 148 mm × 210 mm
印 张: 12.75
字 数: 260 千字
版 次: 2010 年 9 月第 1 版
印 次: 2010 年 9 月第 1 次印刷
定 价: 32.00 元

策划编辑: 戴 轶	责任编辑: 戴 轶
美术编辑: 毛 佳	装帧设计: 毛 佳
责任校对: 李 菡	责任印制: 李 啸

版权所有 侵权必究

反盗版、侵权举报电话: 010-58800697

北京读者服务部电话: 010-58808104

外埠邮购电话: 010-58808083

本书如有印装质量问题, 请与印制管理部联系调换。

印制管理部电话: 010-58800825

前 言

2003年10月，党的十六届三中全会审议通过了《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，作出了“积极推进资本市场的改革开放和稳定发展，扩大直接融资。建立多层次资本市场体系，完善资本市场结构，丰富资本市场产品。规范和发展主板市场，推进创业投资和创业板市场建设”等决定。2005年，“十一五”规划纲要（2006—2010年）再次明确提出了“建立多层次资本市场体系，完善市场功能，拓宽资金入市渠道，提高直接融资比重”等要求；《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）》进一步对我国建立多层次资本市场体系的目标予以明确，提出“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”。上述内容充分体现了我国政府对于建设多层次资本市场的高度重视，表明了中国资本市场发展的战略目标是建立多层次资本市场体系。可以说，建设多层次资本市场是基于对国内外经济发展趋势和经济运行规律的正确判断，以及对资本市场发展服务于经济发展内在机理正确把握的基础上作出的，有着重大的理论意义和现实意义。

多层次资本市场体系是社会经济发展到一定阶段出现的一项金融制度安排，其生成与演进必然遵循一定的发展规律，具有自身的内在逻辑。从国际经验来看，成熟资本市场不仅有证券交易所市场，而且还有场外交易、柜台交易、直接的产权转让等市场，证券交易所市场又包括主板市场和创业板市场的证券集中竞价交易、大宗交易、非流通股转让等平台。各层次资

本市场针对不同的投、融资主体，提供具有不同内在逻辑与特点的层次化资本市场制度安排，通过各层次市场的相互协调、相互配套，形成相互依存、有序衔接、无缝隙的完整体系。这种成熟的资本市场体系，通过其高效运作和科学设计，在有效发挥资本市场优化交易、融通资金、资源配置、风险定价的基本职能基础上，根据经济发展变化不断衍生出适应性的新功能，使资本市场发展更好地契合经济增长，推动国民经济的持续发展。

纵观世界各国发展历程及现状，多层次的资本市场体系并不是各个国家都具备的普遍现象，多层次资本市场通常会出现在那些幅员辽阔、经济发展严重不平衡的世界大国，而且大多伴随着大国崛起逐渐演变而成。

我国是一个发展中大国，东部、中部、西部的经济发展水平差别甚大，即使在同一经济区域，各省区的经济资源状况、经济技术水平、市场发展水平等也差别很大（远不是二元经济结构所能概括的）。在这种条件下，仅发展单一标准、单一层次的资本市场，显然是不合适的。根据多层次生产力发展的要求，发展多种经济成分，发展多层次的市场体系，是我国改革开放伊始就提出的一个基本政策原则。如今，商品市场、技术市场、劳动力市场等已成为一个多层次的市场。资本市场虽不可能像上述市场那样遍布大街小巷，但为了适应多层次资本市场发展水平的要求，建立多层次的资本市场体系也是必需的。

从国际社会来看，美国、日本等国家各地的经济差别明显小于我国，但它们不仅有多家证券交易所市场，而且还有覆盖全国的场外交易市场；韩国、新加坡等国家或地区，就国土面

积、人口数量等而言，明显小于我国，但它们也有多层次的资本市场体系；欧洲的资本市场更是多种多样，既有伦敦、巴黎、法兰克福等国际化的证券市场，也有 EASDAQ、AIM 等市场；即使我国香港、台湾等地区，资本市场体系也不是单一层次的。

开放资本市场、实现与国际接轨是我国资本市场的必然趋势。在实现与国际接轨的过程中，如果我国资本市场依然是一个层次单一的市场，那么这种接轨在很大程度上只能视为形式意义上的，是不符合国际资本市场要求的，要达到国际化标准更是困难。

在近两百年来世界历史上，大国之间的竞争已经潜移默化地刻上了资本市场的烙印。比如美国和英国之间的竞争，就规模而言，纽约交易所超过伦敦交易所是在 1914 年到 1918 年之间，同一时期，美国人均 GDP 也超过英国，正式成为全球第一大强国。再比如阿根廷和美国，1913 年，阿根廷和美国人均 GDP 比较相似，阿根廷 3 800 美元，美国 5 000 美元，但如今，美国已经发展成为世界第一强国，相反，阿根廷却沦为南美最贫穷的国家之一。有观点认为，阿根廷的落后有两个重要原因：一是经济政策不稳定；二是金融市场不发达，尤其是资本市场不发达。在过去的二十多年时间里，阿根廷优质上市公司大量流失，去国外上市成为其国内企业融资的首选，而选择留在国内上市的企业数量相当有限，如此恶性循环，必然导致经济发展缓慢。

美国的崛起是依托在资本市场的发展之上的。在过去的 350 年中，华尔街与美国经济的历史是一个比较完整的虚拟经济与实体经济良性互动的经济学案例。华尔街在美国经济起飞

的过程中扮演了举足轻重的角色。人类社会已经进入 21 世纪，面对新世纪的诸多挑战与机遇，如何能够顺利崛起是中华民族不得不思考的重要课题。^①

事实上，日本、韩国、新加坡等许多发达国家都正在积极改变现有金融体系，大力发展直接融资，许多国家都已经建立了类似美国纳斯达克市场的创业板市场或产权交易市场，并积极探索和推进本国多层次资本市场体系建设。即使是已经建立起以资本市场为主的金融体系的英国，也曾努力探索 AIM 市场的实践，虽然最终失败。

今天的中国经济虽然有了长足的发展，但人均 GDP 和美国相比仍然很小。从某种程度上来说，一个成熟的、良性的资本市场是促使金融体系乃至经济体系实现生态平衡的关键。同时，金融体系的运行效率和资本市场的发达程度，也决定了一国资源配置的效率，决定了一国经济发展的“加速度”。历史给站在十字路口的我国提供的深刻启示是，对我国这样一个正在崛起并追赶发达国家的大国来说，资本市场的建设是一个基本国策，将其放在国家战略的高度来看待是必要的。只有顺应国际主流发展趋势和新的时代要求，尽快建立起健全完善的多层次资本市场体系，才能在新世纪的国际竞争中立于不败之地。

我们应当看到，多层次资本市场的建立对我国经济的协调和稳定发展有着重要的意义。

第一，多层次资本市场的建设是整个金融市场协调和可持续发展的基础。以美国为例，因为美国已经形成了以纽约交易

^① [美]约翰·S·戈登：《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起》（中译本），北京，中信出版社，2005。

所为主，纳斯达克市场和区域性市场等各个交易市场相互支持的多层次资本市场体系，因此能够为不同性质的企业提供多元化的融资渠道选择，而且也能够保证上市企业和投资人在资本市场中进行可选择的、连贯性的运营与投资，更好地保证投资人的利益。为什么全球的创业板没有一枝独秀，而日本、韩国甚至我国香港地区等都出现很大的调整？客观的比较研究表明，其中一个重要的原因就是，这些国家和地区的资本市场缺乏多层次、适应不同投资者和上市企业需求的、相互之间密切联系的市场体系。反观当前中国证券市场，之所以 2002 年以来证券市场融资能力下降，不能很好地显示中国经济快速增长的良好趋势，关键原因是单一的、行政管制的主板市场并没有很好地满足多层次的企业融资需求。从理论上说，资本市场只有通过面向需求的最大可能的细分，来最大限度地满足多样化的市场主体对资本的供给与需求，才能高效地实现供求的均衡，这样的资本市场才可能是全面、协调和可持续发展的。从市场监管的角度看，如能对企业多层次的融资需求作出合理的、多层次的市场体系安排，监管部门相应地就能针对不同市场上的企业特点作出不同的监管安排，这样也是有利于市场的协调发展的。

第二，多层次资本市场的建设主要是满足中小企业、高科技企业的融资需求，而这些企业正是中国经济增长中最为活跃的因素。为这些活跃的市场群体提供的有力的金融支持能够提高中国经济可持续增长的潜力。2008 年以来，随着全球金融海啸的不断蔓延，外部经济环境开始恶化，出口急剧下滑，使得我国过度依赖出口拉动的经济发展模式难以为继；同时，环境恶化、资源过度消耗也在不断蚕食着中国经济的可持续发展

潜力与能力。为了保持经济的持续协调增长，国家提出自主创新国家战略，努力促进产业结构优化升级，实现经济发展模式由粗放的资源密集型向集约的技术密集型与低碳经济转型。

发达国家自主创新国家战略的实践经验表明：中小企业是自主创新的主体，但中小企业在技术创新阶段及创新成果产业化阶段存在市场失灵，致使创新活动存在诸多障碍。因此，许多国家通过发展创业投资和多层次资本市场等措施来纠正市场失灵，支持中小企业发展，推进自主创新国家战略顺利实施。反观我国，现有的资本市场层次格局对于中小企业的金融支持显著不足。在这一背景下，加快推进多层次资本市场体系建设成为我国的必然选择。多层次资本市场体系的建立，对于我国经济协调、稳定、持续发展有着重要意义。

第三，多层次资本市场的发展带动直接融资和间接融资的融资结构调整，对于改变过于依赖以银行贷款主导的间接融资的融资结构具有积极的作用，而单一的间接融资结构往往具有很强的脆弱性，是难以持续协调发展的。

第四，多层次资本市场的发展有利于降低金融领域的二元结构，推动落后地区的金融发展。众所周知，当前我国的经济发展程度差异相当明显，不同企业之间的发展状况也有很大的差别，如果只有一个单一的标准、一个单一的行政管制下的市场，那么这个标准往往会对经济相对落后的地区和中小企业形成事实上的制约，这从总体上显然是不利于中国经济的可持续发展的。从这个意义上说，中小企业板块的启动对于当前的融资格局的调整具有积极意义。

通过以上分析，我们能清楚地看到，在我国建设和完善多层次资本市场已经迫在眉睫。可以说，多层次资本市场的建设

直接关系到深化金融改革、健全金融体系等重大问题，关系到提高自主创新能力、建设创新型国家战略实施，从而直接影响到贯彻落实十七大提出的构建社会主义和谐社会、全面建设小康社会的战略部署。

由于多层次资本市场体系的生成和演进有自身的内在规律，其发展和完善需要相应的制度环境，因而建设多层次资本市场是一项具有长期性和复杂性的工程。仅简单地从功能和框架上移植国外多层次资本市场的制度安排，可能导致制度不相容的一系列问题，导致创建的失败。鉴于此，本书试图从比较制度经济分析以及历史研究的思路出发，找出多层次资本市场体系发展的内在逻辑，对多层次资本市场体系演进的原因、机制以及演进路径进行理论与经验上的探讨，同时，把我国多层次资本市场的目前状况放到资本市场形成的历史过程中去分析和考察，找到阻碍我国多层次资本市场生成与演进的制度性根源，以一种前瞻性的视角不断地确定其未来的发展趋势和改革取向，并在改革中尽快健全和完善我国的多层次资本市场体系，使其更好地为我国经济的发展服务。

本书是国家社会科学基金项目“我国多层次资本市场建设和监管问题研究”的最终成果，内容涉及多层次资本市场与自主创新国家战略实施、多层次资本市场体系的界定、多层次资本市场建设的理论基础、多层次资本市场建设的制度基础、多层次资本市场建设的国际经验、我国资本市场的多层次化实践、我国多层次资本市场建设的目标和途径、适应我国多层次资本市场发展的监管制度的建立、多层次资本市场的投资者保护制度和信息披露制度。主要内容如下：

第一，多层次资本市场体系的界定。界定多层次资本市场

◀多层次资本市场：从自发演进到政府制度设计

体系涉及的内容，主要包括资本市场的内涵、层次性的含义、资本市场层次性的含义、资本市场层次性与结构性的区别与联系以及我国多层次资本市场体系的组成。资本市场的层次性可以从上市标准、交易规则、最低报价要求等多个角度加以分析。基于层次性的含义，我国在深交所设立的中小企业板并未形成新的层次。同时，资本市场层次性与资本市场结构性并非等同，二者既有区别，又有联系。

第二，多层次资本市场建设的理论基础。理论基础主要有资本市场完备性理论、融资者需求的差异性理论、企业融资结构理论、投资者风险偏好理论、金融分工理论和风险投资相关理论等。其中，金融分工理论是一个全新的研究视角。该理论认为，在金融领域，类似于生产活动中的那种严格意义上的分工水平和专业化程度并不容易界定。但对于一个由金融中介和金融市场组成的金融系统而言，金融中介和金融市场提供的不同风险分担机制却可以作为一种金融分工的划分依据。基于金融分工理论，多层次资本市场建设就是要将原来的那种层次过于简单的资本市场体系结构更加层次化，明确主板、创业板、中小板和其他层次资本市场的上市标准等一系列制度安排，进一步细化资本市场体系内部不同层次之间的分工，最大限度地推动符合条件的中小企业能够进入资本市场进行融资，构成一个分工合理、层次分明的整体。

第三，多层次资本市场建设的制度基础。制度由正式规则（法律、宪法、规则）、非正式约束（习惯、道德、行为规范）及其实施特征组成，它为人们的行为生成提供了必需的激励结构。“制度是人们确定其权利、对他人所承担的风险、义务和责任的具有约束力的关系束。制度构成了从他人向角色的反馈流（强化物），这些关系相对持久和广泛。”本项目从经济制度、

金融制度、法律制度、市场制度和监管制度五个方面依次探讨我国多层次资本市场建设的制度基础。

第四，多层次资本市场成功建立的标志——以美国为例。美国的多层次资本市场体系是当今公认的典范，从其现状可以看出，一个成功的多层次资本市场体系需要具备的基本要素体现在上市公司数量、优质的资产、多元化的上市标准和不同层次的股票价格等几个方面。

第五，我国多层次资本市场体系的建设目标和途径。首先，我国的多层次资本市场体系应包括三个层次：第一层次由上海证券交易所、深圳证券交易所和香港联合交易所蓝筹股市场构成；第二层次由深圳证券交易所创业板市场、中小企业板市场以及香港创业板市场构成；第三层次是由代办股份转让系统和产权市场构成的场外交易市场。其次，我国多层次资本市场的建立过程应和发达国家相反：先从最容易复制和模仿的全国性交易所市场开始，再逐级向中小企业板市场、创业板市场和场外市场推进。再次，基于交易所的国际发展经验，我国应逐步推进沪、深两所的公司制改革，增强其国际竞争力。最后，根据实证分析结果和国际经验，我国应在合适时机合并沪、深两所，扩大沪、港两地交易所的交叉上市范围，重新定位交易所之间的关系，顺应交易所全球化发展浪潮的需求。

本书的研究内容既包括了已有的关于多层次资本市场建设的多数研究内容，同时，在资本市场层次性的含义、资本市场层次性的制度分析、不同层次资本市场的转板、投资者保护的实证研究、交易所竞争的实证研究等多个方面又有新的拓展或突破，既具全面性，又颇具创新性。

整体而言，本书对建立和完善多层次资本市场体系进行了全面、系统的研究，针对我国资本市场存在的诸多问题提出了

相应的解决方法。与其他同类研究文献或相关出版物相比，本书运用了多种创新研究方法，研究内容具有自己的特色，在多方面取得较大突破或创新。具体而言：

第一，考察了建设多层次资本市场与实施自主创新国家战略之间的关系。目前，国内关于多层次资本市场建设的同类文献或相关出版物，对于建设多层次资本市场的背景重视不够，使得对于多层次资本市场建设的研究欠缺完整性，而本书则主要从实施自主创新国家战略的视角深入考察了我国建设多层次资本市场体系的背景因素。

第二，系统地阐述了层次性、资本市场层次性的内涵，分析了层次性与结构性的区别和联系。此前出版或公开发表的相关文献、著作对于资本市场层次性的内涵有过探讨，但仍不够全面，甚或疏漏了部分重要内容。本书在总结梳理已有研究的基础上，分别从不同层次资本市场上市股票最低报价要求、服务对象、市场定位等角度，进一步阐释了资本市场层次性的内涵。同时借助几何图形法，基于不同的上市标准、交易规则、服务对象和市场定位，展示了不同层次资本市场的特征，使读者一目了然。层次性的界定，是已有研究普遍忽略的重要问题。本书以“系统”作为研究对象，分别从物体结构层次、高级生命体结构层次、人类基本需求层次等方面诠释了层次性的含义，弥补了相关研究的不足。此外，现有的多数研究，对于资本市场层次性与结构性并不加以严格区分，但实际上，层次性与结构性并非完全相同。作为本书的另一个创新点和重要建树，我们从划分依据、表现形式两个方面，对资本市场层次性与结构性的区别和联系加以了解析。

第三，构建多层次资本市场建设的理论基础。本书既系统地总结了国内外多层次资本市场的相关理论，如资本市场完备

性理论、融资者需求的差异性理论、企业融资结构理论、投资者风险偏好理论等，同时又首次构建了多层次资本市场建设的另一重要理论基础——金融分工理论。该理论以金融系统中市场和中介的不同风险分担机制为研究视角，对金融系统中的分工进行了界定，并分析了市场对于新技术融资的特有分工优势，结合我国资本市场的现有格局和分工错位，提出了我国应建立包括主板、创业板、中小企业板、场外市场在内的多层次资本市场体系的重要结论，进一步丰富和完善了建设多层次资本市场的理论基础。

第四，对多层次资本市场的演进进行制度分析。本书利用新制度经济学分析方法，深入分析了多层次资本市场的演进特征和演进路径，探讨了不同层次资本市场尤其是“非主板”市场的制度生存空间和制度边界问题；同时，在青木昌彦提出的比较制度分析框架内，对资本市场的制度安排、制度变迁与制度均衡问题进行了推理。

第五，提出了多层次资本市场成功建立的标志。美国的多层次资本市场体系是当今公认的典范。管窥美国资本市场的发展现状，本书从上市公司数量、优质资产、多元化的上市标准以及不同层次资本市场的股票价格等角度，提出了一个成功的多层次资本市场体系需要具备的基本要素。

第六，引入了生态系统动力学来研究我国交易所的竞争和格局调整。证券交易所市场格局的调整是一个重要课题。国内学者对这一问题的探讨较为广泛，但目前仍停留在一般性的论述阶段。本书将生态系统动力学中研究物种竞争的 Lotka-Volterra 模型引入分析框架，对我国沪、深两主板和沪、港两主板的竞争关系进行实证研究，明确了各市场间的竞争关系，找出了竞争的均衡点，结合国际上交易所的调整经验，提出了合

并沪、深两主板和扩大沪、港两主板交叉上市范围的政策建议。同时，还分析了合并时机的选择以及法律、技术障碍等问题。

第七，对我国中小投资者保护与上市公司价值关系进行了实证检验。一个国家的法律对中小投资者保护程度会因其法律起源不同而不同，进而会影响到证券市场的发展质量；上市公司作为证券市场的主体，被市场赋予的市场价值是衡量公司增长潜力和投资者信心的重要指标。本书以 LLSV(2002)提出的投资者的保护与公司价值关系理论为基础，结合国内学者的研究，对我国中小投资者保护与上市公司价值进行了实证检验。结果表明，法律对中小投资者的保护程度与公司价值的正向作用显著，也就是说，在中国资本市场和法律保护发展的历史进程中，随着法律保护程度的加强，上市公司的价值也在不断提高。

在国家社科基金项目的研究过程中，我的学生罗惠良、方淑英、李忠、彭春燕、张宗林、孙丹、张训然、宋李等先后参加了文献收集、整理以及部分内容的写作，特别是罗惠良博士在长达两年的课题研究中，承担起课题的协调、组织等大部分事务性工作，使得课题顺利通过评审结项。尽管本书在项目成果的基础上进行了大幅的修改、补充甚至重写，但本书仍可以说是我与他们共同研究、合作的成果，是大家集体智慧的结晶。此外，本书在写作和申请资助的过程中得到了北京师范大学经济与工商管理学院李翀教授、沈越教授、白暴力教授、李宝元教授的关注、帮助和指导，在此我谨向他们表示衷心的感谢。

目 录

第一章	多层次资本市场与实施自主创新国家战略/1	
第二章	多层次资本市场体系的界定/12	
第一节	资本市场的内涵	12
第二节	资本市场结构性的定义和表现	17
第三节	资本市场层次性的含义及作用	28
第四节	我国资本市场层次性的具体界定	43
第三章	多层次资本市场的理论基础/53	
第一节	资本市场的完备性理论与多层次资本市场	53
第二节	金融分工理论与多层次资本市场	59
第三节	投资者风险偏好理论与多层次资本市场	74
第四节	融资者需求的差异性理论与多层次资本市场	77
第四章	多层次资本市场建设的制度基础/86	
第一节	多层次资本市场的典型制度体系	86
第二节	多层次资本市场制度分析	93
第五章	多层次资本市场建设的国际经验/112	
第一节	典型发达国家或地区多层次资本市场概述	112
第二节	其他国家或地区创业板市场的实践	132
第三节	世界各国多层次资本市场建设的经验和启示	135

第六章 我国资本市场的多层次化实践/146

- 第一节 我国资本市场的发展历程 146
- 第二节 我国资本市场层次化实践中遇到的问题 ... 171
- 第三节 我国资本市场层次不足的负面影响 177

第七章 我国多层次资本市场建设的目标和途径/184

- 第一节 我国多层次资本市场体系的总体规划 184
- 第二节 主板市场的竞争与我国的对策 197
- 第三节 交易所的公司制发展及其对我国证券交易所
的影响 207
- 第四节 中国证券交易所的动态竞争及格局调整 ... 214
- 第五节 多层次资本市场中的上市公司转板决策 ... 267

第八章 建立适应我国多层次资本市场发展的监管 制度/279

- 第一节 资本市场监管的内涵 279
- 第二节 资本市场监管模式及监管结构 282
- 第三节 不同层次资本市场监管的实践 294
- 第四节 建立适应我国多层次资本市场发展的监管
制度 302

第九章 多层次资本市场的投资者保护制度和信息披露 制度/311

- 第一节 多层次资本市场的投资者保护制度 311
- 第二节 多层次资本市场的信息披露制度 349

主要参考文献/374