

# B 资本市场蓝皮书®

## BLUE BOOK OF CAPITAL MARKET

· 权威机构 · 品牌图书 · 每年新版

# 中国场外交易市场 发展报告 (2010~2011)

ANNUAL REPORT ON CHINA'S OTC MARKET  
DEVELOPMENT (2010—2011)

主 编/高 忞  
副主编/钟冠华



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

2011  
版



资本市场蓝皮书

**BLUE BOOK**  
OF CAPITAL MARKET

# 中国场外交易市场发展报告 (2010~2011)

主 编 / 高 岱  
副主编 / 钟冠华

---

ANNUAL REPORT  
ON CHINA'S OTC MARKET DEVELOPMENT  
(2010-2011)



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

## 图书在版编目 (CIP) 数据

中国场外交易市场发展报告: 2010 ~ 2011/高岱主编. —北京: 社会科学文献出版社, 2011. 1

(资本市场蓝皮书)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 2095 - 0

I. ①中… II. ①高… III. ①证券交易 - 资本市场 - 研究报告 - 中国 - 2010 ~ 2011 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 008876 号

## 资本市场蓝皮书

## 中国场外交易市场发展报告 (2010 ~ 2011)

---

主 编 / 高 岱

副 主 编 / 钟冠华

---

出 版 人 / 谢寿光

总 编 辑 / 邹东涛

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

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

网站支持 / (010) 59367077

责任部门 / 财经与管理图书事业部 (010) 59367226

电子信箱 / [caijingbu@ssap.cn](mailto:caijingbu@ssap.cn)

项目经理 / 周 丽 王莉莉

责任编辑 / 王玉山 王莉莉 赵学秀

责任校对 / 郭艳萍

责任印制 / 蔡 静 董 然 米 扬

品牌推广 / 蔡继辉

---

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010) 59367081 59367089

经 销 / 各地书店

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

排 版 / 北京中文天地文化艺术有限公司

印 刷 / 北京季蜂印刷有限公司

---

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

印 张 / 20 字数 / 340 千字

版 次 / 2011 年 1 月第 1 版 印次 / 2011 年 1 月第 1 次印刷

---

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 2095 - 0

定 价 / 59.00 元



---

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

## 法律声明

“皮书系列”（含蓝皮书、绿皮书、黄皮书）为社会  
科学文献出版社按年份出版的品牌图书。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，任何复制、模仿或以其他方式侵害（) 和“经济蓝皮书”、“社会蓝皮书”等皮书名称商  
标专用权及其外观设计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。

社会科学文献出版社

法律顾问：北京市大成律师事务所

## 资本市场蓝皮书编委会

### 学术顾问 (按拼音排序)

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

主 编 高 忞

副 主 编 钟冠华

### 编 委 (按拼音排序)

邓向荣 董瑞华 高 忞 高援朝 洪振东  
惠建军 胡希德 贾保文 刘忠燕 谢思全  
钟冠华

## 主要编撰者简介

**高 峦** 男，1955 年生，天津人，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。1990 年 7 月至 1991 年 7 月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。历任天津市发展和改革委员会外经处、市场处处长，天津市外国投资服务中心项目部部长，天津市经济体制改革研究所所长等职。现任天津产权交易中心党组书记、主任，北方产权交易共同市场理事长，中国产权交易行业专业期刊《产权导刊》主编。著有《资产证券化研究》和《中国场外交易市场发展报告（2009~2010）》等书，并在各种期刊公开发表关于产权、金融、资本市场等方面的论文 30 余篇。

**钟冠华** 男，1962 年生，湖北鄂州人，华中科技大学博士生。曾任河南省产权交易中心副总裁、河南省股权登记托管交易中心总经理、天津产权交易中心投资银行部部长。现任天津产权交易中心副主任、天津股权交易所执行总裁。

## 中文摘要

在我国多层次资本市场体系发展完善过程中，场外交易市场建设也在实践摸索中前进，虽然过程曲折艰辛，但已取得了欣然的成绩并积累了一定的经验。欣喜之余，我们应该看到多层次资本市场体系的基底仍不够坚实稳固，场外交易市场建设所面临的困难依然不容忽视。为了解决场外交易市场建设在理论上的困惑和实践中的迷茫，加快推进我国场外交易市场建设进程，继《中国场外交易市场发展报告（2009～2010）》之后，又推出《中国场外交易市场发展报告（2010～2011）》，力求为探索有中国特色的场外交易市场建设之路提供有益的理论指导。

本书分为八部分，分别是总报告和组织模式篇、结构模式篇、交易模式篇、融资模式篇、监管模式篇、探索篇及大事记等七个专题。

总报告为本书的统领。总报告基于对中国经济发展和资本市场建设态势的判断，分析政策推进中国场外交易市场建设的意义及条件；研究中国场外交易市场的模式选择及其基本构架；探讨中国场外交易市场的建设路径及推进实践的现实选择，并提出了本书的基本观点。

组织模式篇细致深入地研究了证券交易市场采取的主要组织形式——会员制和公司制。通过比较分析二者的特点发现，公司制是迄今为止最为成功的市场组织模式，最能适应目前的市场环境；而会员制则是证券市场在特定发展阶段所普遍采用的组织模式。中国资本市场的形成经历了从无到有、从单一到多元的发展历程，在发展过程中，市场组织呈现出政府主导、国有资本为主的特点，有着浓厚的行政色彩。

结构模式篇包括两篇文章。第一篇文章在分析国际资本市场结构的演变阶段及其特征的基础之上，主要以美国、英国、德国和我国台湾地区为例，分析了现代场外交易市场结构的特征及对我国的启示。第二篇文章认为，目前我国形成了包括产权交易市场、代办股份转让系统和股权交易所在内的多板块并存的外场交易市场结构，并认为构建符合我国企业融资需要的双层递进式场外交易市场，是我国资本市场的发展方向，也是规范场外交易市场的重要环节。

交易模式篇共三篇文章。第一篇文章分析了场外交易市场传统做市商制度的发展脉络、演变的节点及其演变的原因，在此基础上总结了对我国的启示意义。第二篇文章分析了我国场外市场交易制度形成的背景和现状，探讨了制约场外市场做市商制度发展的因素，最后从多重视角提出了发展我国场外市场做市商制度的建议。最后一篇文章分析了我国场外交易市场定价方面存在的主要问题。在借鉴国外发达场外交易市场经验的基础上，根据我国实际情况，提出了构建我国场外交易市场的定价模型，并提出了相应的配套条件。

融资模式篇共三篇文章。第一篇文章对美国纳斯达克市场、OTCBB 市场，英国 AIM 市场以及台湾兴柜和上柜市场等海外典型场外交易市场的融资现状进行梳理分析后发现，场外交易市场融资的主要途径是私募融资，这种融资方式被场外交易市场上挂牌的中小企业所普遍采用，是中小企业融资的核心模式之一。第二篇文章在阐释私募融资的含义及其与公募的区别的基础上，对私募融资的起源与演变进行了研究，并以美国为例，对成熟资本市场国家私募融资制度进行了剖析。第三篇文章主要介绍了我国的私募融资制度现状、私募法律制度现存问题及天交所在现有法律架构下所做的突破性创新。

监管模式篇的第一篇文章分析了发达地区场外交易市场发展和金融监管制度相互推进的历史进程，从主流经济思想的变化、监管目标的重塑以及监管必要性和有效性三个角度考察了金融监管理论的发展脉络。第二篇文章总结了现时期中国场外交易市场的两种典型监管模式，通过实证分析发现建立全国统一的场外交易市场、引入做市商制度等措施有助于降低场外交易市场的非系统性风险和市场风险。最后，本文提出适合未来中国场外交易市场发展的三级监管体系，并在市场风险内控制度方面做出创新性选择。

探索篇介绍了天津股权交易所借鉴国外成熟场外交易市场的发展规律与经验，对中国场外交易市场建设的模式进行了积极探索，初步形成了一系列具有特色的市场发展模式，包括“小额、多次、快速、低成本”的私募融资模式、以做市商为主的混合型交易模式、全国市场与区域市场相结合的双层递进式市场结构模式以及统一制度下多主体共同参与的自律监管模式。

本书通过研究场外交易市场组织模式、结构模式、交易模式、融资模式及监管模式的发展脉络、演变的节点及其演变的原因，总结其发展规律，为推进有中国特色的场外交易市场建设提供有益的借鉴。



## Abstract

With the development and improvement of multi-level capital market system in our country, the construction of the over-the-counter (OTC) is also going ahead. Although the process is circuitous and hard, it has made significant progress and accumulated some experience. Except for rejoice, we must view that the base of the multi-level capital market system is not firm and we can not ignore the difficulties. In order to resolve practical and theoretical confusions and speed up the development of China's OTC Market, based on the Annual Report on China's OTC Market Development (2009 - 2010), we launch the Annual Report on China's OTC Market Development (2010 - 2011) successively and try our best to offer beneficial reference for the construction of the over-the-counter market with Chinese characteristics.

This book consists of eight parts, namely, the general report, Organization Structures Pattern Paper, Market Structure Pattern Papers, Trading Pattern Papers, Financing Pattern Papers Supervision Pattern Papers, Exploring Papers and The Events Papers.

General report is the core of the book. Based on the judgment of the development of Chinese economy and the trend of capital market. This thesis discusses the significance and corresponding conditions of policy promotion, and make a study on the mode choice and market structure of China's OTC market, then we discuss the construction paths and the real practice of Chinese OTC market. Finally, this part makes the book's basic points of view.

Organization structures pattern Paper makes a deep study on two main organizational forms of securities trading markets. one is membership, another is demutualization. From the analysis, we find that the demutualization is the most successful system of market organization and has the best ability to adapt to the current market environment; but the membership is a commonly used form in some particular stage. The formation of China's capital market has experienced special process from small to large, single to multiple. In this process, OTC market organization appears the

characteristics of government-leading and state-dominated.

Market structures pattern papers consists two articles, the first one analyzes the features of OTC markets in America, Britain, Germany and tai wan province, and puts forward the reference to China. Another paper analyzes the status, characteristics and defections of China OTC market.

Double progressive market structure mode combining the national market with regional market is the best market structure which could adapt to economic development of our country.

Trading Pattern Papers consists three articles. The first one analyzes the development process of traditional market making system in the OTC market, the Evolution Node of Market Making System and Its Reference to China. The following one analyzes the status and background of the OTC market formation, factors that constrains the development of market maker system in OTC market, and finally puts forward the suggestions for the development of market maker system in China OTC market. The third one analyzes the problems in the pricing formation of China OTC market, and puts forward our pricing model and suggestions at the view of the corresponding supporting conditions on the base of our status and the references from developed OTC markets.

Financing Pattern Papers consists three articles. The first one analyzes the status and the mode of OTC market financing through the financing present situation comparing analysis about foreign typical OTC markets, and find that private-equity financing has been the principal financing mode chosen by small and medium-sized enterprises. The following one analyzes the development process of private equity financing mode in OTC markets on base of the comparison with the public offering, and private equity financing system in developed countries like USA. The third one introduces the status quo of the private equity financing, the existing problems corresponding to the related laws and regulations, and finally the Tianjin Equity Exchange breakthrough under the present laws and regulations in China.

Supervision pattern papers consists two articles, the first one takes a close look at the evolution path of the theories of financial regulation on the basis of the analysis about the interrelationship between the development of foreign OTC markets and their regulatory systems. The development context of financial regulation could be studied on three perspectives which include the change of mainstream economic thoughts, the

remaking of regulatory objectives and the necessity and effectiveness of regulation. Through the further study on typical regulation patterns of OTC markets abroad, we find three important pieces of experience worth learning. Another article summarizes the two typical supervision modes of the ongoing Chinese OTC market, and measures the risks of the two typical markets and the effectiveness of regulation. It finds that some measures such as establishing a unified national OTC market and improving the Market Maker Rule can help to reduce the non-systematic risk and market risk. Finally, the paper proposes that the regulation of OTC markets in China should adopt three-tier regulatory system, and design reasonable Market Maker Rule and Sponsor System under specific legislation.

Exploring papers summarize the Exploring of Tianjin Equity Exchange which is Exploring the construction pattern of China over-the-counter market actively, according to the experience of foreign matured over-the-counter market. Tianjin Equity Exchange has built its own mode preliminarily, which includes a series of characteristic: private financing pattern of “small, many times, rapid and low cost”, mixed trading system focusing on market maker, double progressive market structure mode combining the national market with regional market, and the self-discipline supervision mode of multi-agent participation under unified system.

This book makes a study on the development thread, evolution nodes and the evolution reasons about organization pattern, market structure mode, trading pattern, financing mode and supervising mode of the over-the-counter market. we summerize the regularity of the over-the-counter market, and try our best to offer beneficial reference for the construction of the over-the-counter market with Chinese characteristics.



# 目 录

## Ⅱ I 总报告

Ⅱ.1 探索有中国特色的场外交易市场建设之路.....	001
-----------------------------	-----

## Ⅱ II 组织模式篇

Ⅱ.2 场外交易市场组织结构的演变及其对中国的借鉴.....	048
--------------------------------	-----

## Ⅱ III 结构模式篇

Ⅱ.3 现代场外交易市场结构发展的新特点及新趋势.....	066
Ⅱ.4 我国场外交易市场结构研究.....	090

## Ⅱ IV 交易模式篇

Ⅱ.5 做市商制度演变的节点及其对我国的启示.....	105
Ⅱ.6 我国场外交易市场做市商制度研究.....	114
Ⅱ.7 场外交易市场定价机制研究.....	128



## Ⅲ V 融资模式篇

Ⅲ.8 场外交易市场融资现状与模式分析·····	142
Ⅲ.9 场外市场私募融资制度研究·····	163
Ⅲ.10 我国场外交易市场私募融资模式研究·····	178

## Ⅲ VI 监管模式篇

Ⅲ.11 发达地区场外交易市场监管制度演进及启示·····	188
Ⅲ.12 中国场外交易市场监管模式及路径选择·····	217

## Ⅲ VII 探索篇

Ⅲ.13 天津股权交易所对中国场外交易市场模式的实践探索·····	246
-----------------------------------	-----

## Ⅲ VIII 大事记

Ⅲ.14 海外场外交易市场大事记·····	265
Ⅲ.15 中国场外交易市场大事记·····	286
Ⅲ.16 后记·····	300





# CONTENTS

## Ⅰ General Report

- Ⅰ.1 The Road to Construct the OTC Market with Chinese Characteristics / 001

## Ⅱ Orgnazition Structures Pattern Paper

- Ⅱ.2 The Evolution of OTC Markets' Governance Structures and Its  
Reference to China / 048

## Ⅲ Market Structure Pattern Papers

- Ⅲ.3 The New Features and Trend of the Modern OTC Market Structure / 066  
Ⅲ.4 A Study on Market Structure of China's OTC Market / 090

## Ⅳ Trading Pattern Papers

- Ⅳ.5 The Evolution Node of Market Making System and Its  
Reference to China / 105  
Ⅳ.6 A Study on OTC Market Making System in China / 114  
Ⅳ.7 A Study on the Pricing Mechanisms of OTC Market / 128



## **B V    Financing Pattern Papers**

- B.8**    A Study on the Status Quo and the Mode of OTC  
Market Financing / 142
- B.9**    A Study on Private Equity Financing System of OTC Market / 163
- B.10**    A Study on Private Equity Financing of China's OTC Market / 178

## **B VI    Supervision Pattern Papers**

- B.11**    The Evolution of the Supervision System of the OTC Market  
in Developed Areas and Its Enlightenment to China / 188
- B.12**    An Study on the Supervision Pattern and the Path Choice of China's  
OTC Market / 217

## **B VII    Exploring Papers**

- B.13**    The Exploring and Innovation of Market Patterns about Tianjin  
Equity Exchange / 246

## **B VIII    The Events Papers**

- B.14**    The Events of the OTC Market in Overseas / 265
- B.15**    The Events of the OTC Market in China / 286
- B.16**    Postscript / 300



# 总 报 告

General Report

## B.1

### 探索有中国特色的场外交易市场建设之路

贾保文 董瑞华\*

**摘 要：**本文从中国经济社会发展和场外交易市场建设结合角度，探讨有中国特色的场外交易市场建设道路及其建设实践的推进路径。认为，目前中国场外交易市场的建设已经走到了一个特别重要的历史关口上；构建有中国特色的场外交易市场模式，探索有效的建设实践推进路径，实现建设进程从市场创新向政策推动阶段的转变，是当前中国场外交易市场建设的根本任务；其中，尽快出台政策明确的全国性场外交易市场的建设平台，是推进中国场外交易市场建设阶段转变，实现建设进程突破的重要战略切入点。

**关键词：**场外交易市场 经济社会发展 市场架构

---

\* 贾保文，天津商业大学经济学院，教授；董瑞华，天津股权交易所研究发展部，博士。





## 前 言

2010~2011年,无论是对中国经济社会发展的整体进程而言,还是对中国资本市场建设和发展的进程而言,都具有特殊重要的意义。

2008年9月爆发的美国金融危机,在2009~2010年迅速向全球蔓延,使世界经济发展遭受重创。在各国政府、企业的共同努力下,到2010年底,世界经济形势虽逐步趋稳,并显现出向好的迹象,但由于受国际环境多变、传统经济发展模式惯性等诸多因素的影响,不仅尚未真正走上复苏的轨道,而且,在客观上仍然存在着“二次探底”的风险。特别是2010年下半年以来,由于一些发达国家采取贸易保护主义政策和美元持续、大幅贬值而导致的国际经济秩序动荡,更使人们对未来世界经济发展的走向能否更符合人类社会理性和更具有包容性和可持续性,深感忧虑。

面对全球性金融危机的冲击,中国政府大胆决策、积极应对、果断出手,虽然使中国经济仍然保持了较快增长速度,并在世界范围内率先实现了经济增长形势的总体向好,但由于现行经济体制和传统经济发展方式的约束,中国经济社会转型中产生的一系列深层次矛盾,不仅没有得到根本性解决,而且,在短期经济刺激政策的作用下,更进一步积累和趋于激化,并正在演变为对中国经济持续、健康、稳定发展的长期性制约。显然,中国现行的经济发展方式,正面临严峻挑战。加快经济社会制度变革,推进经济结构调整和经济发展方式的转变,是中国应对挑战,破解发展约束,实现经济持续健康、稳定、高效发展的必然选择。

然而,经济发展方式的转变和新的经济发展模式的形成,是一项极其复杂的社会经济转型的系统工程,需要经济发展观念更新、政府职能转变、市场体系建设、市场组织创新的相互协调,整体联动。从这个意义上来审视中国经济发展方式转变及其前途,中国资本市场建设与发展的滞后,特别是场外交易市场建设进程的严重滞后,构成了中国经济发展方式转变系统推进中最为薄弱的环节之一。迄今为止,在国家资本市场正式制度安排和政府决策的层面上,中国场外交易市场的建设,不仅尚未形成明晰的政策框架,而且也缺乏明确的政策导向。中国场外交易市场的建设与发展,实际上正站在一个亟待作出选择的“十字路口”上。

站在这个十字路口上,中国经济理论工作者和场外交易市场的探索者们,需