



资本市场蓝皮书®

LUE BOOK OF CAPITAL MARKET

中国场外交易市场 发展报告 (2009~2010)

权威机构 · 品牌图书 · 每年新版

ANNUAL REPORT
ON CHINA'S OTC MARKET
DEVELOPMENT
(2009-2010)

主 编/高 峦
副主编/钟冠华



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

2010
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 (2009~2010)

ANNUAL REPORT
ON CHINA'S OTC MARKET DEVELOPMENT
(2009-2010)

主 编 / 高 岱
副主编 / 钟冠华



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 (2009 ~ 2010) / 高岱主编.
—北京: 社会科学文献出版社, 2009. 12
(资本市场蓝皮书)
ISBN 978 - 7 - 5097 - 1188 - 0

I. ①中… II. ①高… III. ①证券交易 - 资本市场 -
研究报告 - 中国 - 2009 ~ 2010 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 204963 号

资本市场蓝皮书

中国场外交易市场发展报告 (2009 ~ 2010)

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
项目经理 / 周 丽
责任编辑 / 周 丽 王玉水 王莉莉 张景增 赵学秀 高 雁 李延玲
责任校对 / 龚道军 刘雨薇
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) 59367080 59367097
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 / 26. 25
字 数 / 450 千字
版 次 / 2009 年 12 月第 1 版
印 次 / 2009 年 12 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 1188 - 0
定 价 / 69. 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”等皮书名称商标专有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 李 力 刘纪鹏
祁 斌 吴晓求 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
胡希德 贾保文 刘 棠 刘忠燕 谢思全
张书华 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》一书，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。现任天津股权交易所执行总裁。

中文摘要

目前我国建设场外交易市场、完善多层次资本市场体系的目标已经明确，但理论上的困惑和实践中的迷茫仍未解决。基于这样的背景，我们推出《中国场外交易市场发展报告（2009～2010）》，试图在总结我国场外交易市场历史探索与借鉴国外建设场外交易市场成熟经验的基础上，找到既符合场外交易市场发展规律又与中国特殊国情相适应的场外交易市场建构之路。

本书分四部分，分别是总报告、回顾篇、借鉴篇和展望篇。

总报告为本书的统领，综述了场外交易市场建设相关的基本理论，包括多层次资本市场与经济的关系，制度变迁的一般理论与中国经济体制变革的模式，以及世界范围内场外交易市场的兴起与发展等；对我国场外交易市场的历史探索进行了总结和反思，评价了其历史贡献，分析了问题与教训，论述了我国资本市场的结构现状；最后提出了本书的基本观点。

回顾篇客观回顾、总结、评价了我国改革开放以来场外交易市场的探索发展。中国场外交易市场起始于20世纪80年代企业股份制改革与股份制经济发展的需要，80年代末的柜台市场孕育了沪深交易所市场，90年代蓬勃发展的场外交易市场构成了交易所市场的有效补充，90年代末清理整顿使场外交易市场近乎销声匿迹，2000年后在严格管制之下场外交易寥若晨星。本篇共五篇文章，分别研究了中国场外交易市场萌生的背景，场外交易市场从兴起到鼎盛再到清理整顿的发展历史与组织制度演变，政府对场外交易市场的管制与整顿，历史贡献与经验教训等问题。

借鉴篇系统分析比较了美国、英国、德国、日本等国家以及我国台湾地区成熟场外交易市场的发展历程与制度结构。其中，美国场外交易市场体系层次最为丰富、完善，经过长期发展，形成了一个现代化、多层次的市场体系。此外，英国、德国、日本以及我国台湾的场外交易市场也各具特点，许多制度创新给我们以丰富的启示或借鉴。因文化传统与经济制度的差异，不同国家或地区场外交易

市场在结构层次、上市制度、交易制度、监管制度等方面表现出一定的差别，然而，总体来看，都具有准入门槛低、普遍采用做市商制度、自律监管为主等特点。

展望篇分析了我国场外交易市场建设的外部环境、基本制度设计以及实践探索。本篇共七篇文章，第一篇文章为中国场外交易市场发展的条件分析，通过对整体经济以及资本市场环境的分析可以看出，目前我国场外交易市场的发展面临着新的机遇，时机已经成熟。接下来的五篇文章分别提出并论证了我国场外交易市场应采取的双层递进式市场结构，做市商为主的混合型交易制度，保荐人持续督导制度，统一制度下的分层次、多主体监管制度等。最后一篇文章评述了天津股权交易所的实践探索。

本书力求从专业的分析角度，以翔实的资料为基础，还原中国场外交易市场近二十年的探索历史，并进行总结与评价，在此基础上，分析、借鉴国外建设场外交易市场的成熟经验，总结规律，结合现实，寻求同我国特殊国情相适应的场外交易市场建设之路。

Abstract

At present, the objectives of constructing OTC market, improving the multi-level capital market system have been clear in China, but practical and theoretical confusions still trouble us very much. Based on this background, we launch the *Annual Report on China's OTC Market Development (2009 – 2010)*, try to sum up the experiment of China's OTC market exploration in the past 20 years, and learn experience of mature foreign OTC markets, in order to find the road of China's OTC market constructing.

This book consists of four parts, namely, the general report, the review papers, the reference papers and the looking papers.

General report gives an overview of the basic theory on the OTC market construction, including the relationship between multi-level capital market and economic development, the general theory of institutional change and the Chinese model of institutional change, as well as development of the worldwide OTC market. Then the general report summarizes the exploration history of China's OTC market, evaluates its history contribution, analyses the problems and lessons, and discusses the structure of China's capital market. Finally this part makes the book's basic points of view.

Review papers review and summarize the exploration of OTC market since China's reform and opening-up. In the 1980s, OTC market gave birth to the Shanghai and Shenzhen Stock Exchange. In the 1990s, the OTC market was an effective supplement to exchange markets. In the late of 1990s, the OTC market almost disappeared for strict control from government. This part consists of five articles, studying the initiation, the development, the evolution of the organizational system, the regulation and the historical contributions and lessons of China's OTC market exploration in history.

Reference papers analyze the development and system design of OTC markets in different countries and regions. Among them, the US OTC market system is the most complete. OTC markets in Britain, Germany, Japan and Taiwan have different features, and many institutional innovations give us much inspiration and lessons. There are differences between the OTC markets in different countries and regions. however, still there are many consistencies, such as low access threshold, market-maker system,

self-regulation and so on.

Looking papers study the external environment and institutional design of China's OTC market. This part consists of seven articles. The first article analyzes the external environment of China's OTC market developing. At present the development of China's OTC market is facing new opportunities. The following six articles present several basic institutions of China's OTC market, such as two-tiered market structure, hybrid trading system, sponsor continuing supervision system, multi-agent monitoring system. The final article discusses the practice of Tianjin Equity Exchange.

On the basis of detailed materials, the book restores and gives a summary and evaluation to China's two decades' exploration history on OTC market, and has an analysis of foreign experience in OTC markets. Combining with the reality, we try to seek out the OTC market building road which is compatible with China's specific conditions.

目 录



总 报 告

中国场外交易市场发展的回顾与思考.....	001
-----------------------	-----

回 顾 篇

20 世纪 80 年代股票场外交易市场的兴起	038
20 世纪 90 年代场外交易市场发展回顾	062
探索与创新：2000 年后场外交易市场考察	094
中国早期场外交易市场的监管	123
中国场外交易市场历史作用的总体评价	153

借 鉴 篇

美国场外交易市场的发展	176
英国场外交易市场的发展及特点	204
德国场外交易市场的发展及特点	224
日本场外交易市场的发展	238
台湾场外交易市场的发展	255

001



展 望 篇

中国场外交易市场发展条件分析·····	277
中国场外交易市场的市场结构设计·····	298
中国场外交易市场做市商制度研究·····	309
场外交易市场做市商定价理论与制度设计·····	325
场外交易市场保荐人制度研究·····	355
中国场外交易市场监管模式研究·····	367
为在天津滨海新区设立全国性非上市公众公司股权交易市场创造条件·····	383
附录 场外交易相关法规、政策汇编·····	398
后 记·····	402

皮书数据库阅读**使用指南**

CONTENTS



General Report

The Review and Reflection of China's OTC Market	/ 001
---	-------

Review Papers

Sprouting of China's OTC Market in 1980s	/ 038
Review of the Development of China's OTC Market in 1990s	/ 062
Exploration and Innovation: Development of China's OTC Market after 2000	/ 094
Supervision of China's Early OTC Market	/ 123
Appraisal of China's OTC market historical Contributions	/ 153

Reference Papers

The Development of US OTC Market	/ 176
The Development and Characteristics of Britain OTC Market	/ 204
The Development and Characteristics of Germany OTC Market	/ 224



The Development of Japanese OTC Market	/ 238
The Development of Taiwan's OTC Market	/ 255

Looking Papers

A Study on Conditions for China's OTC Market Development	/ 277
The Design of China's OTC Market Structure	/ 298
A Study on Market Maker System in China's OTC Market	/ 309
The Market Maker Pricing Theory and System Design of China's OTC Market	/ 325
A Study on Sponsor System of China's OTC Market	/ 355
A Study on Supervision Pattern of China's OTC Market	/ 367
To Create Conditions for the Construction of OTC Market in Tianjin Binhai New Area	/ 383
Index of Law and Policy about OTC Market	/ 398
Postscript	/ 402

总 报 告



GENERAL REPORT

中国场外交易市场发展的回顾与思考

谢思全 贾保文 洪振东*

摘 要：目前，中国场外交易市场的建设已提上日程，这一市场的建设，必须遵循市场发展的规律，借鉴国外成熟经验，并同中国特定的经济社会环境充分结合。本报告综述了场外交易市场建设相关的基本理论，包括多层次资本市场与经济的关系，制度变迁的一般理论与中国体制变革的模式，以及世界范围内场外交易市场的兴衰等；对我国场外交易市场的历史探索进行总结和反思，评价其历史贡献，分析问题与教训，并论述了我国资本市场的结构现状；对中国场外交易市场发展的基本问题进行了思考，认为，中国场外交易市场的建设应是一个政府引导与市场主导循环互动的过程，在市场结构上，应建立双层次递进式市场体系，与此相适应，应构架统一制度下中央、地方两级监管部门分级监管，政府间接监管与市场自律监管相结合，多主体共同参与的监管体系。

关键词：场外交易市场 制度变迁 双层递进市场结构

* 谢思全，南开大学经济研究所教授，博士生导师，E-mail: xiesq@nankai.edu.cn；贾保文，天津商业大学经济学院教授；洪振东，天津滨海产权研究院秘书长。



前 言

20 世纪中后期以来，在中国这块古老而广袤的土地上，开始了一场全面而持久的经济体制改革。这场改革以经济领域为先导，涉及政治、社会、经济、文化方方面面。今天，中国的体制改革已经进行了 30 年，中国发生的变化举世瞩目。仅仅 30 年，世界上最大的发展中国家发生了如此翻天覆地的变化，这个事实不仅引发了全世界对中国奇迹的兴趣与探寻，而且也促使中国的学者开始了对中国 30 年来改革之路的总结与反思。2009 年，是一个中国经济体制改革的总结年和反思年。

在中国经济体制改革 30 年的历史中，中国资本市场的发展起步较晚，但却是牵动社会层面最广的改革实践之一。从 1992 年中国第一个证券交易所成立到 2008 年底，中国股票市场境内上市公司（A、B 股）达到了 1625 家，股票流通市值达到 45214 亿元，股票市价总值达到 121366 亿元。中国资本市场发展的速度和规模，与中国的体制改革和经济增长一起，共同创造了世界的经济奇迹。

在证券交易所迅速发展的同时，中国还存在着相当数量的场外交易市场。中国的场外交易市场先是孕育了沪深证券交易所，此后同证券交易所市场相伴而行多年，对交易所市场起着重要的补充作用。但是长期以来，由于体制和政策的诸多原因，中国的场外交易市场始终处于一种非正式发展的状态，始终未能形成一个制度化的发展格局。

在成熟的市场经济国家，资本市场作为市场经济的一个重要组成部分，已经形成了一个多层次的结构体系。所谓多层次的资本市场，是指与企业发展的不同阶段相对应，资本市场划分为不同的层次。根据企业生命周期理论，企业发展可划分为不同的阶段：种子阶段、初创阶段、成长阶段、成熟阶段和衰退阶段。多层次资本市场通常包括以下几个层次：①主板市场。是指在证券交易所内进行集中竞价交易的市场。主板市场主要是为大型、成熟企业的融资和资本转让提供服务；这类市场如同金字塔的塔尖，是资本市场少而精的部分。②二板市场。是指与主板市场相对应，专门为处于产业化阶段初期的成长型中小企业以及高科技企业提供资金融通的市场，例如创业板市场。此类市场可以为成长型企业解决融资

和资产价值（包括知识产权）评价、风险分散和股权交易等问题，由此构成金字塔的中间部位。③场外交易（OTC）市场。主要是帮助处于初创阶段中后期和成长阶段初期的中小企业解决资本金筹集、资产价值（包括无形资产）评价、风险分散和风险投资的股权交易等问题，场外交易市场构成了资本市场金字塔的底座部位。④场外交易市场不仅与主板市场有层次上的区分，还有区域性的区分，由此构成资本市场更宽的底座。这四个层次的资本市场构成多层次资本市场的有机体，并服务于处在不同发展阶段，且对资金具有不同需求的企业主体（见图1）。

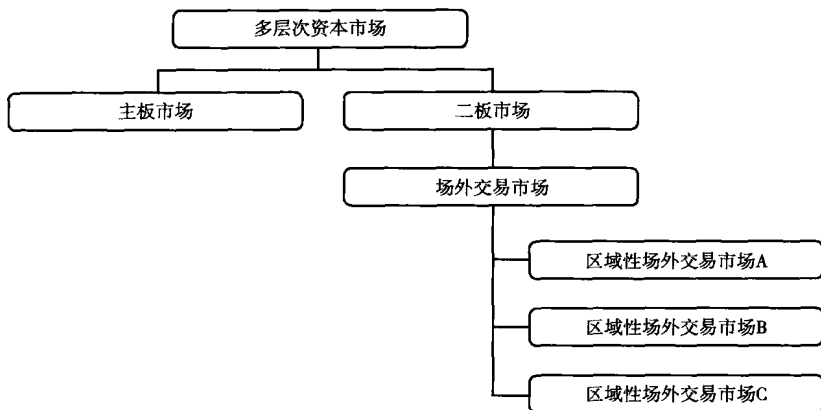


图1 多层次资本市场体系的结构

传统意义上，区别于在交易所内的集中竞价交易，场外交易具有如下特点：①场外交易的开放和无界；②一对一协商定价，不是集中竞价；③交易分散，网状交织；④供求皆具多样性，多样性的产品，多样性的投资人；⑤通常通过行业组织进行自律。

但随着资本市场的发展演变，以及交易技术水平的不断提高，场内交易与场外交易在交易方式、组织形式、管理模式方面的差异越来越不明显，两者的区分更多地体现在交易产品上，即挂牌交易不同层次的企业股权。一方面，网络时代的到来，场内交易不再重视有形市场，越来越依赖于基于电子网络的无形市场；另一方面，场外市场也逐渐从分散走向了集中，市场由无序走向有序，如统一门槛，集中处理信息，统一的交易制度，严格的信息披露与市场监管等等，这一切特点都使场外交易市场越来越接近场内市场。