

## 中国多层次资本市场

### 一、资本市场的分层特性

资本市场是连接投资者与融资者的重要场所。投资者与融资者是资本市场最重要的两大参与主体。在资本市场上，不同的投资者与融资者都有不同的规模与主体特征，存在着对资本市场金融服务的不同需求。投资者与融资者对投融资金融服务的多样化需求决定了资本市场应该是一个多层次的市场体系。

此外，由于经济生活中存在强劲的内在投融资需求，这就极易产生非法的证券发行与交易活动。这种多层次的资本市场能够对不同风险特征的筹资者和不同风险偏好的投资者进行分层分类管理，以满足不同性质的投资者与融资者的金融需求，并最大限度地提高市场效率与风险控制能力。

### 二、多层次资本市场的主要内容与结构特征

#### (一)多层次资本市场的主要内容

(1)主板市场。主板市场也称为一板市场，指传统意义上的证券市场(通常指股票市场)，是一个国家或地区证券发行、上市及交易的主要场所。

主板市场对发行人的营业期限、股本大小、盈利水平、最低市值等方面的要求标准较高，上市企业多为大型成熟企业，具有较大的资本规模以及稳定的盈利能力。

2004年5月，经国务院批准，中国证监会批复同意深圳证券交易所在主板市场内设立中小企业板块。从资本市场架构上也从属于一板市场。

中国大陆主板市场的公司在上海证券交易所和深圳证券交易所两个市场上市。主板市场是资本市场中最重要的组成部分，很大程度上能够反映经济发展状况，有“国民经济晴雨表”之称。

(2)二板市场。二板市场又称为创业板市场，是地位次于主板市场的二级证券市场，以 NASDAQ 市场为代表，在中国特指深圳创业板。在上市门槛、监管制度、信息披露、交易者条件、投资风险等方面和主板市场有较大区别。其目的主要是扶持中小企业，尤其是高成长性企业，为风险投资和创投企业建立正常的退出机制，为自主创新国家战略提供融资平台，为多层次的资本市场体系建设添砖加瓦。2012 年 4 月 20 日，深交所正式发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》，并将于 5 月 1 日起正式实施，将创业板退市制度方案内容，落实到上市规则之中。

(3)三板市场。三板市场即全国中小企业股份转让系统，是经国务院批准设立的全国性证券交易场所，全国中小企业股份转让系统有限责任公司为其运营管理机构。2012 年 9 月 20 日，公司在国家工商总局注册成立，注册资本 30 亿元。上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司、上海期货交易所、中国金融期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所为公司股东单位。

(4)四板市场。四板市场即区域性股权交易市场(也称“区域股权市场”)，是为特定区域内的企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场，一般以省级为单位，由省级人民政府监管。对于促进企业特别是中小微企业股权交易和融资，鼓励科技创新和激活民间资本，加强对实体经济薄弱环节的支持，具有积极作用。

目前全国建成并初具规模的区域股权市场有青海股权交易中心、天津股权交易所、齐鲁股权托管交易中心、上海股权托管交易中心、武汉股权托管交易中心、重庆股份转让系统等十几家股权交易市场。

## (二)多层次资本市场的结构特点

## 1. 美国资本市场体系的结构特点

美国资本市场体系规模最大，体系最复杂也最合理，主要包括三个层次：

(1)主板市场。美国证券市场的主板市场是以纽约证券交易所为核心的全国性证券交易市场，该市场对上市公司的要求比较高，主要表现为交易国家级的上市公司的股票、债券。在该交易所上市的企业一般是知名度高的大企业，公司的成熟性好，有良好的业绩记录和完善的公司治理机制，公司有较长的历史存续性和较好的回报。从投资者的角度看，该市场的投资人一般都是风险规避或风险中立者。

(2)以纳斯达克(NASDAQ)为核心的二板市场。纳斯达克市场对上市公司的要求与纽约证券交易所截然不同，它主要注重公司的成长性和长期营利性，在纳斯达克上市的公司普遍具有高科技含量、高风险、高回报、小规模的特征。纳斯达克市场发展速度很快，按交易额排列，它已成为仅次于纽约证券交易所的全球第二大交易市场，而上市数量、成交量、市场表现、流动性比率等方面已经超过了纽约证交所。

(3)遍布各地区的全国性和区域性市场及场外交易市场。美国证券交易所也是全国性的交易所，但该交易所上市的企业较纽约证券交易所略逊一筹，该交易所挂牌交易的企业发展到一定程度可以转到纽约交易所上市。遍布全国各地的区域性证券交易所有 11 家，主要分布于全国各大工商业和金融中心城市，他们成为区域性企业的上市交易场所，可谓是美国的三板市场(OTC 市场)。

## 2. 日本资本市场体系的结构特点

日本的交易所分为三个层次：全国性交易中心、地区性证券交易中心和场外交易市场。其资本市场体系的结构特点有：

(1)主板市场。东京证券交易所是日本证券市场的主板市场，具有全国中心市场的性质，

在此上市的都是著名的大公司。

(2)二板市场。大阪、名古屋等其他 7 家交易所构成地区性证券交易中心，主要交易那些尚不具备条件到东京交易所上市交易的证券，这 7 家地区性市场构成日本的二板市场。

(3)场外交易市场。场外交易市场包括店头证券市场和店头股票市场，在此交易的公司规模不大但很有发展前途，其中，店头市场的债券交易市场占了日本证券交易的绝大部分。

### 3. 英国资本市场体系的结构特点

(1)主板市场。伦敦证券交易所是英国全国性的集中市场，它有着 200 多年的历史，是吸收欧洲资金的主要渠道。

(2)全国性的二板市场(AIM)。与美国不同，英国的二板市场 AIM 由伦敦交易所主办，是伦敦证券交易所的一部分，属于正式的市场。其运行相对独立，是为英国及海外初创的、高成长性公司提供的的一个全国性市场。

(3)全国性的三板市场(OFEX)。它属于非正式市场，主要是为中小型高成长企业进行股权融资服务的市场。

### 4. 中国资本市场体系的结构特点

和国外资本市场体系对比，中国资本市场体系的显著特点是市场结构不完善。中国资本市场是伴随着经济体制改革的进程逐步发展起来的，发展思路还存在一些深层次问题和结构性矛盾，主要有：重间接融资，轻直接融资；重银行融资，轻证券市场融投资；重股市，轻债市；重国债，轻企债。这种发展思路严重导致

了整个社会资金分配运用的结构畸形和低效率,严重影响到市场风险的有效分散和金融资源的合理配置。

具体来说,我国资本市场体系的结构特点表现为:

(1)主板市场。主板市场包括上海证券交易所和深圳证券交易所;沪深证券交易所在组织体系、上市标准、交易方式和监管结构方面几乎都完全一致,主要为成熟的国有大中型企业提供上市服务。

(2)二板市场(创业板市场)。2004年6月24日,为中小企业特别是高新技术企业服务的创业板市场刚刚推出,它附属于深圳证券交易所之下,基本上延续了主板市场的规则,除能接受流通盘在5000万股以下的中小企业上市这点不同以外,其他上市的条件和运行规则几乎与主板一样,所以上市的“门槛”还是很高的。

(3)三板市场(场外交易市场)。三板市场包括代办股份转让系统和地方产权交易市场。

总的说来,中国的场外市场主要由各个政府部门主办,市场定位不明确,分布不合理,缺乏统一规则且结构层次单一,还有待进一步发展。

### **三、中国多层次资本市场建设的现状与发展趋势**

#### **(一)中国多层次资本市场建设的现状**

我国资本市场从20世纪90年代发展至今,资本市场已由场内市场和场外市场两部分构成。其中,场内市场的主板(含中小板)、创业板(俗称“二板”)和场外市场的全国C/J企业股份转让系统(俗称“新三板”)、区域性股权交易市场、证券公司主导的柜台市场共同组成了我国多层次资本市场体系。

中国社科院金融研究所“多层次资本市场研究”课题组表示，场外股权交易市场是中小企业融资的有效途径，而我国现有的类似融资渠道却难以满足中小企业的融资需求：STAQ 和 NET 系统的主要目的在于为非上市的国有企业改制服务。构建多层次资本市场，满足中小企业融资需求，已成为中国经济发展难以回避的话题。十六届三中全会明确提出，必须大力发展多层次的资本市场体系，建立统一互联的证券市场。

多层次的资本市场体系显然包括多层次的股权交易市场和多层次的债权交易市场，就后者而言，我国已经形成了交易所债券市场和银行间债券市场，但股权市场依然主要是深市和沪市的 A 股主板市场。因此，发展多层次资本市场体系的关键一环就在于发展多层次的股权市场。从国外成功的经验看，在股权市场中，除了主板和二板之外，场外交易的股权市场无疑也是这种多层次市场体系中不可或缺的主体之一。

## (二)中国多层次资本市场建设的必要性

中国建设多层次资本市场重要意义在于：

- (1)有利于满足资本市场上资金供求双方多层次化的要求。
- (2)有利于提供优化准入机制和退市机制，提高上市公司的质量。
- (3)有利于防范和化解我国的金融风险。

## (三)中国多层次资本市场建设的战略构想

### 1. 建立以深沪交易所为核心的主板市场

将现有的沪深两市定位于中国证券市场的“精品市场”。由于该市场发展历史较长，成熟度也较好，可以结合二板、三板市场输送来的优质公司进入和现有不良公司的退出(可以退市，也可以转向二板、三板进行交易)，逐渐建立起我国

的证券精品市场。该市场主要面向规模大、业绩佳的成熟知名大企业，其公司来源应主要来自二、三板市场，在满足特定条件的条件下，也可以在主板市场上进行增发进行再融资，但未达到这些指标的公司，不能通过主板市场再融资，特别是不能通过股权再融资的方式“圈钱”，这样才能充分保证主板市场公司的质量，降低该市场的风险。

2. 建立以中小科技创业企业为核心的二板市场目前，国际上的创业板市场主要有三种典型的模式：

(1)一所二板平行模式。一所二板平行模式即在现有证券交易所中设立一个二板，作为主板的补充，与主板一起运作，两者拥有共同的组织管理系统和交易系统，甚至相同的监管标准，不同的只是上市标准的高低，两者不存在主、二板转换关系。

(2)一所二板升级式。该模式即在现有证券交易所内设立一个独立的，为中小企业服务的交易市场，上市公司除须有健全的会计制度及会计、法律、券商顾问和经纪人保荐外，并无其他限制性标准，主板和二板之间是一种从低级到高级的提升关系。

(3)独立模式。独立模式即二板市场本身是一个独立的证券交易系统，拥有独立的组织管理系统，报价交易系统和监管体系，上市门槛低，能最大限度地为新兴高科技企业提供上市条件。

3. 发展场外交易市场，有重点、有选择地推进区域性交易市场的建设

我国三板市场体系的建立应采取“条块结合”的模式，既有集中统一的场外交易市场，又有区域性的股权、产权交易市场。具体思路如下：

(1)借鉴发达国家经验，发展场外交易市场。

(2)在加快发展场外交易市场的同时，应积极规范地区性股权交易中心。

(3)为了解决高新技术企业的产权交易和转让问题，应积极稳妥地发展地方产权交易市场。

#### **四、场内交易市场**

##### **(一)场内交易市场的定义**

场内交易市场又称证券交易所市场或集中交易市场，是指由证券交易所组织的集中交易市场，有固定的交易场所和交易活动时间。在多数国家它还是全国唯一的证券交易场所，因此是全国最重要、最集中的证券交易市场。

证券交易所是指经国家批准，有组织的、专门集中进行有价证券交易的有形场所。证券交易所实行“公平、公开、公正”的原则，交易价格由交易双方公开竞价确定，实行“价格优先、时间优先”的竞价成交原则。

竞价一般有集合竞价和连续竞价两种方式。

(1)集合竞价指在每日开盘时，交易所电脑主机对开市前(我国是每日上午 9:15~9:25)接受的全部有效委托进行的一次性撮合处理过程。

(2)连续竞价是在开市后的正常交易时间不断竞价成交的过程。证券交易所所有会员制和公司制两种形式，通常大多数国家实行会员制。

##### **(二)场内交易市场的特点**

(1)集中交易。场内交易市场集中在一个固定的地点(证券交易所)，所有的买卖双方必须在证券交易所的管理之下进行证券买卖。

(2)公开竞价。场内交易市场证券的买卖是通过公开竞价的方式形成的，即多个买者对多个卖者以拍卖的方式进行讨价还价。

(3)经纪制度。在场内交易市场买卖证券活动必须通过专业的经纪人。



(4)市场监管严密。在场内交易过程中，证券监督部门及证券交易所对从事证券交易各种活动监管严密，以保证场内交易市场高效有序的运行。

### (三)场内交易市场的监管

#### 1. 监管当局对证券交易的核准

核准的具体内容包括：

(1)审核上市交易申请。

(2)审查证券交易所的初审意见。

(3)经监管当局同意后，证券交易所出具《上市通知书》通知申请者，并予以公告，同时将证券挂牌交易。

#### 2. 对上市公司的持续性监管

对上市公司持续性监管的重点是信息披露制度。信息披露制度包括上市公司初次发行的信息披露，以及上市后的持续性披露。

#### 3. 制止和处罚交易当中的违法行为(略)

## 五、场外交易市场

### (一)场外交易市场的定义

场外交易市场即业界所称的 OTC 市场，又称柜台交易市场或店头市场，是指在证券交易所外进行证券买卖的市场。它主要由柜台交易市场、第三市场、第四市场组成。

(1)柜台交易市场。柜台交易市场是通过证券公司、证券经纪人的柜台进行证券交易的市场。

(2)第三市场。第三市场是指已上市证券的场外交易市场。

(3)第四市场。第四市场是投资者绕过传统经纪服务，彼此之间利用计算机

网络直接进行大宗证券交易而形成的市场。

## (二)场外交易市场的特征

(1)场外交易市场是一个分散的无形市场。它没有固定的、集中的交易场所,是由许多各自独立经营的证券经营机构分别进行交易的,主要是依靠电话、电报、传真和计算机网络联系成交的。

(2)场外交易市场的组织方式采取做市商制。场外交易市场与证券交易所的区别在于不采取经纪制,投资者直接与证券商进行交易。

(3)场外交易市场是一个拥有众多证券种类和证券经营机构的市场,以未能在证券交易所批准上市的股票和债券为主。

(4)场外交易市场是一个以议价方式进行证券交易的市场。具体地说,是证券公司对自己所经营的证券同时挂出买入价和卖出价,并无条件地按买入价买入证券和按卖出价卖出证券,最终的成交价是在牌价基础上经双方协商决定的不含佣金的净价。券商可根据市场情况随时调整所挂的牌价。在场外交易市场上,证券买卖采取一对一的交易方式,对同一种证券的买卖不可能同时出现众多的买方和卖方,也就不存在公开的竞价机制。

(5)场外交易市场的管理比证券交易所宽松。由于场外交易市场分散,缺乏统一的组织和章程,不易管理和监督,其交易效率也不及证券交易所。

## (三)场外交易市场的主要功能

场外交易市场与证券交易所共同组成证券交易市场,它主要具备以下功能:

(1)场外交易市场是证券发行的主要场所。

(2)场外交易市场为政府债券、金融债券以及按照有关法规公开发行而又不能或一时不能到证券交易所上市交易的股票提供了流通转让的场所,为这些证券

提供了流动的必要条件，为投资者提供了兑现及投资的机会。

(3)场外交易市场是证券交易所的必要补充。

## **六、主板、中小板、创业板的概念**

主板市场也称为一板市场，指传统意义上的证券市场(通常指股票市场)，是一个国家或地区证券发行、上市及交易的主要场所。

中小板块即中小企业板，是指流通盘大约在 1 亿元以下的创业板，是相对于主板市场而言的，有些企业的条件达不到主板市场的要求，所以只能在中小板市场上市。中小板市场是创业板的一种过渡，在中国的中小板市场上，市场代码是以“002”开头的。

创业板又称二板市场，即第二股票交易市场，是与主板市场不同的一类证券市场，专为暂时无法在主板上市的创业型企业、中小企业和高科技产业企业等需要进行融资和发展的企业提供融资途径和成长空间的证券交易市场，是对主板市场的重要补充，在资本市场有着重要的位置。

## **七、上市公司的类型和管理规定**

上市公司是指所发行的股票经过国务院或者国务院授权的证券管理部门批准，在证券交易所上市交易的股份有限公司。上市公司是股份有限公司的一种，它必须经过政府主管部门的批准，上市公司发行的股票在证券交易所上市。

### **(一)股票型上市公司**

股票型上市公司必须符合下列条件：

(1)股票经国务院证券管理部门批准已经向社会公开发行。

(2)公司股本总额不少于人民币 3000 万元。

(3)公开发行的股份占公司股份总数的 25%以上；股本总额超过 4 亿元的，

向社会公开发行的比例 10%以上。

(4)公司在最近 3 年内无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载。

(5)开业时间在 3 年以上，最近 3 年连续营利；原国有企业依法改建而设立的，或者本法实施后新组建成立，其主要发起人为国有大中型企业的，可连续计算。

(6)证券交易所可以规定高于前款规定的上市条件，并报国务院证券监督管理机构批准。

## (二)债券型上市公司

债券型上市公司应当满足的条件包括：

(1)已经公开发行公司债券。

(2)公司债券的期限为一年以上。

(3)公司债券的实际发行额不少于人民币 5000 万元。

(4)公司申请债券上市时仍符合法定的公司债券发行条件。

债券发行的条件之一是“股份有限公司的净资产不低于人民币 3000 万元，有限责任公司的净资产不低于人民币 6000 万元”。

设立股份有限公司，应当有 2 人以上 200 人以下为发起人。股份有限公司采取发起设立方式设立的，全体发起人的首次出资额不得低于注册资本的 20%。

## 八、全国中小企业股份转让系统的挂牌公司

全国中小企业股份转让系统俗称“新三板”，是经国务院批准设立的全国性证券交易场所，全国中小企业股份转让系统有限责任公司为其运营管理机构。

2012 年 9 月 20 日，公司在国家工商总局注册成立，注册资本 30 亿元。上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司、上海期货交

易所、中国金融期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所为公司股东单位。

公司的经营范围是：组织安排非上市公司股份的公开转让；为非上市公司融资、并购等相关业务提供服务；为市场参与者提供信息、技术和培训服务。

设立全国中小企业股份转让系统是加快我国多层次资本市场建设发展的重要举措。公司将在中国证监会的领导下，不断改善中小企业金融环境，大力推动创新、创业，积极推动我国场外市场健康、稳定、持续发展。

全国中小企业股份转让系统挂牌公司，即注册地在境内、股票在全国中小企业股份转让系统挂牌交易的股份有限公司。

目前，全国中小企业股份转让系统挂牌公司的转让类型包括协议、做市两种。

## **九、私募基金市场、区域股权市场、券商柜台市场、机构间私募产品报价与服务系统的概念与特点**

### **(一)私募基金市场**

私募基金又称私募股权投资或私人股权投资，是私下或直接向特定群体募集的资金。与之对应的是公募基金。

在中国金融市场中常说的“私募基金”或“地下基金”，往往是指相对于受中国政府主管部门监管的，向不特定投资人公开发行受益凭证的证券投资基金而言，是一种非公开宣传的，私下向特定投资人募集资金进行的一种集合投资。其方式有两种：一是基于签订委托投资合同的契约型集合投资基金；二是基于共同出资入股成立股份有限公司的公司型集合投资基金。私募股权基金的运作方式是股权投资，即通过增资扩股或股份转让的方式，获得非上市公司股份，并通过股份增值转让获利。股权投资的特点包括：

(1)股权投资的收益十分丰厚。

(2)股权投资伴随着高风险。

(3)股权投资可以提供全方位的增值服务。

## (二)区域股权市场

区域性股权交易市场又称区域股权市场、第四板市场，是为特定区域内的企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场，是我国多层次资本市场的重要组成部分，亦是中國多层次资本市场建设中必不可少的部分。对于促进企业特别是中小微企业股权交易和融资，鼓励科技创新和激活民间资本，加强对实体经济薄弱环节的支持，具有积极作用。

## (三)券商柜台市场

“券商”，即经营证券交易的公司，或称证券公司。

柜台市场(OTC)又称场外交易市场、店头交易市场，指在证券交易所以外进行证券交易的广泛市场。

券商柜台市场，即证券公司在证券交易所以外进行证券交易的市场。它没有固定的场所，其交易主要利用电话进行，交易的证券以不在交易所上市的证券为主。

券商柜台市场在不同的发展阶段呈现出不同的形式特征。但从本质上看，券商柜台市场是一种由证券交易商组织的、实行买入卖出制的市场组织形式。

## (四)机构间私募产品报价与服务系统

机构间私募产品报价与服务系统(简称“报价系统”)，是指依据《机构间私募产品报价与服务系统管理办法》为报价系统参与者提供私募产品报价、发行、转让及相关服务的专业化电子平台。