

多层次股票市场体系完善：一个总体框架

张跃文；《改革》2015年第4期

股票市场是我国直接融资体系的重要组成部分。出于企业融资便利、风险管理和市场效率等多重需要，发达国家股票市场一般体现出层次性特征。即特定市场仅为特定发行人和投资者服务，各市场独立运作又相互联系，共同履行股票市场功能。2000年以来，在政府、监管机构和各市场主体的共同努力下，我国初步形成了由主板、中小板、创业板、全国中小企业股份转让系统和地方股权（产权）交易场所构成的多层次股票市场体系。这一股票市场体系为不同类型的企业发行股票和投资者开展投资活动提供了便利，但它距离我国当前经济发展需要仍然有不小的距离。具体表现为服务企业数量偏少，市场层次性不明显，部分市场交易不活跃，等等。继续完善多层次股票市场，需要调整原有的“政府办市场”思路，逐步放开建立股票交易所管制，积极利用网络交易平台活跃股票投融资活动，增强证券经营机构实力，强化证券经纪功能。

一、我国多层次股票市场的形成和发展

改革开放以来，我国股票市场经历了从前期多模式探索到统一监管有序发展的曲折历史阶段。当前统一监管模式下，各层次股票市场的初始功能定位相对清晰，监管框架比较完善，市场流动性居于世界各主要股票市场前列。

（一）我国股票市场发展的历史脉络

我国股票市场是伴随着国家改革开放进程逐步发展起来的。1980年1月，辽宁省抚顺市红砖厂面向企业发行280万股股票，这是改革开放后最早的一次股票发行。此后，1984—1986年间国家对少数集体企业和国营小企业进行股份制改革试点，“天桥百货”、“延中实业”等作为试点企业，改制成为股份公司。股份公司发行股票数量的增加，产生了股票交易需求。1986年6月，沈阳市信托投资公司开办代客买卖股票业务。同年工行上海信托公司静安营业部对“飞乐音响”、“延中实业”等公司股票提供柜台挂牌交易，此后一些地方和金融机构又陆续创办了地方性股票柜台交易市场，这是我国股票市场发展史上OTC市场的最早尝试。在地方股票市场试点的基础上，1990年和1993年，国家有关部门主办的全国性证券市场：证券交易自动报价系统（STAQ系统）和全国电子交易系统（NET系统）正式投入运行。随着四川成都“红庙子”市场的兴起，以及深圳“8.10”事件发生，股票市场无序发展和监管缺失问题日益突出。1992年10月国务院设立证券委员会和中国证监会成立，专门负

责证券市场发展与监管，股票市场规范发展阶段正式启动。1990 年就已设立的沪深交易所成为主体市场，各地股票市场被陆续清理取缔，1999 年 STAQ 系统和 NET 系统停止运行。

1998 年 12 月，新中国首部《证券法》颁布施行，这部法律对于证券发行和证券交易都做出了原则性规定，成为促进我国股票市场健康发展的根本大法。2000 年以后，随着信息技术和生物工程等新兴科技企业的兴起，创业企业融资需求日益增多，设立创业板的呼声渐高。但由于创业板在各国的实践结果参差不齐，其对主板市场的负面效应也难以估计，因此当时的管理层没有直接作出决定。而是在 2001 年 3 月，由监管机构主持设立了全国性代办股份转让系统（即三板市场），由各证券公司负责代办针对非上市公司的股票交易。2004 年又在深圳交易所设立了中小企业板，强调其为中小企业服务的功能，但是中小板的上市标准和交易规则同主板市场并没有明显区别。2005 年以后，随着主板市场股权分置改革的完成，以及股票市场活跃度的提升，设立创业板的时机逐步成熟。2009 年 6 月，深圳证券交易所正式开办创业板，其股票上市标准同主板市场有所区别，但交易仍然同主板和中小板股票一样采用电脑自动撮合交易系统完成。2012 年 9 月，在原代办股份转让系统的基础上，监管机构主持设立了全国中小企业股份转让系统（即“新三板”市场），该系统为非上市中小企业提供股份转让服务，对挂牌企业没有明确的财务性要求，提供协议转让、做市商做市和集合竞价等多种交易机制。除此之外，近年来陆续新成立和改制的区域性股票交易中心数量众多，挂牌企业不断增加，但总体上区域市场在市场规模、交易活跃度和定价影响力等方面，同交易所市场仍有比较大的差距。

（二）多层次股票市场的运行现状

我国股票市场基本是在监管机构的有序组织和监管下进行的，沪深交易所是股票市场主体，绝大多数股票交易通过电脑自动撮合系统成交，实行统一结算。自两个交易所成立以来，股票市场规模逐步扩大。上市公司从最初的 8 家，增加到 2014 年的 2613 家。流通股数量从 5000 万股增加到 3.9 万亿股，流通市值从 9.8 亿元增加到 31.7 万亿元，股票账户突破 1.4 亿户。市场交易量同期持续放大，2014 年沪深市场股票交易量 7.3 万亿股，交易额 74 万亿元。¹2005 年 4 月，国家决定启动股权分置改革，通过上市公司股东自主决策方式，将历史遗留的大量非流通股转为流通股，从根本上解决困扰中国股市多年的股权分置问题。在监管机构周密部署以及各市场主体特别是广大投资者的积极配合下，股权分置改革顺利推进。截止 2014 年末，改革已累计解禁非流通股 4500 亿股，而且没有引发大规模减持股份的现象，

¹ 数据来自万得资讯数据库

通过二级市场被减持的股份有 673 亿股，仅占 14.8%。¹股权分置改革以后，我国股票一、二级市场迅速回暖，加之外部经济环境的配合，市场活跃度明显提高，新上市公司数量、流通股总量和交易量明显增加。

在沪深交易所市场，A 股上市公司分布在主板、中小板与创业板三个板块。其中主板市场是股票市场的主体部分，拥有上市公司 1400 余家，流通股 3.5 万亿股；中小板上市公司 700 余家，流通股 2699 亿股；创业板上市公司 400 余家，流通股 680 亿股。从板块规模来看，尽管主板市场的流通股数量占到全市场 90%以上，但是相应的流通市值则仅占 78%。中小板市场和创业板市场的流通市值占比远超其流通股数量占比。表明在总体上中小板和创业板市场估值要高于主板市场。有的研究人员将此归结于市场投资者对中小上市公司的炒作，但这种现象已经持续了相当长一段时间。我们将在后文说明，总体而言中小板和创业板上市公司质量要优于主板上市公司，因此这两个板块的上市公司估值高于主板上市公司，至少部分原因是市场投资者理性决策的结果。

主板、中小板和创业板市场采用了统一的交易机制，即以电脑自动撮合交易为主，协议交易为辅的交易机制。主板和中小板市场对于投资者资格没有特别限制，创业板市场则要求投资者应当是成熟投资者，具有一定的风险承受能力，并且需要通过主办券商的测试。因此相较于主板和中小企业板投资者而言，创业板市场投资者数量略少，账户数量约为 2300 万户²。近年来，主板市场总成交量和成交金额稳居各板块市场首位，中小板和创业板的交易规模也在迅速放大。从换手率情况看，中小板和创业板股票换手率远远超过主板（表 1），其中创业板在 2014 年的换手率接近 600%，中小板超过 400%。不仅超过了主板市场，而且在世界范围内也是不多见的。高换手率一方面反映了投资者的短期持股倾向，另一方面也说明中小板和创业板市场在现有交易机制下，可以实现较好的流动性。

除交易所市场外，全国中小企业股份转让系统自 2013 年 1 月起正式开市交易。该系统主要接纳高新技术企业和“两网”公司及交易所市场退市公司的股票挂牌交易，被称为“三板”市场。据万得咨询统计，截止 2013 年末有超过 1112 家企业股票在此系统内挂牌上市，总流通股本接近 40 亿股，流通市值 200 亿元。这些企业主要是来自各地高新技术产业园区的科技型中小企业。其中采取协议转让方式的有 1068 家，做市转让方式的有 44 家。股份转让系统对于投资者要求较高，其中机构投资者的注册资本需在 500 万元以上，个人投资者需拥有超过 500 万元的证券资产，并且证券投资经验超过 2 年。上述标准远超交易所市场，这

¹ 数据来自中国证券登记结算公司

²数据来源：中国证券登记结算公司

使得股份转让系统成为以机构和少数富裕群体为主要投资者的场外市场。这一市场中的交易以协议转让为主，因此它实质上还是一个报价系统。国际经验表明，在投资者数量较少的报价市场上，除非以大宗交易为主，或者有积极的做市商参与，否则市场活跃度将会受到限制。这一经验在股份转让系统得到印证。2013年该市场以协议转让方式成交1.54亿股，交易额5.6亿元；以做市转让方式成交仅2600万股，交易额1.3亿元。2014年前8个月，这一市场的交易活跃度有所提高，但整体而言仍然同交易所市场有较大差距。

全国各地的股权交易中心构成了我国多层次股票市场的基础层级，也被称为“四板”市场。这些区域性股权市场的特点是由地方政府组织运营和监管，分布相对分散；挂牌企业以本地企业为主，同时也吸收外地企业参加。据万得咨询统计，到2014年末有超过18000家企业股权在28个地方股权交易中心挂牌。其中运营比较成功的上海、前海和海峡股权交易中心，已有超过1000家企业挂牌。浙江、重庆等股权交易中心还根据企业发展的不同阶段，细分出“成长板”、“创新板”等子市场。

综上所述，我国多层次股票市场从交易所内部市场角度，可以分为主板、中小板和创业板市场；从全国股票市场角度又可以分为交易所市场、全国性中小企业股份转让系统和区域性股权交易市场三个层级。这些市场形成了我国多层次股票市场体系，共同为各类型企业和投资者提供股票发行和交易服务。

（三）多层次股票市场运行的国际比较

多层次市场是发达国家股票市场发展的一般趋势。比较典型的如美国纳斯达克市场、东京证券交易所和伦敦股票交易所，等等。对于一个企业化的股票交易所而言，为投资者提供低成本的交易机会，是其核心运营目标。因此具有独立经营权的交易所往往会在市场内设立多个交易系统，为具有不同流动性特征的股票提供有针对性的报价和交易服务，以提高市场整体运营效率。一般来讲，业绩稳定、公司治理规范、信息披露质量较高的大盘股票，通常会具有较好的流动性，这一类股票的一般交易通过电脑自动撮合系统就可以完成；业绩波动较大、公司治理不完善和信息披露质量不高的中小型企业股票，由于投资者独立估值存在困难，因此交易不如大盘股活跃，需要借助做市商或者协议交易机制来完成交易。当然，流动性较好的股票如果需要进行大宗交易，也可能需要做市商或者协议交易机制的辅助。

我们将沪深交易所2013年的交易数据与主要国际交易所进行比较，发现尽管两个交易所的市场规模同发达市场相比仍有一定差距，但其换手率则远高于多数发达市场（表2、表3），表明沪深市场现行交易机制是有效的。而且同多数交易所一样，沪深交易所主要依靠电脑撮合交易系统完成交易，协议交易数量和金额都比较小。在这一点上，美国市场有所不同，

其中纳斯达克市场有 54.8% 的交易，纽约股票交易所所有 15.7% 的交易是通过协议方式完成的。其原因可能是美国股票市场有更强的包容性和国际性，因此部分低流动性股票也被纳入其中，但针对这些股票的交易和部分大宗交易则需要通过协议方式来完成。在观察各国股市协议交易时还可以发现，我国股市协议交易的单笔金额最大，深交所单笔协议交易金额达到 360 万美元，表明协议交易机制在我国股市主要用于处理大宗交易。而纳斯达克市场和纽约交易所的每笔协议交易金额仅为 1.3 万美元和 7200 美元，说明美国股市普通投资者采用协议交易机制的情况比较普遍，协议交易的主要功能是提高市场整体流动性，而不仅仅是处理大宗交易。

表 1：2013 年世界主要交易所交易状况

	成交额（百万美元）			总市值	市场换手率
	电脑撮合交易	协议交易	合计		
纳斯达克市场	9584742.2	17058912.0	26643654.2	6084969.7	437.9%
纽约交易所	13700450.5	1608273.2	15308723.6	17949883.8	85.3%
东京交易所	6304927.5	648581.1	6953508.6	4543169.1	153.1%
香港交易所	1323373.3	0.0	1323373.3	3100777.2	42.7%
上海证券交易所	3731128.9	14883.8	3746012.7	2496989.9	150.0%
深圳证券交易所	3858509.0	27391.4	3885900.5	1452153.6	267.6%
新加坡交易所	280926.0	0.0	280926.0	744413.2	37.7%
台湾证券交易集团	623950.4	9590.2	633540.6	822707.4	77.0%
德意志交易所	1334544.9	42322.8	1376867.7	1936106.3	71.1%
欧洲交易所	1661878.3	54498.9	1716377.2	3583899.7	47.9%

数据来源：世界交易所联合会（WFE）

表 2：2013 年世界主要交易所交易状况（续）

	电脑撮合交易		协议交易	
	交易笔数	平均每笔交易额（美元）	交易笔数	平均每笔交易额（美元）
纳斯达克市场	1151817991	8321.4	1363750063	12508.8
纽约交易所	1187799850	11534.3	222011970	7244.1
东京交易所	179451202	35134.5	—	—
香港交易所	599091480	2209.0	—	—
上海证券交易所	1153367000	3235.0	—	—
深圳证券交易所	1289434940	2992.4	7590.0	3608885.9
台湾证券交易集团	171672405	3634.5	5016	1911925.5
德意志交易所	104079614	12822.3	205899	205551.3
欧洲交易所	168811399	9844.6	159879	340876.0

数据来源：世界交易所联合会（WFE）

综合前文分析，我国股票市场上市公司数量逐年增加，市场规模不断扩大，投资者数量众多，交易保持活跃。主板、中小板和创业板市场具有良好流动性，统一的股票交易机制可以较好地满足市场交易需求。同世界其他股票市场相比，我国股市具有明显的流动性优势；与美国市场相比，协议交易机制的重要性较小。

二、我国股票市场优势的根源——上市公司视角

数量众多的投资者，良好的流动性，体现出我国交易所股票市场相对于其他国家市场的优势。我国市场优势的根本原因是什么？本部分将从各板块市场上市公司的视角，研究市场优势存在的基础，以及进一步的改革方向。

（一）发达市场的公司上市标准

多层次股票市场的形成基础是各层次市场分别为不同的上市公司和投资者服务。根据欧美成熟市场经验，市场分层的主要依据是上市公司特征差异。以公认比较成功的美国纳斯达克市场为例，其细分市场的第一层级纳斯达克全球精选市场、第二层级纳斯达克全球市场和第三层级纳斯达克资本市场，分别为公司规模和交易活跃度依次递减的企业提供上市服务。各层次市场对于上市公司在股东权益、公众持股数量、股票市值、最低股价、经营业绩和股东人数等方面，均提出了要求。但是除少量必须达到的标准外，纳斯达克市场还根据企业发展不同阶段的特点，提供了可选择要求。比如对于在纳斯达克全球精选上市的企业，要求其最近三年累积现金流不少于 2750 万美元，且各年现金流均为正，最近一年营业收入不少于 1.1 亿美元，最近 12 个月平均市值不少于 5.5 亿美元。但如果企业达不到上述要求，还可以看看是否符合另两组要求：即最近 12 个月平均市值不少于 8500 万美元，且最近一年营业收入不少于 9000 万美元；或者，最近 12 个月市值不低于 1.6 亿美元，总资产不少于 8000 万美元，股东权益不少于 5500 万美元（表 4）。上述三组指标形成相互替代的关系，事实上放宽了企业上市标准。而且为了提高市场交易量，纳斯达克市场在原有做市商制度的基础上，近年来还引入了电脑搓合交易，用以处理大部分交易。尽管如此，到 2013 年末在纳斯达克市场挂牌的股票也仅有 2800 只，做市商 112 家，平均每只证券有 18 家做市商。但是这一市场在 2013 年实现了 26 万亿美元的交易额，股票换手率接近 440%，是世界上最活跃的股票市场。可见一个股票市场的成功与否并不能仅用上市公司的数量来衡量，交易的活跃程度更能体现市场的效率。

像纳斯达克市场这样成功的多层次股票市场在世界上并不多见，而失败的例子则比比皆是。历史上法国、英国和德国都经历过创业板市场的失败。究其原因，还在于新层次股票市场的建立能否尊重股票市场发展的一般性规律，上市公司应当满足公众投资者对于其经营稳

定性、公司治理和信息披露的最低要求。市场组织者如果不顾及投资者要求，为吸引企业上市而过分降低标准，将会造成市场上市企业素质参差不齐，投资者估值，买卖双方因分歧过大难以成交。没有交易的市场将很快会由于高昂的运营成本而不得不关门。

（二）我国多层次股票市场的上市标准

我国的主板、中小板和创业板市场在形式上共同构成了交易所多层次股票市场的主体。在上市标准方面，主板和中小板市场采用了相同的上市标准。如果依据四部委 2011 年颁布的中小企业划型标准，则中小板市场对上市公司“最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元”的要求，已经将该市场的服务对象锁定为中型以上企业，小微企业不太可能在此市场上市。创业板市场的上市标准比照主板市场有所降低（表 5），但如果用这些标准衡量创业型高科技企业，则多数企业也不属于中型企业范畴。以四部委中小企业划型标准中对于信息传输、软件及信息服务业等行业的划型标准为例，这些行业中的企业如果从业人员在 100 人以上且营业收入在 1000 万元以上即为中型企业，但是创业板市场的企业上市标准对于公司业绩的要求则为最近两年净利润累计不少于 1000 万元（扣除非经常性损益），或者最近一年盈利且营业收入不少于 5000 万元。显然，创业板市场的服务对象应当是高科技行业中的大中型企业，而不是初创阶段的中小微企业。值得注意的是，无论主板、中小板还是创业板，制定的上市标准基本是唯一标准，不存在类似于纳斯达克市场的选择性标准，这使得大量仅部分满足上市标准的企业实际上没有上市的可能。反映出市场规则设计者较强的排他意愿。

表 3：交易所多层次股票市场的上市标准

	主板与中小板	创业板
盈利能力	最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据	最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1000 万元净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据
经营规模	最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5000 万元；或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元	最近一年盈利，最近一年营业收入不少于 5000 万元（本条与上条可相互替代）
净资产	最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于 20%	最近一期末净资产不少于 2000 万元，且不存在未弥补亏损
总股本	发行前股本总额不少于人民币 3000 万元	发行后股本总额不少于 3000 万元

资料来源：根据中国证监会有关规定整理。

（三）我国各层次市场上市公司质量比较

在前文的分析中，我们发现我国股票市场中的主板市场、中小板市场和创业板市场分别制订和执行了较高的企业上市标准。但是根据多层次市场为不同发展阶段的上市公司服务的原则，各市场上市公司的总体质量应当是有区别的，主板市场上市公司应优于中小板上市公司，创业板上市公司质量最低。为验证这一假设，我们本着公司价值最大化原则，从价值创造能力、价值管理能力和价值分配能力三个维度九个方面共 51 项指标，考察了各市场上市公司质量¹。评价体系结构如图 1 所示：

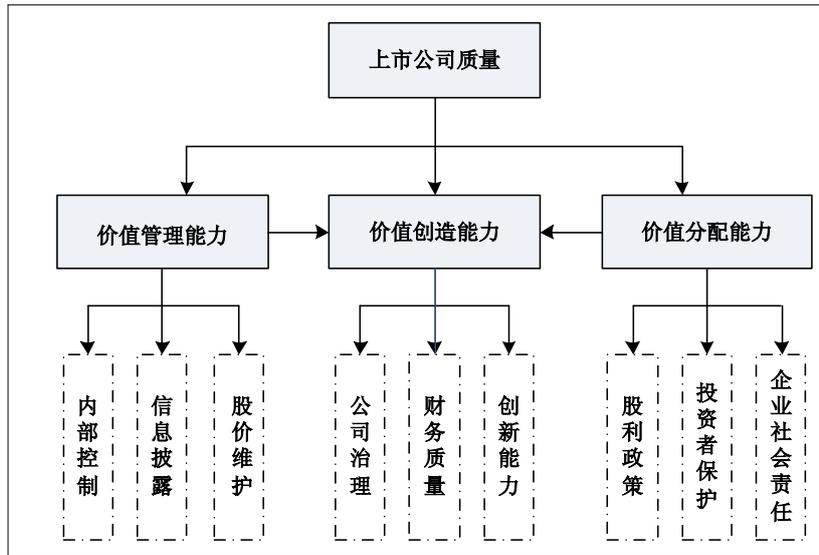


图 1：上市公司质量评价体系结构图

我们共评价了 2422 家 A 股市场非金融类上市公司的质量，其中主板上市公司 1369 家，中小板上市公司 698 家，创业板上市公司 355 家。在总体质量上，创业板上市公司平均分最高（62.82 分）；中小板上市公司次之（61.51）；主板上市公司 56.36 分（满分为 100 分）。

在价值创造能力上，创业板上市公司优势较明显，平均得分 61.87 分，中小板上市公司平均得分为 55.77 分，主板上市公司平均得分 51.07 分。（1）在公司治理方面，创业板上市公司平均分最高为 60.87 分，中小板次之为 54.68 分，主板最低为 46.23 分。我们的评价结果与一般认为主板上市公司的公司治理较好的观点不太一致。其中，创业板和中小板上市公司股东对股东大会参与程度明显高于主板，主板上市公司的董事长与总经理的兼任情况少于中小板和创业板，这与主板上市公司资本规模大、股权分散，而中小板和创业板资本规模相对较小、股权较为集中有关。从以持股方式激励高管人员勤勉尽职来看，创业板和中小板

¹详见张跃文、王力主编《中国上市公司质量评价报告蓝皮书 2014—2015》，社会科学文献出版社 2014 年 9 月出版。

上市公司的董事和监事持股明显高于主板，且其股权激励计划多于主板。(2) 在财务质量方面，中小板上市公司平均分最高，为 61.29 分，创业板次之为 59.84 分，主板最低为 57.89 分。其中，创业板和中小板上市公司的盈利能力、偿债能力和成长能力略好于主板，主板和中小板的营运能力好于创业板。(3) 在创新能力方面，创业板上市公司平均分最高为 64.89 分，中小板次之为 57.34 分，主板最低为 49.09 分。原因是创业板和中小板上市公司在创新方面的投入明显多于主板，且产出也较多。由此可以看出，在盈利能力和创新方面确实体现了中小板和创业板设立的初衷，但是与主板相比，中小板上市公司的盈利能力和创新能力并不十分突出。

在价值管理能力上，主板上市公司平均分最高，为 77.06 分，中小板上市公司平均分为 76.86 分，创业板上市公司平均分为 76.64 分，三个板块得分比较接近。(1) 在内部控制方面，中小板上市公司平均分最高为 86.86 分，主板次之为 86.44 分，创业板最低为 85.90 分。其中在内部控制评价方面，创业板和中小板上市公司在内部控制评价报告的披露、内部控制的质量，以及整改方面，明显好于主板上市公司。但是，在内部控制审计方面，主板上市公司好于中小板和创业板。在合规性方面，主板上市公司也好于中小板和创业板。(2) 在信息披露方面，创业板上市公司平均分最高为 91.91，主板次之为 91.85，中小板最低为 90.92 分。其中对于信息披露的及时性，主板、创业板和中小板上市公司的季度报告、中报和年报披露都很及时，达到了满分 100 分。对于信息披露的真实性，创业板和中小板上市公司略好于主板。对于信息披露的准确性，主板和创业板上市公司好于中小板。但是，这三个板块上市公司在会计师事务所对上年（2012 年）年报出具了审计意见之后，又进行了财务报告重述的公司占到了一半左右。从这个情况来看，很难说三个板块上市公司的信息披露做到完全真实和准确。(3) 在股价维护方面，主板上市公司平均分最高为 52.90 分，中小板次之为 52.79 分，创业板最低为 52.11 分。其中，主板上市公司大股东增持多于中小板和创业板，中小板上市公司高管增持多于主板和创业板。中小板上市公司的回购也多于创业板和主板。

在价值分配能力上，主板上市公司平均得分 44.23 分，中小板上市公司平均得分 53.64 分，创业板上市公司平均得分为 50.89 分，主板上市公司的价值分配能力明显低于中小板和创业板。(1) 在股利政策方面，中小板上市公司平均分最高为 64.08 分，创业板次之 50.89 分，主板最低为 46.23 分。其中，创业板和中小板上市公司以现金股利方式回报股东情况要好于主板，但是三个板块的整体分红得分并不高，并且这三个板块的公司章程中对股东回报做出明确规定的少。这说明在没有分红制度保证下，上市公司分红必然不多。不过，由于创业板和中小板上市公司的价值创造能力较强，其分红比率高于主板。(2) 在投资者保护方面，

中小板上市公司平均分最高为 88.27 分，创业板次之为 85.34 分，主板最低为 79.73 分。相对于主板，中小板和创业板上市公司在投资者知情权和参与权方面的制度建设更完善，在控制权管制方面也优于主板。(3) 在社会责任方面，中小板上市公司平均分最高为 8.56 分，主板次之为 7.30 分，创业板最低为 4.58 分。三个板块的上市公司披露了社会责任的公司都不多，都在 10%以下，说明三个板块对于社会责任的重视程度都不高。不过，相比较而言，中小板对于社会责任的重视程度高于主板和创业板。

表 4：各板块上市公司质量平均分比较表

	主板	中小板	创业板
公司总评分	56.36	61.51	62.82
价值创造能力	51.07	57.77	61.87
公司治理	46.23	54.68	60.87
财务质量	57.89	61.29	59.84
创新能力	49.09	57.34	64.89
价值管理能力	77.06	76.86	76.64
内部控制	86.44	86.86	85.90
信息披露	91.85	90.92	91.91
股价维护	52.90	52.79	52.11
价值分配能力	46.23	53.64	50.89
股利政策	51.66	64.08	62.76
投资者保护	79.73	88.27	85.34
企业社会责任	7.30	8.56	4.58

根据各市场上市公司质量的评价结果，可以初步形成一个结论，即无论是企业经营业绩，还是公司治理、股利政策和投资者保护等非财务特征，创业板上市公司和中小板上市公司总体上都要强于主板上市公司。特别是一般认为中小板上市公司和创业板上市公司的经营业绩要弱于主板上市公司的观点，没有得到我们的评价结果支持。以上分析表明，各市场上市公司无论是在经营业绩还是整体质量上，都没有体现出明显的层次性特征，或者说并没有体现出市场参与者所期望的层次性特征。上市公司的层次性差异并不明显，导致参与各层次市场的企业和投资者类型趋同。对于国内多数企业而言，由于难以满足要求而无缘上市融资渠道；对于投资者而言，也难以建立风险收益结构多元化的股票投资组合。

三、我国多层次股票市场的改革方向

股票市场对于实体经济增长的促进作用，在多年以前就已经得到了理论界验证（如

Levine, 1991; Leving 和 Zervos, 1998 等), 根据已有的理论和实证研究成果, 股票市场发展能够为企业融资提供便利, 鼓励技术创新, 协助投资者分散风险, 实现低成本股票交易和对上市公司进行外部监督。这些措施有利于提高上市公司的融资能力, 降低融资成本, 提升其生产效率和投资者回报, 进而提高实体经济的生产效率和扩大资本积累, 实现经济增长目标。但是最近的研究也发现, 在经济发展的不同阶段, 股票市场对于实体经济的作用可能是不同的。Acemoglu (2006) 等人将发展中国家和发达国家的经济增长路径概括为“投资驱动式增长”和“创新驱动式增长”两种类型。在投资驱动式增长阶段, 实体经济需要持续增加的资本积累, 但同时法律体系不健全, 投资者保护缺位, 在这一阶段金融中介如商业银行的作用更加明显 (La Porta 等人, 1997; Stulz, 2000)。但在以创新驱动式增长阶段, 股票市场对于创新及相关投资机会更强的鉴别能力和包容性, 使其更适合于培养和扶持创新型企业, 微软、谷歌和苹果等国际级高新技术企业就是这样成长起来的。Rioja 和 Valev (2014) 对此进行了实证检验, 他们发现股票市场对于发达国家的生产率提高和资本增值产生了明显的促进作用。

我国目前已是世界第二大经济体, 根据经合组织的一份报告, 中国可能在 2016 年取代美国成为世界第一大经济体。根据党的十八大报告所提出的两个“一百年”目标, 我国正在积极调整经济发展方式, 实施创新驱动战略, 经济增长阶段从投资驱动阶段向创新驱动阶段转变。结合已有的理论研究成果和我国现实可以得出结论, 股票市场发展水平正在成为促进或阻碍中国经济转型与增长的日益重要的因素。同传统市场经济国家有所不同, 我国股票场所走的主要不是内生式发展道路, 或者说这种内生式发展道路在上世纪 90 年代初就已被政府主导的外生发展道路所代替。而这已经不是股票市场的独有特征, 而是我国正式金融体系各组成部分的共性特征 (王国刚, 2012)。股票市场外生发展模式的主要特点是: 第一, 股票市场组织形式、上市公司标准、交易清算机制和监管规则等, 主要由中央政府指定的证券监管机构负责规划、实施和维护; 第二, 交易所和证券经营机构的主要负责人由监管机构任命或者参与任命, 其运营活动需要接受监管机构指导; 第三, 未经监管机构认可的企业和个人不得从事证券经营活动、证券融资活动和证券交易活动; 第四, 未经监管机构认可的证券交易场所不得运营, 证券产品不得发行和交易。基于以上特征, 监管机构对股票市场发展拥有较强的决策权和干预权, 使得市场发展水平特别是制度变化, 主要取决于监管机构对于实体经济需求和改革时机的主观判断, 其中还会掺杂对于自身利益得失的考量。而单方决策的有限性, 使得决策者难以获取和分析决策所需要的全部信息, 难以摆脱既得利益群体的干扰, 难以抵御自身利益的诱惑, 其结果就是市场制度变革方向更加有利于既得利益者和决策者, 其他重要利益群体如市场买卖双方即企业和投资者的利益没能得到充分关照,

“融资难”与“投资难”并存的现象，恰恰说明了股票市场目前还难以根据实体经济发展的内在要求，自发地做出调整。二者经常不能很好地协调互动，以更好地满足投融资双方的需要。股票市场的制度僵化甚至限制了实体经济增长潜力的释放。综合以上分析，我们认为我国多层次股票市场下一步的改革方向，应是根据实体经济发展需要，实现股票市场发展模式由外生向内生的转变，其应实现的目标主要集中在以下几个方面：

（一）交易所市场层次性的明晰与调整

发达股票市场的层次性，是为了满足不同发展阶段企业和不同风险偏好投资者需要而内生发展起来的。多层次的市场明确了不同类型公司股票的上市标准、信息披露要求和风险程度，有利于证券产品结构的简单化和风险可识别性，从而降低交易成本，促进投融资双方尽快成交。由于我国股票市场的层次性是在参考国外经验的基础上人为设定的。市场设计者尽管在名义上强调层次性特征，但出于多重考虑和能力及职权所限，并没有在具体制度设计和现实效果上更多地体现市场分层目标。首先，交易所内各板块市场的上市标准雷同或者相似，交易机制相同，交易费用相同，市场运行机制在本质上没有区别，导致场内市场层次不清（表 5、表 7）。其次，各层次市场缺乏上市公司转板机制，虽然都在交易所市场内，但上市公司的跨市场流动却不易出现。随着中小板和创业板上市公司的持续发展壮大，这一现象将日益突出，并且威胁两个市场的最初定位。这对主板市场形成了对上市公司进行结构调整的倒逼机制，如果主板市场退市制度改革在短期内无法完成，不能腾出市场容量吸纳已成长起来的中小板和创业板公司，这些公司将继续留在原市场内，从而进一步恶化各板块市场之间的实质性定位冲突，导致交易所市场层次性继续弱化甚至消失。

（二）全国各层次股票市场间的断层与竞争

同交易所市场内部各板块市场层次不清的问题相比，交易所市场同全国中小企业股份转让系统和区域性股权市场之间的市场断层问题更显突出。三个市场在上市标准和交易成本方面差异过大，市场间缺乏有效联动机制。交易所市场在上市公司资源、投资者数量、交易成本和监管力量等方面占有明显优势，其产生的市场资源虹吸效应不利于各层次市场的均衡发展。也使风险更多地集中于交易所市场。以交易成本为例，全国股转系统征收的转让经手费为 0.5%，相当于交易所市场的 7 倍多（表 7）。虽然低交易量市场需要投资者分担更多成本，但是作为交易所市场的同一组织者，监管机构显然没有制定出更能吸引投资者的交易机制和费率标准，这对于一个新市场而言是最严峻的挑战。目前股转系统的交易量还非常小，并且其中 80%的成交量是以协议转让的方式完成的，实际上系统主要功能是显示报价及代理交易，可以起到活跃市场交易的做市商制度远没有充分发挥作用。

内生的多层次股票市场是在各层级市场彼此竞争并且持续探索分工的过程中，逐步形成的。监管机构确定股转系统的最初功能是承接“两网”公司和交易所退市公司股票的交易，其定位类似于美国纳斯达克粉单市场的低质量股票交易系统。尽管改革后的股转系统新增了高新技术园区企业股票挂牌交易，但其低端市场定位并没有改变，其与交易所市场短期内不太可能形成竞争关系，从两个市场的企业挂牌收费标准，可以看出两个市场在所服务的企业在规模上有明显差异。加之股转系统对投资者资格的限制性规定，设计者让两个市场并行发展的意图十分明显。各区域性股权交易市场的地位同股转系统相似，市场功能也没有充分发挥。尽管区域性股权市场的管理者是地方政府，但现行的证券法律法规并没有赋予地方政府设立、组织和监管地方股票市场的权力。地方市场发展缺乏应有的法律和政策基础。与此同时，新型场外交易市场的建立仍有诸多限制，以“众筹”等名义开展的网络融资和股票交易活动，继续受到管制。总之，现有的多层次股票市场，各层次之间缺乏有效竞争机制和联动机制。市场机制在推动各层次股票市场发展的过程中没能真正发挥作用。“政府办市场”的思路阻碍了内生性多层次市场的建立和良性互动，市场对于实体经济需求的响应严重滞后。

（三）互联网交易机制的引入

电脑自动撮合交易和做市商系统是各国股票市场的主要交易方式。目前世界上主要交易所市场的大部分交易是通过电脑自动撮合交易自动完成的。即便纳斯达克市场传统做市商交易，目前也可以通过电子交易平台自动进行，而不必买卖双方面对面地谈判（除非是大额交易）。Jain（2005）对世界上120国家的交易所研究表明，电脑撮合交易比做市商系统更能够提高股票市场流动性和改善信息不均衡状况。目前美国绝大部分交易是由电子市场完成的，主要的电子市场包括纳斯达克市场中心、ArcaEx\Direct Edge\BATS和LavaFlow（博迪等2011）。而且随着电子交易网络的不断扩展，在拥有足够买卖双方的电子交易平台上，做市商地位趋于下降。

我国沪深交易所自建立之初就采用了以电脑自动撮合交易为主的交易机制。近年来，为了适应大宗交易需要，交易所市场又建立了大宗交易电子平台，但绝大多数交易仍然是通过电脑自动撮合交易系统完成的，其中甚至包括了被拆分的大宗交易。自动撮合交易取得成功的基本条件是交易系统内有足够多的买方和卖方指令供电脑自动匹配选择，而指令数量又是与投资者数量直接相关的。在正常市场条件下，活跃投资者数量越多，股票买卖指令的数量也会越多，电脑撮合成交的概率就更高。我国交易所市场投资者以个人为主，个人投资者数量是各国股票市场中最多的。这构成了电脑撮合交易系统成功的基础。目前我国交易所股票市场是世界上流动性最好的市场之一。

同交易所市场形成鲜明对照，场外股票市场（包括全国股份转让系统和区域股权交易市场）尽管拥有众多上市公司，但由于投资者资格限制，以及最小交易数额限制，导致投资者交易指令偏少，不便于电脑撮合成交，因此只能采取买卖双方协议交易或者做市商交易的方式。但在长期保持低流动性市场中，做市商为规避风险可能会拉大买卖报价的价差，或者报价积极性下降，从而增加市场交易成本，影响做市效果。

互联网金融的发展为场外市场的网络化带来契机。近年来各类网络借贷平台和众筹融资平台的快速发展，为发展场外股票交易网络积累了经验。网络的优势在于可以将不同类型的投资者以低成本方式组织在一起进行股票交易。当然，以我国目前的证券监管要求和投资者风险意识及投资经验，放任场外股票交易网络发展是不现实的。仍然需要在证券监管机构的统一组织协调下，依靠证券行业力量进行探索。根据美国证券业与金融市场协会（SIFMA）的最新数据，2010年美国证券业赚取的468亿美元证券交易佣金中，有约10%来自场外市场股票经纪业务，但场外市场股票做市业务却净损失70万美元。对于尚处于发展初级阶段的中国证券业而言，利用网络机制优先开拓场外市场股票经纪业务，似乎是更稳妥的选择。无论采取什么方式，将互联网机制引入股票交易的目的，是活跃场外市场交易，完善多层次股票市场体系。

（四）证券经营机构实力增强

证券经营机构是多层次股票市场的运营主体，拥有强大的运营主体才有可能不断壮大和活跃股票市场。根据国内外证券业经验，股票市场运营主体应至少拥有以下三项核心能力：1. 市场设计和建设能力，通过吸引和整合上市公司资源、投资者资源、中介机构资源，争取监管机构支持，设计和建立股票市场运营框架，并担任首要运营主体；2. 市场运行保障能力，拥有市场稳定运行所必须的人力资源、物资储备、资金和技术，建立促进交易双方快速、低成本达成交易的市场交易清算机制；3. 风险处置能力，有能力对于市场运行过程中可能产生的各类风险做出快速反应，及时稳定市场秩序，控制风险传递范围，有效防范系统性风险产生。

我国证券业当前的业务范围和收入结构，表明证券经营机构总体上仍然不能满足上述三项能力的要求。2013年我国证券业实现营业收入1600亿元，其中近一半的收入来自交易所市场的证券经纪业务，由于交易所市场比较活跃，客户主要使用远程交易方式发送指令，而且交易主要依赖电脑自动撮合系统完成，券商实际承担的经纪业务风险和成本有限。与此同时监管机构又限制券商进行交易费率竞争，使得证券业这部分佣金收入得以保持稳定。从券商经纪业务比重及其稳定性来看，不改变现行行业自律规则，继续扩大券商经纪业务规模

及其风险性是不太现实的。有必要进一步提高证券经纪业务的竞争水平，调动券商建设和参与股票场外市场运营、增加经纪业务收入的积极性。此外，在场外市场运营初期，投资者数量较少可能导致市场流动性偏低，需要券商以做市方式对市场注入流动性，这对券商资本实力和资产风险管控能力提出更高要求。所以也有必要考虑允许券商通过增资扩股和提高财务杠杆等方式，增加可动用资金规模，同时增加做市业务所必须的人员、物资和技术投入，提升做市水平。

（五）监管机构的重新定位

“政府办市场”是我国股票市场发展史上的一大特色。监管机构除承担证券发行和交易的监督管理工作之外，对于促进市场稳定运行和证券行业发展也承担了一定责任。监管机构将相当一部分精力集中在交易所市场的建设和完善上。现行的诸多证券交易监管规则和政策，对交易所市场开立细分市场及新交易平台的支持，乃至对场外股票交易的限制，都反应出监管机构对于交易所市场的呵护。应该说在过去 20 余年中交易所市场的发展成就有目共睹，无论从上市公司数量、市值规模还是流动性来看，沪深交易所都称得上是国际范围内的重要股票交易市场。当然，交易所市场在市场层次性、开放度和国际化等方面，同发达市场仍有一定差距，这些问题将在我国深化改革开放的大环境下，逐步得以解决。

另一方面，随着互联网电子商务和金融服务的兴起，股票场外市场交易遇到了难得发展机遇。继续人为地保持股票场内与场外市场的非平衡性，限制场外市场开拓已经不合适宜。监管机构需要进一步调整在多层次股票市场体系中的定位，切断同交易所和其他市场运营主体的行政隶属关系，将企业与投资者准入、交易机制、新市场创设等事宜交由市场主体自主决策。市场建设与运营由商业机构或者行业组织独立完成，减少直至杜绝行政干预。监管机构的主要职责是监督处置股票发行与交易过程中危害市场公平和侵害投资者利益的违法违规行为。

四、完善多层次股票市场的总体构想

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》对于提高直接融资比重，健全多层次资本市场体系提出了明确要求。多层次股票市场是资本市场体系的重要组成部分，其发展方向和路径对于我国资本市场总体走向会产生深远影响。结合前文对我国股票市场运行状况的比较，以及对股票市场改革方向的分析，我们形成了完善我国多层次股票市场的总体构想。

（一）总体目标

建立和完善独立运作、层次清晰、协调互动和交易活跃的多层次股票市场体系。

对总体目标的说明：“**独立运作**”是指各层次股票市场改变同政府或监管机构的行政隶属关系，经营决策上不受行政干预，市场运营主体依据商业化原则自主经营。逐步放开股票交易场所设立限制，降低资质门槛，鼓励证券经营机构独立或参与创设各级各类股票交易市场，促进市场间的良性竞争。“**层次清晰**”是指各层次股票市场的功能定位有明显区别，服务企业群体有所区隔，交易机制各有特色。具体说，交易所市场内的主板市场主要为大型企业提高上市服务，交易机制以电脑撮合交易为主，辅以做市商和双边协议交易机制；中小板和创业板市场以中小企业和创业型企业为主要服务对象，上市标准明显低于主板市场，短期内仍可以电脑撮合交易为主要交易机制，但有必要增加做市商和协议交易机制的参与程度。交易所市场现有的各层次市场，应遵循市场发展的自然规律，适时进行合并、分立和重组，其主要目标是保持交易所市场的竞争优势。继续调整各层次场外市场的定位和容量，更大发挥证券经纪人作用，引入互联网交易机制扩大现有市场交易规模，鼓励新建基于网络的电子交易平台。“**协调互动**”是指通过市场机制的作用而非行政命令方式，促进各层次市场间的差异化竞争，保持较高市场开放度，建立行之有效的“转板”制度，为企业提供适宜其不同发展阶段的、持续的证券发行和交易服务。“**交易活跃**”是指各层次股票市场结合所服务的市场主体特征，建立多样化交易机制，引进新型证券产品、投资工具和交易手段，促进买卖双方迅速、低成本成交，强化市场服务功能。同时也需要适当抑制交易所市场的投机炒作气氛，促进信息共享，引导理性投资，降低过高的证券换手率。

（二）改革重点

1. 破除交易所市场行政性垄断地位

实现多层次市场均衡发展，需要打破交易所市场借助行政力量获得的垄断地位，并防止其滥用垄断地位谋取不当商业利益。应取消监管机构同交易所和其他证券经营主体间的行政隶属关系，推动交易所独立商业化运作，同时打破交易所牌照限制，促进不同主体创办的股票交易场所（电子交易平台）平等竞争，促进企业、投资者、证券经营机构等市场资源优化配置。

2. 充分发挥证券经纪人作用

以证券经纪人作为驱动股票场外市场交易的重要力量。在允许企业跨市场挂牌，投资者跨市场投资的基础上，鼓励证券经纪人跨市场开展经纪业务，以投资者为核心服务对象，提供高效便捷的经纪服务和做市服务，积极活跃市场交易，保护投资者利益。

3. 引入互联网机制增强场外市场服务功能

鼓励证券经营机构和其他合格主体创办独立现有股票交易场所之外的新型股票交易场

所和电子平台。积极引入互联网机制，实现场外市场的规模化运作，降低市场运行和交易成本，扩大参与主体范围。

4. 调整投资者适当性制度

投资者适当性制度应主要针对投资者风险承受能力进行判断，而不是人为制造不同市场中的投资者区隔。因此监管机构对于投资者净资产值的设定应能够实事求是地反映投资者风险承受力，不应过低也不应过高。过高的投资者进入门槛可能脱离我国实际，减少投资者数量，限制投资者自主决策权利，影响市场交易活跃度。根据国际经验，对于股票债券类基础资产和非信用交易方式，不必设置过高的进入门槛。而且资格限制可以很容易地通过集合式投资工具或交易渠道进行规避，除增加交易成本外，并不能够非常有效地限制投资者活动。

5. 积极发展区域股票市场

中小型本地企业具有经营、投资、融资、就业和信息等要素的本地化特征。因此对于这些企业而言，初期比较理想的股票发行和交易场所应是区域性股票交易市场。目前我国区域性股权市场，普遍存在市场基础设施不完善，监管体系不健全，交易机制受限和市场活跃度低等不足。政策性限制在其中起到很大作用。可以探索以地方政府为市场监管主体，扩大证券经营机构独立或者参与创办区域股票市场的自主权，发挥经纪人功能，从活跃现场交易入手，逐步开发互联网交易平台，促进本地企业同本地投资者的对接和交易。

6. 强化证券交易监管

强化监管机构、行业组织和市场运营主体对于证券发行、交易清算的事中和事后监管，配齐监管资源，严格执行证券交易法规，严厉惩处证券违法违规行，保持股票场内和场外市场的良好秩序。

7. 有效防范系统性风险

改变以监管机构行政力量为主要推动力的防风险机制，建立股票市场参与主体群防群治的网络化风险防范机制。在既有监管规则和风险防控预案指导下，以市场运营主体和证券经营机构的自身风险管理机制为控制风险源的基础力量，以市场动态监控和熔断机制以及行政监管力量为阻断风险传递的可靠保障，以法律法规和行政措施为风险处置的最后手段。

（三）进程安排

2014年，确定完善多层次股票市场的改革方案，有计划地开展各项准备工作。

2015-2016年，启动交易所市场改革，区分主板、中小板和创业板的上市标准与交易机制，简化和明确各市场退市制度，建立转板制度，突出市场层次性特征，增强证券经纪人在活跃市场交易方面的作用；赋予全国股转系统与区域股权交易中心更多自主权，利用市场机

制鼓励场外股票市场发展。

2017-2018年，实现监管机构同交易所行政脱钩，启动以提高市场化程度为目标的交易所体制改革；探索建立基于网络的、以证券经纪人为核心的新型股票电子交易平台。

2019-2020年，鼓励全国股转系统、区域股权交易中心和其他股票交易场所及电子平台实现互联互通；在防止市场垄断的前提下，促进上市公司股票和投资者在各股票市场间流动；放开股票衍生产品的创设和交易，降低集合投资工具管理人进入门槛，实现股票市场与相关衍生品市场协调发展。

（四）改革成功的衡量标准

1. 股票市场容量扩大

交易所市场可容纳的上市公司数量、市值和公司类型明显增加，上市公司群体对于实体经济发展的代表性和影响力明显增强。全国股票转让系统、区域性股权交易中心和其他新型股票市场、网络交易平台的挂牌公司数量和交易量大幅度增加。

2. 上市（挂牌）公司质量显著提高

上市公司和场外市场挂牌企业总体质量有较大幅度提高，特别是在公司治理、信息披露、内部控制、投资者保护和履行企业社会责任等方面，有明显改善。新上市（挂牌）挂牌企业需要接受持续的质量督导，确立企业运营的股东最大化原则。

3. 多层次市场实现低成本联通

符合条件的上市（挂牌）企业可以在不同层次的场内和场外股票市场转换，也可以同时在多个股票交易场所或电子交易平台挂牌交易。场外市场的投资者进入门槛降低，允许投资者进行跨市场投资活动。

4. 市场交易成本明显下降

上市公司证券发行成本和投资者交易成本明显降低，场外市场流动性提高，股票买卖价差收缩。不同市场间的交易费用差距明显缩小，跨市场交易成本降低到合理水平。

5. 改革过程中保持市场稳定

改革和完善多层次股票市场的过程中，不出现由此产生的大的市场波动和系统性风险。监管机构、交易所和证券经营机构能够各司其职，在保持正常市场运行秩序的前提下，开展各项改革和调整工作。对于由于门槛降低而新进入的市场主体，如新型市场运营主体和投资者，以及大批接触新经纪业务的证券经纪人，监管机构需组织系统培训，防止由于业务操作不当可能产生的风险隐患。

参考文献:

博迪、凯恩、马库斯:《投资学》中文版(原书第9版),汪昌云、张永冀等译,机械工业出版社2013年,第49页。

王国刚:《以公司债券为抓手推进金融回归实体经济》,《金融评论》2012年第4期,第1—14页。

Aghion, Howitt, Mayer-Foulkes. The effect of financial development on convergence. *Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120(1): pp. 173-222.

Acemoglu D, Aghion Philippe, Zilibotti Fabrizio. Distance to frontier, selection, and economic growth. *Journal of the European Economic Association*, 2006, 4(1): pp. 37 - 74.

Jain. Pankaj. K. Financial market design and the equity premium: electronic versus floor Trading. *Journal of Finance*, 2005, 60(6): pp. 2955-2985.

La Porta, R, F. Lopez-De-Silanes, A. Schleifer., and R. Vishny. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 1997, 52(3): pp. 1131 - 1150.

Levine R. Stock markets, growth, and tax policy. *Journal of Finance*. 1991, 46(4): pp. 1445 - 1465.

Levine R, Zervos S. Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 1998, 88(3): pp. 537 - 558.

Stulz R.M. Financial structure, corporate finance, and economic growth. *International Review of Finance*, 2000, 1(1): pp. 11 - 38.

Rioja Felix and Neven Valev (2014) Stock markets, banks and the sources of economic growth in low and high income countries. *Journal of Economics and Finance*, 2014, 38(2): pp. 302-320.