

中華民國證券商業同業公會委託研究

# 中國大陸十二五規劃 對資本市場和證券業的影響

北京清華大學臺灣研究所  
計劃主持人：李保明副教授

2013年5月

# 目 錄

0 引言.....	4
1 大陸資本市場發展現狀.....	6
1.1 大陸資本市場始於國有企業發展需要，在不斷規範和改革中發展前行.....	6
1.2 大陸資本市場體系初步建立.....	6
1.3 證券市場規模發展迅速，股票市值達到全球第三大規模水準.....	7
1.4 證券市場對外資逐步開放.....	8
2 “十二五”時期，大陸資本市場發展與改革方向.....	10
2.1 大陸經濟發展方式轉型.....	10
2.2 大陸資本市場存在的問題.....	11
2.3 大陸資本市場改革與發展方向——股債並重提高直接融資比重.....	14
2.4 大陸資本市場改革與開放措施.....	16
3 “十二五”時期，大陸公司信用類債市場發展分析.....	21
3.1 大陸公司信用類債券市場的基本框架.....	21
3.2 大陸公司信用類債券市場結構特點.....	21
3.3 大陸債券信用評級體系.....	24
3.4 大陸債券市場發展前景分析.....	26
4 “十二五”時期，大陸發展“新三板”市場分析.....	32
4.1 大陸“新三板”市場的由來及其功能定位.....	32
4.2 “新三板”——全國中小企業股份轉讓系統運行狀況.....	37
4.3 “新三板”市場擴容分析.....	42
5 “十二五”時期，大陸證券業發展機遇.....	46
5.1 大陸實體經濟發展帶來證券業發展機遇.....	46
5.2 多層次資本市場建設——“新三板”市場的機遇.....	48
5.3 大力發展債券市場的機遇.....	51
5.4 資本市場改革與創新帶來的機遇.....	52
5.5 期貨業發展的機遇.....	53
6 結論與建議.....	55
致 謝.....	58

## 圖表目錄

表 1 大陸社會融資結構（單位：億元） .....	12
表 2 2011、2012 年大陸債券發行情況.....	22
表 3 大陸公司信用類債歷年發行情況（單位：億元） .....	23
表 4 大陸代辦股份轉讓系統發展歷程.....	33
表 5 高新技術企業認定指標.....	36
表 6 大陸重點支持的高新技術領域.....	36
表 7 全國中小企業股份轉讓系統掛牌企業及交易情況.....	38
表 8 “新三板”市場各證券公司主板掛牌公司情況表.....	39
表 9 “新三板”市場上掛牌企業轉板情況.....	40
表 10 “新三板”擴容的四個高科技園區情況.....	42
圖 1 大陸證券市場發展變化.....	8
圖 2 2000 年以來，大陸金融業增加值占 GDP 比例.....	15
圖 3 2002 年以來，大陸直接融資所占比例變化.....	15
圖 4 大陸債券存量結構.....	23

## 0 引言

大陸“十二五規劃”描繪未來五年經濟與社會發展藍圖，是大陸政府推進經濟和社會發展的方向和努力目標。從過去的十一個“計畫”或“規劃”<sup>1</sup>執行情況看，“五年規劃”對於中國大陸發展的指令性、指導性和引領性作用非常顯著。

“十二五規劃”的深化金融體制改革部分（48章）提出“加快多層次金融市場體系建設”、“顯著提高直接融資比重”，具體包括“規範發展主板和中小板市場，推進創業板市場建設，加快發展場外交易市場，探索建立國際板市場，積極發展債券市場，推進期貨和金融衍生品市場發展，規範發展私募基金市場，加強市場基礎性制度建設”等內容。證監會前主席郭樹清在 2012 年初部署未來一個時期資本市場改革和監管的五項措施。2012 年 9 月，大陸發佈金融業發展和改革“十二五”專項規劃，進一步闡述大陸資本市場的發展方向。

大陸資本市場發展時間短，市場規模、市場層次和制度建設還沒有達到成熟階段。目前，大陸企業“上市難”、中小企業“融資難”和民間高利貸混亂，都需要資本市場的改革發展來解決。在這些背景下，大陸資本市場的“十二五規劃”和相應的措施必將推動資本市場進一步發展，並對大陸證券業和大陸證券公司產生重要影響。

本研究在對相關政策分析基礎上，聚焦在“建立多層次資本市場”的場外交易（代辦股份轉讓系統，俗稱“新三板”市場）和“擴大直接

---

<sup>1</sup> 2005 年前是“五年計劃”，2005 年開始改為“五年規劃”，體現市場經濟的作用。

融資”的債券市場發展兩個方面，探討其發展前景及對大陸資本市場和證券業的影響，為臺灣證券公司提出建議。

# 1 大陸資本市場發展現狀

## 1.1 大陸資本市場始於國有企業發展需要，在不斷規範和改革中發展前行

與發達國家資本市場自下而上的“自然演進”的發展模式不同，中國大陸資本市場是在政府先行啟動，政府和市場的共同推動，逐步探索和發展起來的。

資本市場出現的直接原因是國有企業股份制試點。上個世紀 80 年代早期，少量企業開始自發地向社會或企業內部發行股票或債券集資，隨後逐步形成了“股票熱”。1990 年，上海、深圳兩家證券交易所先後開辦，開始了股票公開發行和交易。由於資本市場建立的初衷是國有企業發展的融資需要，也就決定了大陸資本市場的發展路徑和現狀特徵。

上世紀 90 年代，大陸證券市場以國有企業上市為主，經歷企業上市發行、交易、市場參與主體和監管的規範過程，涉及證券市場交易的法律法規在這一時期相繼頒佈；2000 年以後，大陸證券市場的發展特色是股權分置改革，將國有企業的“法人股”納入市場流動，至此，大陸證券市場發展走向正規。

## 1.2 大陸資本市場體系初步建立

經過二十年餘年的發展，中國大陸股票市場已逐步建立起包括主板、中小板、創業板和代辦股份轉讓系統（場外交易）的多層次資本

市場體系，各層次市場上市或掛牌公司兩千多家，其中主板市場 1405 家，中小板市場 610 家，創業板市場 258 家，全國中小企業股份轉讓系統 205 家。

在債券方面，國務院授權人民銀行、證監會和國家發改委三家為發行主管部門，形成銀行間交易市場和交易所債券市場的市場體系。

證券市場各類機構迅速發展，截至 2012 年，大陸市場中各類證券公司 111 家，合計註冊資金 2193.23 億元<sup>2</sup>；證券投資諮詢公司 88 家，主要集中在北京、上海、深圳三地<sup>3</sup>；基金管理公司 77 家，註冊資金超過 130 億元<sup>4</sup>；2012 年國務院已經批准將 QFII 投資總額度提高到 800 億美元，截至 2012 年 10 月底，獲得 QFII 資格的機構達 192 家，核准 159 家 QFII 機構共 335.68 億美元投資額度<sup>5</sup>。

### 1.3 證券市場規模發展迅速，股票市值達到全球第三大規模水準

自上世紀 90 年代初中國大陸證券市場正式營業開始至今，證券市場的發展歷經 20 餘年，市值規模成長迅速。截至 2012 年年底，深圳和上海兩市上市公司數達到 2494 家，其中上市外資股（B 股）107 家，股票總發行股本 38395.00 億股，其中流通股本 31339.60 億股，總市值達到 230357.62 億元，處於全球第三水準。證券市場中，2011 年底帳戶總數 14045.91 萬戶，證券投資基金 1173 支<sup>6</sup>。

債券市場，公司信用類債發行規模和存量不斷擴大。2012 年，債

<sup>2</sup> 證監會網站統計資料，截至 2012 年 4 月 30 日；本文如無特別註明幣別，均指人民幣。

<sup>3</sup> 證監會網站統計資料，截至 2012 年 4 月 30 日。

<sup>4</sup> 證監會網站統計資料，截至 2012 年 12 月。

<sup>5</sup> 證監會網站統計資料，截至 2012 年 12 月。

<sup>6</sup> 中國證券報，2012 年 11 月 14 日。

券市場規模穩步擴大、活躍程度顯著提高。全年共發行各類債券 8.08 萬億元，同比增長 2.8%；全市場共成交結算 270.85 萬億元，同比增長 34.1%；截至 2012 年底，債券市場託管總量達 26.56 萬億元，較 2011 年底增長 16.8%<sup>7</sup>。

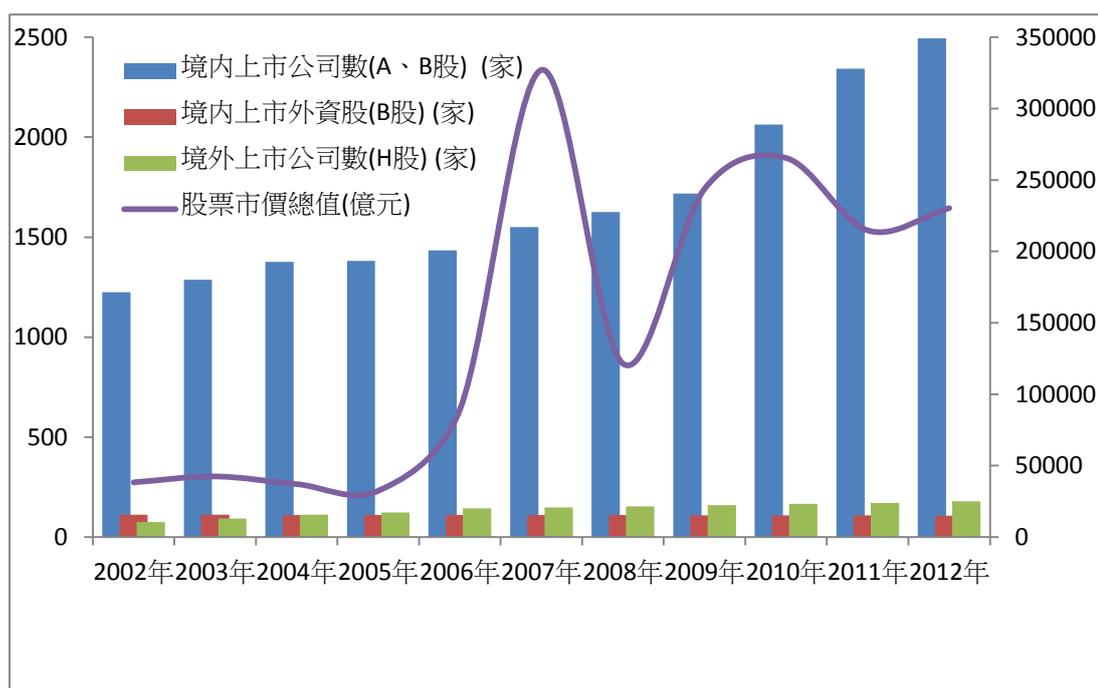


圖 1 大陸證券市場發展變化

#### 1.4 證券市場對外資逐步開放

大陸證券業從加入 WTO 的 2011 年，承諾對外資開放，但是外資要以與內資證券公司組建合資公司的進入，其中合資證券公司中外資比例不超過 33%，合資基金公司中外資比例不超過 49%。大陸還以 QFII 方式，開放了境外資金投資大陸證券市場。

<sup>7</sup> 2012 年債券市場年報

截至 2012 年 6 月底，大陸證券市場共設立 13 家合資證券公司，約占證券公司總數的 10%；2012 年 12 月，43 家合資基金公司，占到基金公司總數 77 家的一半多，合格境外機構投資者(QFII)188 家，投資額度達到 800 億美元。在大陸上市公司股票中，2011 年底外資股東(含 QFII、境外股東、三資股東)合計持有 585.23 億股，占全市場 A 股總股本的 1.97%。

2012 年 10 月，中國證監會宣佈修訂《外資參股證券公司設立規則》和《證券公司設立子公司試行規定》，將外資在合資證券公司中的持股比例上限從三分之一提高到 49%，進一步提高證券市場的開放程度。

## 2 “十二五”時期，大陸資本市場發展與改革方向

### 2.1 大陸經濟發展方式轉型

“十二五”時期，中國大陸以加快轉變經濟發展方式為主線，以經濟結構調整為主攻方向，促進經濟長期平穩發展，也即所謂的“穩增長、調結構”。基本要求是確保轉變經濟發展方式取得實質性進展，具體任務是：構建擴大內需長效機制，促進經濟增長向依靠消費、投資、出口協調拉動轉變；加強農業基礎地位，提升製造業核心競爭力，發展戰略性新興產業，加快發展服務業，促進經濟增長向依靠第一、第二、第三產業協同帶動轉變；統籌城鄉發展，積極穩妥推進城鎮化，加快推進社會主義新農村建設，促進區域良性互動、協調發展。實體經濟面臨“穩增長、調結構”的發軔轉型，需要資本市場的支援與配合。

“十二五”期間，大陸經濟發展目標：一是經濟平穩較快發展，國內生產總值年均增長 7%，城鎮新增就業 4500 萬人，城鎮登記失業率控制在 5% 以內，價格總水準基本穩定，國際收支趨向基本平衡，經濟增長品質和效益明顯提高；二是結構調整取得重大進展，居民消費率上升，農業基礎進一步鞏固，工業結構繼續優化，戰略性新興產業發展取得突破，服務業增加值占國內生產總值比重提高 4 個百分點，城鎮化率提高 4 個百分點，城鄉區域發展的協調性進一步增強。

與以前各期五年發展比較，“十二五”時期大陸經濟發展確定“穩重求進”的主基調，進一步調低經濟增長率到 7%，強調經濟發展方式

轉型取得實質性進展，在推動經濟發展新措施方面，強化以下幾點：

(1) 戰略性新興產業發展取得突破；(2) 促進中小企業發展；(3) 產業轉型升級；(4) 穩步推進城鎮化；(4) 推動服務業大發展。

大陸資本市場的建立和發展一直是圍繞服務實體經濟發展要求，這次經濟發展方式轉型要求資本市場給予配合，進而影響資本市場的未來發展方向。

## 2.2 大陸資本市場存在的問題

儘管市場規模達到世界第三水準，但是由於發展路徑和一些深層次的原因，大陸資本市場在結構、功能、管理等方面仍存在缺陷，距離服務實體經濟發展的要求和資本市場健康發展還有差距。

(1).資本市場結構方面，合理的多層次市場還沒有形成。

首先是金融體系總體上看，直接融資比重過低，2011年社會融資達到12.8萬億元，直接融資僅1.8萬億元，直接融資比例僅為14%，這還是從2002年的5%逐步提高的最高值。國際上，發達國家，直接融資均佔有較高比重。大陸過於依賴信貸融資，潛在系統性金融風險較大。

其次，從資本市場本身來看，股票債券比例失調。2011年底，公司類信用債的餘額不到股票市值的四分之一，債券市場仍以國債、金融債、政策性銀行發的債為主，公司類信用債券僅占全部債券市場的五分之一左右。

第三是，股票市場的結構呈現倒三角形態，與實體經濟的結構形

態不符。大陸股票市場，主板 1405 家，中小板 610 家，創業板 258 家，全國中小企業股份轉讓系統 205 家，呈現倒金字塔形狀；而實體經濟是大、中、小微型企業分別有數千家、數十萬家和數千萬家，在客觀上需要一種“金字塔”形的股票體系與之匹配。美國股票市場中，紐交所有 2311 家公司，納斯達克 2717 家，場外報價市場 2385 多家，粉單市場 6199 家，灰色市場 6 萬多家，大致呈金字塔狀，結構相對穩定合理。

表 1 大陸社會融資結構（單位：億元）

年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012.Q1
社會融資總量	19565	34198	28680	28624	40101	59217	68671	140822	142700	128300	38752
直接融資	900	1094	1176	2347	2206	7106	8927	17462	17838	17962	4835
債券融資	313	547	516	2004	842	2309	5562	12956	11987	13600	3960
股票融資	587	547	660	343	1363	4797	3365	4506	5851	4362	875
間接融資	18665	33103	27504	26276	37895	52111	59744	123360	124863	110338	33917
信貸融資	18724	33856	27103	25590	37053	50986	58233	120966	121866	105848	32732
其他	-59	-752	402	687	842	1125	1511	2394	2997	4491	1185
直接融資占融資總額比重	5%	3%	4%	8%	6%	12%	13%	12%	13%	14%	12%
間接融資占融資總額比重	95%	97%	96%	92%	95%	88%	87%	88%	88%	86%	88%
股票融資占直接融資比重	65%	50%	56%	15%	62%	68%	38%	26%	33%	24%	18%
債券融資占直接融資比重	35%	50%	44%	85%	38%	33%	62%	74%	67%	76%	82%

資料來源：中國人民銀行

## (2).資本市場存在功能錯位，投資保值功能較弱

由於公司債券規模較小，中國大陸資本市場還主要是股票市場，上市企業發行股票融資，投資者購買股票實現財富保值增值。但是實際上，部分上市公司存在“重發行、輕分紅”，“上市圈錢”的傾向，缺乏對投資者負責和公司長期發展考慮。比如創業板市場，兩年發佈了近 180 份高管離職公告。深交所資料顯示，截至 2011 年 9 月 30 日，創業板離職高管共計 495 人，其中有 62 人減持股份，占離職高管總數的 12.52%。

股票市場投資者投機傾向嚴重，雖然引進機構投資者，但是由於資訊不對稱和制度管理缺陷，股票市場的價格發現功能和價格穩定功能較弱，更多的呈現出財富分配功能，導致股票市場波動劇烈。以金融危機前後的資料為例，2007 年上證指數上漲 97%，2008 年下跌 65%，2009 年又上漲 80%。相比之下，2008 年香港恒生指數下跌 48%，2009 年上漲 52%。在本輪金融危機爆發的美國，情況最壞的 2008 年，道瓊工業指數也下跌了 34%，2009 年上漲了 19%，過去 20 年，除去本輪金融危機，道瓊工業指數走勢總體都很平穩。

暴漲暴跌不利於市場功能的有效發揮，也使大量投資者遭受利益損失，影響市場信心。近兩年，大量投資者銷戶離場，更多地變成“僵屍”帳戶，不再交易。

## (3).資本市場規範仍然存在問題

目前，大陸資本市場的市場化程度不足，行政審批和管制影響依然巨大。由於資本市場發展的階段和一些深層次的原因，大陸資本市

場的法律規範仍存在問題，比如公司包裝做假、投資基金操作市場、以及證券發行中的尋租腐敗等。由於打擊不力，這些現象還沒有從根本上改變。據有關人士透露，30%的創業板上市公司存在做假問題。私募股權投資基金管理資產規模接近 1 萬億元，每年為上千家企業提供 1000 多億元的資金，尤其對創新型中小企業的成長提供支援服務。但私募基金募集過程不規範，誤導投資者的情況時有發生，有利用私募股權投資基金的名義進行非法集資、詐騙的情況發生，這些都危害市場正常發展。

## 2.3 大陸資本市場改革與發展方向——股債並重提高直接融資比重

### (1). 發展目標

大陸《金融業發展和改革“十二五”規劃》提出金融業發展目標：一是“金融總量保持平穩較快增長，全面發展金融服務業，“十二五”時期，金融服務業增加值占國內生產總值比重保持在 5% 左右，社會融資規模保持適度增長”；二是“金融結構調整取得明顯進展，到“十二五”期末，非金融企業直接融資占社會融資規模比重提高至 15% 以上，銀行、證券、保險等主要金融行業的行業結構和組織體系更為合理”。

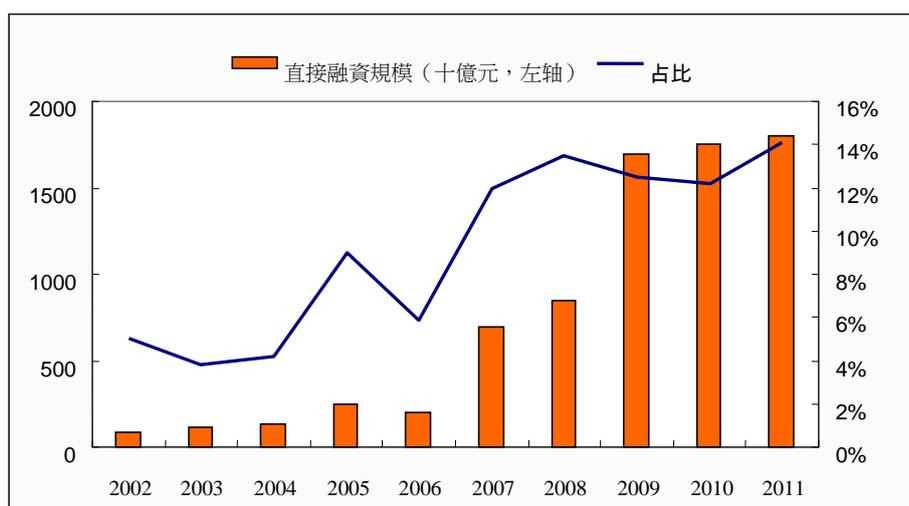
從這兩個數量指標看，“十二五”規劃的目標比較保守。實際上，金融服務業增加值占 GDP 的比重，從 2009 年起就已超過 5%，2009、2010 和 2011 三年的比例分別為 5.2%、5.2% 和 5.1%，見圖 2。非金融企業直接融資規模占社會融資規模的比重，2009-2011 年平均值為

13%，2011年已達到14%的水準（如圖3所示），未來4年提高1個百分點，是比較容易達到的。這些發展目標定得不高，但是意義在於明確金融業將保持高於整體經濟增速增長，直接融資比例繼續提升，使處於創新轉型進程中的證券業未來增長具有確定性。



資料來源：CEIC,平安證券研究所。

圖 2 2000 年以來，大陸金融業增加值占 GDP 比例



資料來源：CEIC,平安證券研究所。

圖 3 2002 年以來，大陸直接融資所占比例變化

## (2).發展與改革方向

《金融業發展與改革“十二五”規劃》在“加快建設多層次金融市場體系”的章節提出：(一)完善股票市場，具體內容有，①規範發展主板和中小板市場，支援中小企業運用資本市場發展壯大；②推進創業板市場建設，提高運行品質和效率支援創新型經濟發展；③擴大代辦股份轉讓系統試點，加快建設覆蓋全國的統一監管的場外交易市場；④探索建立國際板市場；⑤繼續股票發行制度市場化改革，弱化行政審批，強化資本約束、市場約束和誠信約束。(二)積極發展債券市場，穩步擴大債券市場規模，推進產品創新和多樣化。(三)推動發展期貨和金融衍生品市場，具體內容是推動期貨市場由數量擴張向品質提升轉變，穩步發展期貨市場，繼續推動大宗商品期貨品種上市，推動發展商品指數期貨、商品期權、原油期貨、碳排放權期貨等，在確保股指期貨平穩運行的基礎上，適時推出國債期貨。

## 2.4 大陸資本市場改革與開放措施

證監會前主席郭樹清在 2012 年初部署未來一個時期改革開放的五項措施。2013 年 1 月 14 日，郭樹清前主席進一步闡述為優化市場結構、規範市場秩序、提高市場效率，推出系統的改革措施，具體是：

(1) 進一步放鬆行政管制。監管重心從市場准入控制轉向行為和過程的監督。2012 年，取消和調整了 35 項行政審批專案。還有 10 多項正在研究修法。

(2) 鼓勵長期投資。推行按持股期限差別化徵收股息紅利個人所得稅的政策，規範員工持股計畫，鼓勵上市公司加強市值管理，降低交易成本，2012年一年內先後3次大幅下調市場收費標準。

(3) 改進新股發行制度。新股發行審核開始從對盈利能力的實質性判斷，向以資訊披露為中心轉變；加強對發行定價的監管，完善新股價格形成機制，抑制二級市場盲目“炒新”，促進一、二級市場協調發展。

(4) 完善退市制度。在原有退市制度的基礎上，引入了若干市場化的退市標準，建立了風險預警和退市整理機制，允許破產重整企業重新上市。今後，上市公司能上能下，也可以自願退市，逐步將上市公司退市常態化。

(5) 強化上市公司分紅。在充分尊重上市公司經營自主權的前提下，鼓勵引導上市公司建立持續、清晰、透明的現金分紅政策和決策機制。目前大型上市公司，特別是藍籌股股息率，不但高於新興市場，而且超過部分成熟市場。如滬深300指數股息率2012年達到了2.66%，而標普500指數為2.24%。

(6) 加快多層次資本市場建設。在繼續完善主板、中小板、創業板制度的同時，設立了全國中小企業股份轉讓系統（“新三板”），積極引導區域性股權交易市場規範發展，鼓勵證券公司探索建立櫃檯交易市場。

(7) 積極推動債券市場發展。建立公司信用類債券部際協調機制，推動監管制度標準的協調統一、銀行間及交易所債券市場的互聯互通，

推出了中小企業私募債等符合實體經濟需要的債券新品種，進一步豐富中小企業融資工具和途徑。

(8) 大力培育機構投資者。為社保基金、保險、信託、私募基金等專業機構投資提供便利，鼓勵發展多種多樣的財富管理產品和機構；重視引進境外長期資金。2002 年，證監會公佈新增合格境外機構投資者 (QFII) 投資額度 500 億美元；新增人民幣合格境外機構投資者 (RQFII) 投資額度 500 億元人民幣。

(9) 強化市場法治建設。完善市場法規體系，加強執法，對違法違規行為“零容忍”。2012 年初步調查案件 143 起，正式立案 113 起，移送公安機關 33 起，比上年分別增長 24%、20%、32%，審結行政處罰案件 77 件。

在大陸資本市場對外開放方面，還存在一些准入政策限制<sup>8</sup>，對外開放的現狀以下數字描述：截至 2012 年底，外資股東 A 股帳戶合計 11000 多戶，合計持有 775.2 億股，占全市場 A 股總股本的 2.56%；外資合計持股市值占 A 股總市值的 3.66%，200 多家 QFII 持股家數與上市公司總數之比達到 89.1%。大陸在境外上市的公司達 1 千多家，其中在香港上市的 H 股、大紅籌、小紅籌公司市值總額達 1.8 萬億美元。將所有在境內外上市的大陸企業加總在一起計算，大約 15% 左右的股票掌握在境外投資者手裡。B 股市場完全對外資開放。

---

<sup>8</sup> 參見中華民國證券商業同業公會委託研究《兩岸證券業准入及未來發展政策研究》(2011)，2012 年中國證監會宣佈，進一步擴大外資參與證券公司比例至 49%。

大陸將按照“逐步實現人民幣資本項目可兌換”的總體要求，從資本市場發展的實際需要出發，穩步提高市場開放的廣度和深度，進一步優化開放政策工具，逐步代替簡單化的硬性規定。

(1) 在繼續鼓勵雙向直接投資的同時，鼓勵雙向平衡的組合投資。支持仲介機構、境內外交易所創造性地開展多種合作。總的目標是，非居民在境內的發行與交易，要更加制度化、便利化。非居民投資，QFII、RQFII 等間接管道，總的額度需要有計劃地持續增加，投資比例限制也要逐步放寬，直接管道也要適當拓寬。證監會也在研究開放合格境外個人投資者，即所謂 QFII2 或 RQFII2 的可行性。歡迎國際投資者共同參與金屬、原油和金融期貨市場建設。

(2) 擴大居民發行、交易境外金融工具範圍。現在大陸居民參與境外證券、期貨和不動產市場，很大程度上是通過許多變通方式實現的。大陸積極支持香港人民幣離岸中心建設，也要逐步開放、拓寬居民直接參與境外市場的管道，使居民個人資本交易實現正規化、便利化；進一步完善合格境內機構投資者制度安排，試點開展合格境內個人投資者制度(即所謂 QDII2)，適當放寬境內企業境外上市的條件，支持符合條件的內地企業赴境外融資，提高大陸經濟利用國際資本市場配置資源的能力。

(3) 提高仲介機構服務跨境投資的水準。大陸已經將合資證券公司外方持股比例上限提高到 49%；允許外資入股中國期貨公司，比例最高可達 49%；對基金公司等財富管理機構研究試點更開放的政策措施。

以上諸多措施內容都是近幾年大陸資本市場積極推動的，但從未來幾年看，“擴大代辦股份轉讓系統試點，加快建設覆蓋全國的統一監管的場外交易市場”和“擴大債券市場規模”具有較大潛力和對大陸資本市場發展意義重大。這可從三個方面分析，一是大陸資本市場處於發展期，遠沒到達成熟階段，“發展容易、規範難”是這個階段的典型特徵，發展新產品和新市場比較容易。二是大陸股票市場的業績表現，從2008年開始，大陸股票市場就一蹶不振，上證指數和深證指數低位徘徊，這給管理層推出新產品和新市場會帶來分流資金的擔憂，未來新產品和新市場的推出與股市表現密切相關。三是部門利益關係，股票主板、中小企業板和創業板市場由證監會管理，在股市低迷的情況下，證監會更關注的是如何提振股市指數，爭取社會保障資金、住房公積金入市等；“建設覆蓋全國的統一監管的場外交易市場”是關乎各省市和高新技術開發區的利益，除證監會的規劃和部署外，地方政府的積極努力爭取將推動場外交易迅速發展，加上符合支援中小高科技企業融資的需求，快速發展的具有可行性；企業債券和公司債券由國家發改委、證監會和人民銀行三家發行，國家發改委採用審批制、證監會採用核准制，人民銀行通過銀行間市場交易商協會的註冊會員之間發行債券，三個部門在發行債券方面形成一定程度的競爭局面。據此推斷，未來幾年公司和企業債會通過銀行間市場交易商協會的快速發展。

後面章節就發展債券市場和建立統一監管的場外市場進行詳細的論述。

### 3 “十二五”時期，大陸公司信用類債<sup>9</sup>市場發展分析

#### 3.1 大陸公司信用類債券市場的基本框架

大陸債券發行和管理有國務院授權的三個部分組成，一是國家發改委，主要負責企業債的審批與發行，重點是國家批准的項目建設融資；二是人民銀行，2007 年建立銀行間市場交易商協會，註冊會員間發行企業債券，逐步成為企業債券發行的主體；三是證監會，負責上市公司的債券發行與管理。

目前各類信用債發行、交易和管理框架體系，如附表一所示。債券發行與交易體現為以場外交易為主，場內交易與場外交易並存的市場格局。

#### 3.2 大陸公司信用類債券市場結構特點

近年來，公司信用類債券發行規模不斷擴大，占全部債券發行額比例快速增加。2012 年，公司信用類債券發行額達到 35837.58 億元，增長 58.80%，占全部債券發行額的比例由 2011 年的 28.72% 增長到 44.37%，幾乎占到債券市場半壁江山。

公司信用類債券存量快速增加，占全部債券存量的比例顯著提高。截至 2012 年底，債券市場存量共 26.56 萬億元，較 2011 年增長 16.75%，

---

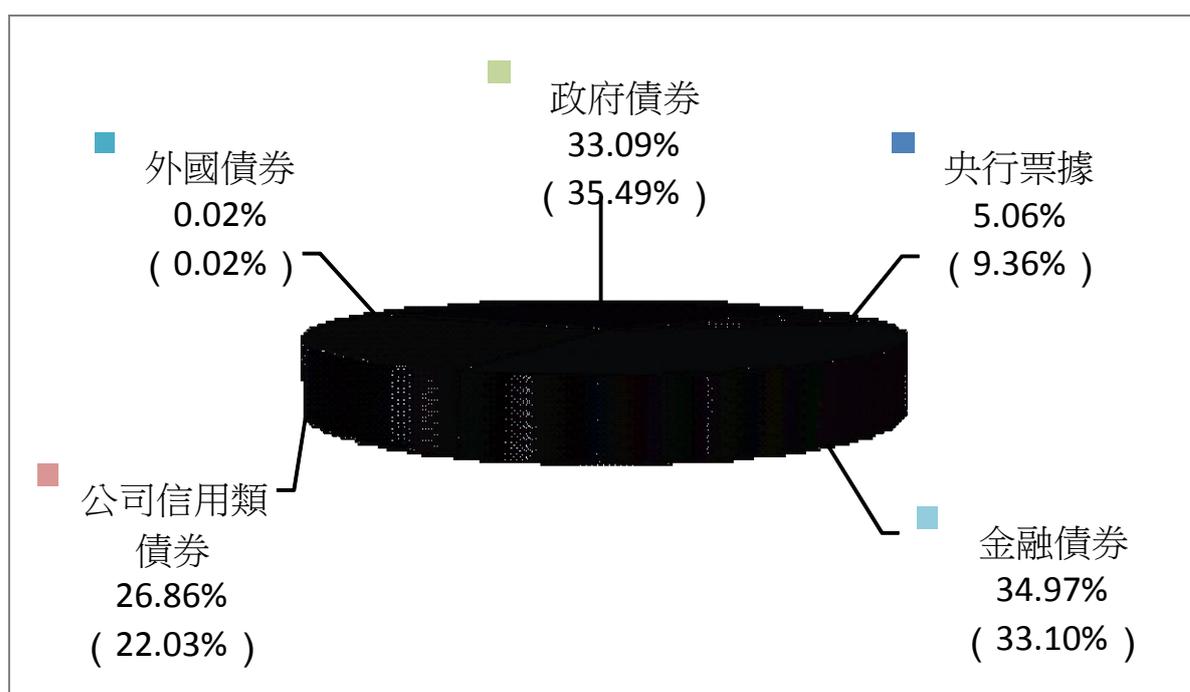
<sup>9</sup> 由於大陸特殊的債券發行體制，國家發改委批准發行的稱為企業債，證監會批准發行的稱為公司債，通過銀行間交易商協會發行的稱為中期與短期融資券，這裡的公司信用類債券包括以上非金融企業發行的各類債券與票據。

公司信用類債券存量達到 7.14 萬億元，同比增長 42.41%。在存量結構上，2012 年政府債券、央行票據、金融債券、企業信用類債券占比分別為 33.09%、9.36%、34.97%、26.86%。與 2011 年相比，政府債券、央行票據占比分別下降了 2.40 和 4.30 個百分點，而企業信用類債券、占比分別提高了 4.83 個百分點。

表 2 2011、2012 年大陸債券發行情況

類型	2012		2011	
	發行量 (億元)	占比 (%)	發行量 (億元)	占比 (%)
政府債券	18362.26	22.74	18397.90	23.41
央行票據	0.00	0.00	14140.00	17.99
金融債券	26564.72	32.89	23501.20	29.90
公司信用類債券	35837.58	44.37	22567.11	28.71
外國債券	0	0	0	0
合計	<b>80764.56</b>	<b>100.00</b>	<b>78606.21</b>	<b>100.00</b>

資料來源：中國債券市場發展報告（2012）



資料來源：中國債券市場發展報告（2012）（括弧內為 2011 年數據，括弧

外為 2012 年數據)。

圖 4 大陸債券存量結構

從公司信用類債券內部結構看，2012 年銀行間交易商協會發行的各類融資工具達到 26567 億元，比例達到 74.1%，其次是國家發改委審批發行的企業債 6499 億元，占 18.1%，最後是證監會審核公交易所發行的 2771 億元，占 7.7%。從增長趨勢看，中期票據、短期融資券、超短期融資券、定向發行工具發展迅速，成為債券市場的主體；發改委審批的企業債與國家宏觀調控政策密切相關，由於 2008、2009、2010、2012 年政府擴大投資應對國際金融危機、穩定經濟增長，發行了大量的企業債券；公司債發行規模近兩年開始大幅上漲，2011 年增幅高達 150%，2012 年增長 93%。從創新品種上看，銀行間交易商協會推出支援中小企業發展的集合票據和區域集優票據，2011 年發行 22 支，發行金額 66.23 億元，增長 42.2%，2012 年發行 47 只發行金額 106 億元，增長 60%；2012 年證監會推出交易所私募債券，發行 97 只，發行金額 115 億元。

表 3 大陸公司信用類債歷年發行情況（單位：億元）

年度	企業債	公司債	可轉債	可分離轉債	非金融企業債務融資工具						合計
					CP 短期融資券	MTN 中期票據	MTN(\$) 中期票據	SCP 超短期融 資券	SMECN 中小企業集 合票據	PPN 定向發行 工具	
2001	140.00		0.00								140.00
2002	325.00		41.50								366.50
2003	358.00		181.50								539.50
2004	286.49		213.03								499.52
2005	654.00		0.00		1424.00						2078.00

2006	995.00		43.87	99.00	2919.50						4057.37
2007	1719.86	112.00	106.48	188.80	3349.10						5476.24
2008	2366.90	288.00	77.20	632.85	4338.50	1737.00					9440.45
2009	4252.33	734.90	46.61	30.00	4612.05	6885.00	102.43		12.65		16675.97
2010	3627.03	511.50	67.30	0.00	6742.35	4924.00	0.00	150	46.57		16068.75
2011	2485.48	1291.20	413.20	0.00	8032.30	7269.70	0.00	2090	66.23	919.00	22567.11
2012	6499	2492	164	0.00	8370	8453	0	5822	106	3759	35838

資料來源：中國債券市場發展報告(2011)、(2012)。

從債券交易情況看，2012年，債券全市場累計成交270.85萬億元，較2011年增長34.12%。其中，銀行間債券市場成交230.51萬億元，較2011年增長27.49%；交易所市場成交40.34萬億元，較2011年增長90.88%；櫃檯市場成交14.99億元，較2011年減少46.26%。

銀行間市場債券交易規模在全市場中占比85.11%，仍居絕對主體地位。從銀行間債券市場的主要交易方式來看，現券交易78.75萬億元，較2011年增長15.23%；回購交易151.72萬億元，較2011年增長35.03%。政策性金融債、政府債券（包括國債和地方政府債）及中期票據是主要的交易券種，三者在此類交易中的占比分別為28.92%、14.27%和20.45%，在回購交易中占比分別為36.03%、30.31%和9.48%。因央票停發，其交易量顯著下降，現券和回購交易規模占比分別下降至10.56%和9.75%。

### 3.3 大陸債券信用評級體系

2010年以前，大陸主要有四家全國性的債券評級機構，分別為

大公國際、中誠信國際、聯合資信和新世紀，它們佔據了大陸債券評級業務的絕大多數市場份額，且均採用向被評級物件收費的運營模式。其中，除大公國際外，其餘三家均有外資信用評級機構參股或與外資評級機構簽署技術服務合作協定，穆迪(Moody's)參股中誠信國際 49% 的股權，惠譽參股聯合資信 49% 的股權，標準普爾與新世紀簽署技術合作協定。

2008 年金融危機後，穆迪、惠譽、標普三大國際評級巨頭被指在次貸產品上預警不足，這一向被評級物件收費的運營模式飽受詬病，被質疑違背客觀中立原則。大陸的債券信用評級過程中，“以價定級”或“以級定價”等不良現象時有發生，影響信用評級行業的整體公信力。為此，2010 年 9 月，由銀行間市場交易商協會代表全體會員出資設立了中債資信評估有限責任公司，採用投資人付費模式，註冊資本 5,000 萬元。公司稱運營將不以營利為目的，採用“為投資人服務、由投資人付費”的營運模式，為投資人提供債券再評級、雙評級等服務。

為推動評級行業健康發展，2010 年 10 月大陸銀行間市場交易商協會，組織評級業務相關領域的專家學者組成的專門機構——信用評級專業委員會，該委員會由由民政部正式批准成立，是信用評級行業自律組織。國務院發展研究中心金融研究所副所長巴曙松擔任該委員會的首任主任委員，其他委員由主要評級機構的資深專家，保險機構、國有大型銀行、股份制銀行、城市商業銀行、外資銀行、證券公司、發行人等各類評級結果使用方代表，以及信用增進機構、會計師事務

所、律師事務所等其他仲介代表組成。2012年12月換屆，巴曙松繼續連任該委員會的主任委員。

大陸債券信用評級體系，由一個專業委員會（信用評級專業委員會），一個非盈利的再評級機構（中債資信評估有限責任公司）和四大債券（大公國際、中誠信國際、聯合資信和新世紀）為代表的信用評級機構組成。

### 3.4 大陸債券市場發展前景分析

未來幾年，大陸公司信用類債券市場將呈現以下發展特徵：

第一，公司信用類債市場將以較高增速持續穩定發展，“十二五”時期，企業債券的增長速度將超過10%。這一判斷基於以下事實，一是大陸“十二五”規劃，提出非金融企業直接融資占社會融資規模比例達到15%的目標，明確非金融企業增加直接融資的方向。二是大陸上市公司債權、股權融資比例失調，2009、2010和2011年的比例15.5%、12.8%和25.2%，而美國、英國的平均比例高達3.46和4.90；證監會前主席郭樹清指出，股票債券比例失調，2011年底公司類信用債的餘額不到股票市值的四分之一，而且債券市場仍以國債、金融債、政策性銀行發的債為主，公司類信用債券僅占全部債券市場的五分之一左右。失調的股債比例，已得到管理者的重視，開始著力解決。三是大陸居民投資理財管道相對匱乏，居民金融資產64%存銀行，股票、債券、基金的投資比例不足14%，而美國居民金融資產中投資股票、

債券和養老基金的比例達到近 70%。近幾年，大陸打擊炒房、股市低迷，巨大的居民銀行存款尋找投資出路，這為擴大企業債券發行提供了需求基礎。

第二，公司信用類債發行和交易將呈現以場外市場為主，場內、場外市場共同發展的局面。目前，企業債發行和交易的 90% 以上是場外交易，由於債券發行涉及的金額較大，需要對發行者實際現況的充分瞭解，債券投資者適合機構投資者，債券市場適合場外市場詢價交易。從 2011 年開始，證監會也加快了公司債的發行，建立綠色審批通道，對一些信用好、規模大的上市公司，審批時間由原先的半年縮短到幾周，2011 年公司債增幅高達 150% 以上，2012 年，公司債發行達到公司債發行 2492 億元，同比增長 93.0%。

第三，弱化行政審批，建立市場約束，鼓勵創新成為公司信用類債券發行機制改革方向。嚴格的行政審批，為金融產品提供了隱性擔保，加劇了市場發展的道德風險，只適合針對風險承受能力相對較小、市場尚不成熟的金融市場。建立完善的資訊披露制度，信用評價制度，用市場的約束，發行者和投資者交易詢價，做到收益與風險自擔。放鬆管制、建立市場約束、鼓勵市場自主創新，是未來幾年大陸企業債市場機制發展趨勢。

第四，支持戰略新興產業和中小企業融資是公司信用類債券市場的新方向。

債務資本市場服務實體經濟需求，“十二五”時期大陸經濟發展方式轉型，依靠大力發展戰略新興產業和中小企業穩定經濟增長和增加就業，這些領域的公司信用類債券發行將成為發展的新方向。事實上，“十一五”期間，債務市場對國家產業政策的貫徹落實和經濟發展方式轉變的作用十分明顯。通過與國家產業政策、環保政策等相關政策的協調配合，債券市場發揮了在資源配置中的基礎性調節作用，在支援實體經濟發展的同時，配合產業結構調整，促進經濟發展方式轉變，緩解了小型微型企業融資難等問題。據統計，截至 2011 年末，鋼鐵、汽車、船舶等十大重點調整振興產業通過交易商協會非金融企業債務融資工具累計募集資金 2.47 萬億元；節能環保、生物、新能源等戰略性新興產業通過發行非金融企業債務融資工具累計募集資金 1.58 萬億元；涉農企業的債務融資規模達到 2135.2 億元；中小企業通過發行短期融資券、中小企業集合票據等非金融企業債務融資工具累計募集資金 152.2 億元。

附表一 大陸公司信用類債券市場及管理體系

	企業債	中期票據	短期融資券	公司債	中小企業集合票據	中小企業集合債
定義	是指企業依照發行程式發行，約定在一定期限內還本付息的有價證券。	是指具有法人資格的非金融企業在銀行間債券市場分期發行的、約定在 3-5 年內還本付息的債務融資工具。	是指具有法人資格的非金融機構在銀行間債券市場發行的、約定在 1 年內還本付息的債務融資工具。	是指公司依照法定程式發行的、約定在 1 年以上期限內還本付息的有價證券。	是指 2 個（含）以上、10 個（含）以下具有法人資格的中小非金融企業，在銀行間債券市場以統一產品設計、統一券種冠名、統一信用增進、統一發行註冊方式共同發行的，約定在一定期限內還本付息的債務融資工具。	是指通過牽頭人組織、以多個中小企業所構成的集合為發債主體，發行企業各自確定發行額度，使用統一的債券名稱，統收統付，向投資人發行的約定到期還本付息的一種企業債。
發行管理文件	1. 《企業債券管理條例》（國務院令[1993]第 121 號）； 2. 《國家發改委關於進一步改進和加強企業債券管理工作的通知》（發改[2004]1134 號）。	1. 《銀行間債券市場非金融企業債務融資工具管理辦法》（中國人民銀行令[2008]第 1 號）； 2. 《銀行間債券市場非金融企業中期票據業務指引》（NAFMII 指引 004） 3. 《銀行間債券市場非金融企業債務融資工具發行註冊規則》（NAFMII 規則 0001）。	1. 《銀行間債券市場非金融企業債務融資工具管理辦法》（中國人民銀行令[2008]第 1 號） 2. 《銀行間債券市場非金融企業中期票據業務指引》（NAFMII 指引 004） 3. 《銀行間債券市場非金融企業債務融資工具註冊工作規則》（NAFMII 規則 0001）	《公司債券發行試點管理辦法》（證監會令 第 49 號）。	1. 《銀行間債券市場非金融企業債務融資工具管理辦法》（中國人民銀行令[2008]第 1 號）； 2. 《銀行間債券市場非金融企業中期票據業務指引》（NAFMII 指引 004） 3. 《銀行間債券市場非金融企業債務融資工具註冊工作規則》（NAFMII 規則 0001）。	1. 《關於促進產業集群發展的若干意見》（發改企業[2007]2897 號） 2. 《深圳市中小企業集合發債組織發行實施細則》。

發行 管理 部門	發改委	人民銀行授權交易商協會 進行註冊管理	人民銀行授權交易商 協會進行註冊管理	證監會	人民銀行授權交易商協會 進行註冊管理	發改委
發行 管理 方式	核准	註冊	註冊	核准	註冊	核准
發行 期限	多為 7-10 年期	多為 3-5 年期	1 年期以內	多為 5-10 年期	多為 1-3 年期	多為 3-5 年期
承 銷 商	一般為證券公司	一般為商業銀行	一般為商業銀行	一般為證券公司	一般為商業銀行	一般為證券公司
發 行 市 場	銀行間債券市場、交易所債券 市場	銀行間債券市場	銀行間債券市場	交易所債券市場	銀行間債券市場	銀行間債券市場、交易 所債券市場
交 易 市 場	主要在銀行間債券市場、少量 在交易所債券市場	銀行間債券市場	銀行間債券市場	交易所債券市場	銀行間債券市場	
發 行 條 件	1. 所籌資金用途符合國家產業 政策和行業發展規劃。 2. 股份有限公司的淨資產不低 於 300 萬元，有限責任公司 和其他類型企業的淨資產不 低於 6000 萬元。 3. 經濟效益良好，近三個月 會計年度連續盈利。 4. 現金流狀況良好，具有較 強的到期償債能力。	1. 企業發行中期票據應依 據《銀行間債券市場非金 融企業債務融資工具註冊 工作規程》在交易商協會 註冊。 2. 企業發行中期票據應披 露企業主體信用評級。中 期若含可能影響評級結構 的特殊條款，企業還應披 露中期票據的債項評級。	1. 企業發行短期融資 券應依據《銀行間債 券市場非金融企業債 務融資工具註冊工 作規程》在交易商協會 註冊。 2. 企業發行短 期融資券應遵守國 家相關法律法規， 短期融資券待償還 餘額不得超過企業 淨資產的	1. 公司的生產經 營符合法律、行 政法規和公司章 程的規定，符合 國家產業政策。 2. 公司內部控制 制度健全，內部 控制制度的完整 性、合理性、有 效性不存在重大	1. 企業發行集合票據應依 據《銀行間債券市場非金 融企業債務融資工具註冊 工作規則》在交易商協會 註冊。 2. 任一企業集合票據募 集資金額不超過 2 億元， 單支集合票據註冊金 額不超過 10 億元。 3. 企業發行集合票據應遵	企業累計發行債券餘額 不超過企業淨資產的 40%。

<p>5. 近三年沒有違反和重大違規行為。</p> <p>6. 前一次發行的企業債已足額募集。</p> <p>7. 已經發行的企業債沒有延遲支付本息的情形。</p> <p>8. 企業發行債券餘額不得超過其淨資產的 40%。用於固定資產投資項目的，累計發行額不得超過該專案總投資的 60%；用於調整債務結構的，不受該比例限制，但企業應提供銀行同意以債還貸的證明；用於補充營運資金的，不超過發債總額的 20%。</p> <p>9. 符合國家發改委根據國家產業政策、行業發展規劃和巨集觀調控需要確定的企業債重點支援行業、最低淨資產規模以及發債規模的上、下限。</p> <p>10. 符合相關法律法規的規定。</p> <p>11. 企業發行企業債，可以向經認定的債券評信機構申請信用評級。</p>	<p>3. 中期票據待償餘額不得超過企業淨資產的 40%。</p> <p>4. 企業發行中期票據所募集的資金應用於企業生產經營活動，並在發行檔中明確披露具體資金用途。企業在中期票據存續期內變更募集資金用途應提前披露。</p>	<p>40%。</p> <p>3. 企業發行短期融資券所募集的資金應用於企業生產經營活動，並在發行檔中明確披露具體資金用途。企業在短期融資券存續期內變更募集資金用途應提前披露。</p>	<p>缺陷。</p> <p>3. 經資信評級機構評級，債券信用級別良好。</p> <p>4. 公司最近一期未經審計的淨資產額應符合法律、行政法規和中國證監會的相關規定。</p> <p>5. 最近三個會計年度實現的年均可分配利潤不少於公司債一年的利息。</p> <p>6. 本次發行後累計公司債餘額不超過最近一期末淨資產額的 40%；金融類公司的累積公司債餘額按金融企業的有關規定計算。</p>	<p>守國家相關法律法規，集合票據待償還餘額不得超過企業淨資產的 40%。</p> <p>4. 企業發行集合票據應制定償債保障措施，並在發行檔中進行披露，包括信用增進措施、資金償付安排以及其他償債保障措施。</p>	
--	--	--	--	---	--

## 4 “十二五”時期，大陸發展“新三板”市場分析

### 4.1 大陸“新三板”市場的由來及其功能定位

大陸“三板”市場是於 2001 年開辦的“代辦股份轉讓系統”，主要是解決兩大系統 STAQ、NET 的掛牌公司和退市企業的股份轉讓問題而設置的，由原屬兩網的 8 家公司和 47 家退市公司組成。這些公司的股份轉讓以集合競價的方式配對撮合，股份轉讓價格不設指數，股份轉讓價格實行 5% 的漲跌幅限制。股份轉讓系統根據公司資產品質實行股份分類轉讓：股東權益為正值或淨利潤為正值的，股份每週轉讓五次；二者均為負值的，股份每週轉讓三次；未與主辦證券公司簽訂委託代辦股份轉讓協定，或不履行基本資訊披露義務的，股份每週轉讓一次。由於“三板”市場中掛牌的公司品種少，且多屬品質較低品種，轉到主板上市難度也很大，因此很難吸引投資者，交易額很少，多年被冷落。

2006 年，為貫徹《國務院關於實施科技發展綱要若干配套政策的通知》，中國證監會批准對中關村高科技園區內的非上市高科技企業代辦股份轉讓試點。新的試點系統中，股份轉讓的企業、轉讓條件、交易規則與原先的代辦股份轉讓系統不同，被業界稱為“新三板”市場。原先的轉讓系統被稱為“老三板”市場。在中關村高科技園區試點中，企業在“新三板”市場掛牌的基本條件較上市條件寬鬆的多，主要有三條：(1) 中關村高新技術企業，(2) 公司是依法設立的股份有限公司，

(3) 公司成立滿兩年。這些條件為多數園區高新技術企業所滿足。

2012年9月在中關村股份代辦轉讓試點的基礎上，正式註冊成立“全國中小企業股份轉讓系統”，並新增“上海張江高新技術產業開發區、武漢東湖新技術產業開發區和天津濱海高新區”納入轉讓試點範圍。

“三板”和“新三板”資本市場已有6年，其發展歷程如表4所示。

表4 大陸代辦股份轉讓系統發展歷程

日期	事件進展
<b>“三板”市場的前世——STAQ、NET 以及“老三板”</b>	
1992年7月和1993年4月	中國證券市場研究中心和中國證券交易系統有限公司先後在北京分別成立了STAQ系統和NET系統。不管是STAQ還是NET，都以交易法人股為主，因此，它們一度也被稱為“法人股流通市場”。鄧小平南巡談話以及“十四大”以後，產權交易市場進入發展的高潮時期。至1997年1月份，據不完全統計，當時全國就有100多個地方場外股票交易市場。這給中國的金融系統安全帶來了極大的隱患。1997年11月，中央金融工作會議決定關閉非法股票交易市場。1998年在整頓金融秩序、防範金融風險的要求下，《國務院辦公廳轉發證監會關於清理整頓場外非法股票交易方案的通知》，將非上市公司股票、股權證交易視為“場外非法股票交易”，予以明令禁止，隨後STAQ、NET系統也相繼關閉。
2000年	2000年是中國產權交易市場出現轉機的一年，許多地方恢復、規範、重建了產權交易所，很多地方政府重新肯定“非上市股份有限公司股權登記託管業務”；實質上具有產權交易性質並更具有創新能力的技術產權交易市場在各地蓬勃興起，這些交易機構全部都是由當地政府部門牽頭發起設立的，如上海、北京、深圳、成都、西安、重慶，很多地方的產權交易所出現了聯合、整合的趨勢。
2001年	中國證券業協會為解決原STAQ、NET系統掛牌公司的股份流通問題，開展了代辦股份轉讓系統，指證券公司以其自有或租用的業務設施，為非上市公司提供的股份轉讓服務業務，代辦股份轉讓系統規模很小，股票來源基本是原NET和STAQ系統掛牌的不具備上市條件的公司和從滬深股市退市的公司。
2001年7月16日	為瞭解決主板退市問題（包括水仙、粵金曼和中浩等）以及原STAQ、NET系統記憶體在有法人股歷史遺留問題（首批掛牌交易的公司包括大自然、長白、

	清遠建北、海國實、京中興和華凱)，“代辦股份轉讓系統”正式成立，後被稱為“新三板”。
<b>“三板”市場的今生——“新三板”</b>	
2006 年 初	由於“新三板”掛牌的股票品種少，且多數品質較低，再次轉到主板上市難度也很大，長期被冷落。為了改變我國資本市場櫃檯交易落後局面，同時為更多高科技成長型企業提供股份流動的機會，2006 年初北京中關村科技園區建立新的股份轉讓系統，因與“新三板”標的明顯不同，被形象稱為“新三板”。“新三板”與“新三板”最大的不同是配對成交，現在設置 30% 幅度，超過此幅度要公開買賣雙方資訊。
2009 年 7 月	目前的“新三板”市場格局是在 2009 年 7 月《證券公司代辦股份轉讓系統中關村科技園區非上市股份有限公司報價轉讓試點辦法》正式實施後形成的。
2012 年 8 月、9 月	2012 年 8 月新增“上海張江高新技術產業開發區、武漢東湖高新技術產業開發區和天津濱海高新區”納入轉讓試點範圍。2012 年 9 月註冊成立“全國中小企業股份轉讓系統”

“新三板”市場有利於科技型中小企業融資發展，也是多層次資本市場建設的重要方向。它具有以下功能：

(1) 服務於中小企業的全國性場外交易市場(over-the-counter，OTC)

“新三板”市場在試點基礎上逐步擴容到全國 80 多個國家級高新園區，然後進一步擴展到全國其他中小企業。“新三板”市場採用“註冊制”，簡化企業掛牌程式，縮短掛牌時間，提升融資功能，有望迅速成為有廣泛影響力的全國性場外交易市場(OTC)，解決大陸資本市場“倒三角”扭曲狀況，彌補基礎不紮實的缺陷，擴大資本市場的深度與廣度，引導資源向實體經濟和新興產業配置。

## （2）高新技術企業的孵化場

在高新技術企業初創期，只要公司設立滿兩年，擁有自主智慧財產權，主營業務突出，成長性較好，公司治理結構健全，資訊披露及時規範，並有證券公司願意為其申報，就能夠掛牌交易。這樣，高新技術企業不僅可以獲得成長急需的資金、技術、人才、市場和知名度，吸引戰略投資者的關注與介入，同時也完善了市場化的融資、企業估值和公司治理，疏通了原有股東的退出通道，有助於激勵高新技術企業重視知識資本的培育與投資，獲得跨越式發展。

根據科技部、財政部、國家稅務總局 2008 年 4 月聯合頒佈的《高新技術企業認定管理辦法》及《國家重點支援的高新技術領域》要求，滿足一系列條件即可被認定為高新技術企業。在規定的高新技術領域範圍內，企業滿足核心自主智慧財產權要求、科技成果轉化能力要求、研究開發的組織管理水準和成長性指標等四個方面的標準後（見表 5 和 6），就可以申報該類企業。

表 5 高新技術企業認定指標

序號	指 標	賦值
1	核心自主智慧財產權	30
2	科技成果轉化能力	30
3	研究開發的組織管理水準	20
4	成長性指標	20
合計		100

表 6 大陸重點支持的高新技術領域

一級領域	二級領域
電子資訊技術	軟體 微電子技術 電腦及網路技術 通信技術 廣播電視技術 新型電子元器件 資訊安全技術 智慧交通技術
生物與新醫藥技術	醫藥生物技術 中藥、天然藥物 化學藥 新劑型及製劑技術 醫療儀器技術、設備與醫學專用軟體 輕工和化工生物技術 現代農業技術
航空航太技術	
新材料技術	金屬材料 無機非金屬材料 高分子材料 生物醫用材料 精細化學品
高技術服務業	
新能源及節能技術	可再生清潔能源技術 核能及氫能 新型高效能量轉換與儲存技術 高效節能技術

資源與環境技術	水污染控制技術 大氣污染控制技術 固體廢棄物的處理與綜合利用技術 環境監測技術 生態環境建設與保護技術 清潔生產與迴圈經濟技術 資源高效開發與綜合利用技術
高新技術改造傳統產業	工業生產程式控制系統 高性能、智慧化儀器儀錶 先進製造技術 新型機械 電力系統資訊化與自動化技術 汽車行業相關技術

### (3) 創業板、中小板和主板的“蓄水池”

目前，大陸有 88 個國家級高新技術園區，獲得國家認證的高新技術企業數萬家，“新三板”市場可以為創業板、中小板和主板發現和培育上市企業，起到“蓄水池”和“孵化器”的角色。通過轉板制度，將符合條件企業推薦轉到創業板、中小板和主板上市。“轉板制度”是企業在不同層次的證券市場間流動的制度，是資本市場體系中各個層次資本市場之間的橋樑，是資本市場中不可或缺的重要環節。目前，大陸還沒有真正的轉板制度，“新三板”企業仍只能通過 IPO 的方式首次公開發行並在場內市場上市，且其 IPO 的條件與其他企業無異。建立規範、靈活的轉板制度是“新三板”市場有效發揮這一功能的必要條件。

#### 4.2 “新三板”——全國中小企業股份轉讓系統運行狀況

截至 2013 年 4 月 23 日，全國中小企業股份轉讓系統掛牌企業達到 205 家，總股本 57.23 億股，定向增資累計達到 26.4562 億元，如

表 7 所示。其中，掛牌企業多屬電腦、通訊、電力設備與新能源、醫藥生物等新興產業。從時間趨勢上看，掛牌企業數量和定向增發均呈現增加的趨勢，尤其是 2012 年，掛牌企業與定向增發額均快速增加，這與“新三板”市場的擴容有密切關係。

表 7 全國中小企業股份轉讓系統掛牌企業及交易情況

年份	掛牌公司 (家)	總股本	成交筆數	成交股	成交金額	定向增發
		(億股)	(筆)	數(億股)	(億元)	(億元)
2006	10	5.7664	235	0.1511	0.7814	1.1000
2007	24	12.3603	499	0.4325	2.2472	0.8190
2008	41	18.8634	479	0.5381	2.9259	2.2889
2009	59	23.5892	874	1.0702	4.8216	1.3541
2010	74	26.8977	635	0.6886	4.1678	5.6198
2011	97	32.5698	827	0.9544	5.6028	6.4818
2012	200	55.273	638	1.1455	5.8432	8.7926
2013.1-4	205	57.23	165	0.2122	1.1257	

資料來源：本研究整理。

從股份轉讓的成交量來看，“新三板”市場依然很小，每年的成交股數 1 億股左右，成交金額 5 億元上下，與深、滬巨額成交量相比，顯得十分渺小。

“新三板”市場作為大陸資本市場發展的空間，吸引眾多證券公司加入，目前證券協會批准 73 家證券公司從事“新三板”的主辦掛牌及代辦轉讓業務，其主辦公司掛牌情況如表 8 所示。

表 8 “新三板”市場各證券公司主板掛牌公司情況表

主辦證券公司主辦掛牌公司排名	
主辦證券公司	主辦掛牌公司（家）
申銀萬國	20
國信證券	9
西部證券	8
廣發證券	6
上海證券	5
國泰君安	3
宏源證券	2
南京證券	2
齊魯證券	2
東吳證券	2
華泰聯合	2
海通證券	1
招商證券	1
光大證券	1
中信證券	1
東海證券	1
平安證券	1
中投證券	1
山西證券	1
中信建投	1
東北證券	1
金元證券	1
國海證券	1
中原證券	1

資料來源：中國證券業協會代辦股份轉讓系統資訊網（[www.gfzr.com.cn](http://www.gfzr.com.cn)）。

掛牌企業業績穩定增長，部分優質企業已達到上市公司財務要求。其中久其軟體、北陸藥業、世紀瑞爾、佳訊飛鴻、紫光華宇、博暉創新、東土科技等 7 家企業已成功轉板到中小企業板和創業板上市，另有 13 家公司處於上市 IPO 過程中，如表 9 所示。2011 年統計，近 40 家掛牌企業達到上市 IPO 條件，“新三板”市場已成為科技型中小企業的“孵化器”與“蓄水池”。

表 9 “新三板”市場上掛牌企業轉板情況

轉板前		板塊	轉板歷程	轉板後	
股份報價代碼	股份報價簡稱			股票代碼	股票簡稱
430012	博暉創新	擬創業板IPO	2012.05.15 創業板發行 2012.05.10 終止於股份報價轉讓平臺掛牌 2012.02.28 順利過會 2012.02.28 上會 2011.08.27 暫停報價轉讓，等候發審 2011.07.26 申請獲股東會議通過 2010.07.29 申請獲股東會議通過 2010.01.28 發審未獲通過，恢復報價轉讓 2009.08.27 暫停報價轉讓，等候發審 2009.08.04 首次申請獲股東會議通過	300318	博暉創新
430045	東土科技	擬創業板IPO	2012.09.11 創業板發行 2012.08.29 終止於股份報價轉讓平臺掛牌 2012.05.08 順利過會 2011.11.30 暫停報價轉讓，等候發審 2011.09.17 申請獲股東會議通過 2010.12.21 發審未獲通過，恢復報價轉讓 2010.07.30 股東會議通過創業板IPO 延期1年方案 2009.11.24 暫停報價轉讓，等候發審 2009.08.04 首次申請獲股東會議通過	300353	東土科技
430043	世紀東方	擬創業板IPO	2011.08.03 暫停報價轉讓，等候發審 2011.03.08 首次申請獲股東會議通過 430030 安控科技擬創業板IPO 2012.05.18 順利過會 2011.07.06 暫停報價轉讓，等候發審 2010.12.08 首次申請獲股東會議通過	--	--

430040	康斯特	擬創業 板IPO	2012.04.06 暫停報價，等候發審 2011.11.24 首次申請獲股東會議通過 430065 中海陽擬創業板IPO 2012.09.18 恢復報價轉讓，主動撤回發審 2012.04.06 暫停報價，等候發審 2012.03.17 股東大會審議 2011.08.19 首次申請獲股東會議通過		
430017	星昊醫藥	--	2011.09.29 恢復報價轉讓，主動撤回發審 2010.03.26 暫停報價，等候發審 2009.08.02 首次申請獲股東會議通過	--	--
430018	合縱科技	--	2012.10.16 暫停報價轉讓，等候發審 2011.11.29 恢復報價轉讓，發審未獲通過 2011.03.07 股東會議通過創業板IPO 延期1 年方案 2010.04.06 暫停報價轉讓，等候發審 2010.01.25 首次申請獲股東會議通過	--	--
430049	雙傑電氣	--	2012.05.29 暫停報價轉讓，等候發審 2012.03.24 股東大會審議 2011.06.22 恢復報價轉讓，主動撤回發審 2010.05.25 暫停報價轉讓，等候發審 2010.02.04 首次申請獲股東會議通過	--	--
430021	海鑫科金	--	2011.04.06 恢復報價轉讓，主動撤回發審 2010.04.07 暫停報價轉讓，等候發審 2010.02.27 首次申請獲股東會議通過	--	--
430034	大地股份	擬IPO	2010.04.23 股東會議通過關於授權董事會適 時啟動IPO的議案	--	--
430024	金和軟體	擬創業 板IPO	2010.06.08 首次申請獲股東會議通過	--	--
430015	蓋特佳	擬IPO	2008.02.25 股東會議通過在適當時機啟動在 國內多層次資本市場首次發行新股及上市工 作	--	--
430002	中科軟	擬IPO	2008.04.25 股東會議通過在適當的時候進行 首次公開發行股票並上市	--	--
430004	綠創環保	擬創業 板IPO	2008.05.17 股東會議通過授權董事會辦理公 司首次公開 發行股票及上市工作具體事宜	--	--
430008	紫光華宇	創業板	2011.10.26完成創業板上市	300271	紫光華宇
430023	佳訊飛鴻	創業板	2011.05.05完成創業板上市	300213	佳訊飛鴻
430001	世紀瑞爾	創業板	2010.12.22完成創業板上市	300150	世紀瑞爾
430006	北陸藥業	創業板	2009.10.30完成創業板上市	300016	北陸藥業
430007	久其軟體	中小板	2009.08.11完成中小板上市	002279	久其軟體

資料來源：中國證券業協會代辦股份轉讓系統資訊網（[www.gfzr.com.cn](http://www.gfzr.com.cn)）。

### 4.3 “新三板”市場擴容分析

2012年8月3日，中國證監會宣佈，經國務院批准，決定擴大非上市股份公司股份轉讓試點，增加包括上海張江高新技術產業開發區、武漢東湖高新技術產業開發區和天津濱海高新區三個試點區。至此，業界關注的“新三板”擴容，走出了實質性步伐。按照證監會的規劃，“新三板”將根據“總體規劃，分步推進，穩妥實施”的原則設立全國中小企業股份轉讓系統，逐步將條件比較成熟的園區納入試點範圍，為試點園區的成長性、創新性中小企業提供股份轉讓和定向融資服務。

從監管部門的表態看，“新三板”市場擴容是建立全國中小企業股份轉讓系統的目標需要，符合加大對薄弱經濟領域（中小企業發展）金融支持的政策要求，也契合大陸“十二五”時期發展戰略新興產業的實體經濟發展方向。“新三板”在高新技術園區擴大試點將成為未來幾年的資本市場發展的重要方向之一，大陸有 88 個高新技術園區，有 4200 萬中小企業，據業界估計，未來五年，“新三板”掛盤企業將達到 2800 家，按每家市值規模 4 到 5 億元計算，“新三板”的總市值將高達萬億元。

表 10 “新三板”擴容的四個高科技園區情況

中關村科技園區	上海張江高新區
中關村科技園區，是 1988 年 5 月經國務院批准建立的中國第一個國家級高新技術產業開發區。中關村科技園區管理委員會作為市政府派出機構對園區實行統一領導和管理。  中關村科技園區覆蓋了北京市科技、智力、	上海高新區始建於上世紀 90 年代初，1991 年 3 月，上海漕河涇新興技術開發區成為首批國家級高新區之一；1992 年上海的國家級高新區更名為上海高新技術產業開發區，張江高科技園區成為其組成部分；之後，上大科技園、中紡科技園、金橋園、嘉定園等其他 4 個園區陸續成為其組成部分，于

<p>人才和資訊資源最密集的區域，園區內有清華大學、北京大學等高校院校 39 所，在校大學生約 40 萬人，中國科學院為代表的各級各類的科研機構 213 家，其中國家工程中心 41 個，重點實驗室 42 個，國家級企業技術中心 10 家。</p> <p>2006 年 1 月 16 日，中國證監會批復同意中關村科技園區非上市股份有限公司股份進入股份轉讓系統，進行股份報價轉讓試點，為三板市場注入了新鮮血液，至此，“新三板”橫空出世。</p>	<p>1998 年形成了目前“一區六園”的格局。2006 年 3 月，經國務院批准，上海高新技術產業開發區更名為上海張江高新技術產業開發區(簡稱上海張江高新區)。</p> <p>經過全國開發區用地清理整頓，上海張江高新區“一區六園”的規劃面積獲國家批准，由原來的 22.1 平方公里擴大為 42.1 平方公里，其中張江核心園規劃面積由原來的 5 平方公里擴大到 25 平方公里，另外 5 個園區仍維持原規劃面積不變。</p>
<p><b>武漢東湖新技術產業開發區</b></p>	<p><b>天津高新區</b></p>
<p>武漢東湖新技術產業開發區，簡稱東湖新技術開發區、東湖高新區等，是中國湖北省武漢市下轄的一個經濟開發區。武漢東湖新技術產業開發區于 1988 年成立，1991 年成為國家級高新技術產業開發區。2001 年成為國家光電子產業基地，並稱為“武漢·中國光穀”。位於武漢市東南部的三湖六山之間。關東光電子產業園、關南生物醫藥產業園、湯遜湖大學科技園、光穀軟體園、佛祖嶺產業園、機電產業園等園各具特色，2000 家高新技術企業分類聚集，以光電子資訊產業為主導，能源環保、生物工程與新醫藥、機電一體化和高科技農業競相發展。</p> <p>目前，高新區形成了以光電子資訊為龍頭、生物工程與新醫藥、環保、機電一體化、高科技農業等高新技術產業競相發展的產業格局。</p>	<p>天津高新區前身為“天津新技術產業園區”，2009 年 3 月 5 日《國務院關於同意天津新技術產業園區更名為天津濱海高新技術產業開發區的批復》(國函〔2009〕25 號)同意將“天津新技術產業園區”更名為“天津濱海高新技術產業開發區”。“天津濱海高新技術產業開發區”簡稱“天津濱海高新區”或“天津高新區”。天津高新區的前身天津新技術產業園區 1988 年經天津市委、市政府批准建立，1991 年被國務院批准為首批國家級高新技術產業開發區，總體規劃面積 97.96 平方公里。</p> <p>天津高新區由華苑產業區、濱海高新區、南開科技園、武清開發區、北辰科技工業園、塘沽海洋科技工業園六部分組成。其核心區域華苑科技園、濱海科技園位於天津市西南和東部，是天津經濟發展的雙子星座。天津高新區是天津濱海新區八大功能區之一。</p>

資料來源：根據相關資料整理。

“新三板”市場擴容有以下有利因素：(一)“新三板”市場對園區所在地政府意義重大，值得地方政府的大力支持和爭取。意義表現在以下三個方面，首先“新三板”將使園區企業在傳統的銀行信貸之外獲得一條便捷高效的解決本地成長性企業融資的管道，有利於園區企業快速發展，將成為地方政府努力爭取的園區條件；其次，“新三板”掛牌有利於中小民營企業在財務管理、會計核算、應稅申報方面進一步

規範，可以有效避免財稅收入上的“跑冒滴漏”，給地方政府帶來實實在在的利益；第三，“新三板”的准入與退出權力下移至地方政府負責，監管機構負責掛牌期間的專業監管，地方政府可將資本市場的准入權力作為規範產業發展的導向手段，企業掛牌積極性高。（二）進入門檻低，現在中關村代辦股份轉讓系統採取的是備案制，在監管部門備案即可，相對審批制門檻低、手續簡單，掛牌時間短，有利於滿足企業融資需求。（三）“新三板”市場成為機構投資者新的投資管道和PE、VC 投資者提供退出的機會，它們將成為股份轉讓的出讓方和受讓方。

除上述有利因素外，“新三板”市場擴容還存在如下不利因素或不確定性，（一）分散資本市場流動性的擔憂，從 2008 年開始，大陸股票市場從上證指數 6000 點一路下跌，近年來維持在 2000 點水準，提振股票市場是監管部門不得不考慮的問題，“新三板”大幅擴容難免會有分散主板市場流動性、進一步加劇主板市場下跌的擔憂；（二）開放自然人投資者的風險，中關村代辦股份轉讓試點每年僅有幾億元的成交量，交易平淡，開放個人投資“新三板”市場可以增加交易，但是由於公司股份非公開發行，資訊不對稱性和不確定性加劇個人投資風險，主管部門對個人投資者開放會慎重考慮；（三）做市商制度是業界廣為關注的交易制度改革，主管部門還沒有表態，需密切關注；（四）綠色轉板機制的建立還需進一步研究，在開闢高新技術園區企業上市快速通道的同時，又不要與原有上市通道相互影響，需要權衡各方利益關係才能制定出適當的轉板機制。

綜合考慮以上因素，“新三板”市場在全國高新區內迅速擴容是值得期待的，但是為避免流動性分流和避免又一個創業板市場的擔憂，“新三板”市場的做市商制度、開放個人投資者的交易制度改革可能要謹慎一些，“綠色轉板機制”建設也不在監管部門的重點關注事件的範圍之內，未來“新三板”市場出現類似創業板市場炒作程度的可能性不大。

## 5 “十二五”時期，大陸證券業發展機遇

大陸證券市場經歷二十年的發展，達到全球第三大水準。解決國有企業發展融資需要的初衷，加上粗放快速發展，大陸資本市場處於“新興加轉軌”階段，存在結構和規範性問題，需要在創新和對外開放中優化發展。大陸《金融業發展和改革“十二五”規劃》，提出大力發展金融服務業，金融業結構調整取得明顯進展，證券業有諸多發展機遇。

### 5.1 大陸實體經濟發展帶來證券業發展機遇

實體經濟持續穩定增長，是證券業未來高速發展的堅實基礎。“十二五”期間，大陸以擴大內需和發展戰略新興產業帶動經濟增長，目標是年均增速將維持在 7% 左右。雖然與以前相比，目標有所下調，但在世界這樣經濟體裡面，這一速度還是名列前茅的。加上中國大陸已經成為全球第二大的經濟體，2012 年 GDP 達到 50 萬億元水準，維持年增 7% 的水準，發展能量很大。歷史經驗表明，在經濟持續穩定發展時期，證券行業通常都能獲得快於經濟發展的超額增長。研究顯示，美國從 1967 到 2000 年，GDP 增長 11 倍，同期投資銀行業淨收入增長了 57 倍；日本從 1961 到 1989 年，GDP 增長 19 倍，證券業淨收入增長了 38 倍；這個特徵在大陸還沒有充分顯現，從 1998 到 2010 年 GDP 增長了 4.7 倍，而同期證券業淨收入增長了 6.3 倍，還有進一步增長空間。

## （1）機構客戶的服務需求

大陸經濟發展，機構客戶對證券服務需求增加，而且會產生新的更高服務要求。傳統的機構客戶包括公募基金、陽光私募、保險資產、社保基金、QFII 等，證券行業為之提供的金融服務主要包括研究諮詢和交易平臺。除了這些傳統的機構客戶之外，一般工商企業、商業銀行、政府機關、事業單位等法人主體也應該歸入機構客戶的範疇，這些法人主體同樣對資本市場的產品和服務產生迫切需求，證券行業必須充分重視這部分優質客戶的合理要求。比如企業年金管理、中小商業銀行的風險管理、地方政府的投融資管理、事業單位的基金保值增值等證券金融服務。區別於傳統資產管理型機構客戶，這些機構客戶不但會產生包含投融資和風險管理在內的綜合化資本市場產品需求，而且這些需求還具有個性化的特點，因此需要證券行業量身訂做適宜的綜合金融解決方案。

## （2）個人投資理財需要

經濟的增長必然帶來居民財富的增長，居民財富不斷積累必然產生財富管理的巨大需求。目前，大陸居民投資管道狹窄，期待證券公司開發出更多、更好滿足財富管理需要的產品。截止 2012 年 10 月，大陸居民存款高達 39.6 萬億元、單位存款達到 44.2 萬億元，大陸是世界上儲蓄率最高的國家之一，居民苦於缺乏投資管道，選擇儲蓄，實際上居民和單位具有巨大的理財需求，期望提高資金回報。這將是證券公司深化金融服務，升級換代理財產品的重要契機。證券公司可

以根據城鄉居民的風險承擔能力和投資偏好等不同情況，開發出適當的、多元化的產品，進一步為儲蓄轉化為投資提供新的管道，滿足居民的理財需要和實體經濟的融資需要。

### （3）經濟結構調整與產業升級，需要證券服務

“十二五”時期，大陸經濟結構、產業升級轉型調整取得重大突破。在此過程中，企業的轉型升級、強強聯合，跨地區、跨行業兼併重組，淘汰落後產能，提高產業集中度，促進產業、生產要素在不同地區之間、城鄉之間有序轉移和合理流動，需要證券公司提供仲介服務，為企業投融資、並購重組、管理升級、財務顧問、技術進步提供專業化的解決方案。

## 5.2 多層次資本市場建設——“新三板”市場的機遇

前面第 4 章已論述，“新三板”市場發展是大陸資本市場多次發展和解決結構扭曲的重大舉措，發展潛力巨大，未來幾年可能呈現爆炸式發展。

2012 年 9 月在中關村股份代辦轉讓試點的基礎上，正式註冊成立“全國中小企業股份轉讓系統”，現新增“上海張江高新技術產業開發區、武漢東湖新技術產業開發區和天津濱海高新區”納入轉讓試點範圍。2013 年 5 月 6 日，國務院常務會議將“出臺擴大中小企業股份轉讓系統試點範圍方案”列入 2013 年大陸深化經濟體制改革的重點工作。作為服務實體經濟、助力創新創業重要舉措的中小企業股份轉讓

系統試點工作將加快推進並有望擴大覆蓋範圍。大陸 88 個國家級高新技術園區，中小企業 4200 萬家，“新三板”市場迅速擴容和掛牌企業數量擴大，將改變大陸資本市場的扭曲結構。

截止 2013 年 3 月 22 日，已有 73 家證券公司進入“新三板”市場開展推薦與經紀業務。根據《全國中小企業股份轉讓系統主辦券商管理細則》，證券公司申請備案成為主辦券商，可從事“推薦業務、經紀業務、做市業務，以及全國股份轉讓系統公司規定的其他業務”，申請條件如下<sup>10</sup>：

第五條 證券公司申請在全國股份轉讓系統從事推薦業務應具備下列條件：

- (一) 具備證券承銷與保薦業務資格；
- (二) 設立推薦業務專門部門，配備合格專業人員；
- (三) 建立盡職調查制度、工作底稿制度、內核工作制度、持續督導制度及其他推薦業務管理制度；
- (四) 全國股份轉讓系統公司規定的其他條件。

證券公司的子公司具備證券承銷與保薦業務資格的，證券公司可以申請從事推薦業務，但不得與子公司同時在全國股份轉讓系統從事推薦業務。

第六條 證券公司申請在全國股份轉讓系統從事經紀業務應具備下列條件：

- (一) 具備證券經紀業務資格；

---

<sup>10</sup> 摘自《全國中小企業股份轉讓系統主辦券商管理細則》。

(二) 配備開展經紀業務必要人員；

(三) 建立投資者適當性管理工作制度、交易結算管理制度及其他經紀業務管理制度；

(四) 具備符合全國股份轉讓系統公司要求的交易技術系統；

(五) 全國股份轉讓系統公司規定的其他條件。

第七條 證券公司申請在全國股份轉讓系統從事做市業務應具備下列條件：

(一) 具備證券自營業務資格；

(二) 設立做市業務專門部門，配備開展做市業務必要人員；

(三) 建立做市股票報價管理制度、庫存股管理制度、做市風險監控制度及其他做市業務管理制度；

(四) 具備符合全國股份轉讓系統公司要求的做市交易技術系統；

(五) 全國股份轉讓系統公司規定的其他條件。

第八條 證券公司在全國股份轉讓系統開展業務前，應向全國股份轉讓系統公司申請備案，提交下列檔：

(一) 申請書；

(二) 公司設立的批准檔；

(三) 公司基本情況申報表；

(四) 《經營證券業務許可證》(副本)影本；

(五) 《企業法人營業執照》(副本)影本；

(六) 申請從事的業務及業務實施方案，包括：部門設置、人員配備與分工情況說明，內部控制體系的說明，主要業務管理制度，技術

系統說明等；

(七) 最近年度經審計財務報表和淨資本計算表；

(八) 公司章程；

(九) 全國股份轉讓系統公司要求提交的其他檔。

證券公司應當按照全國股份轉讓系統公司規定的方式和要求，提交上述檔。

除推薦企業在“新三板”市場掛牌和經紀業務外，證券公司還可以進一步輔導和推薦企業到中小企業版、創業板甚至主板市場上市，提供一條龍的輔導服務，延伸服務內容和服務產業鏈。臺灣證券公司在輔導中小企業上市上櫃具有豐富經驗與先進技術，在“新三板”市場具有競爭優勢，發展潛力較大。

### 5.3 大力發展債券市場的機遇

大力發展債券市場是解決大陸資本市場上“股強債弱”結構問題的重要舉措，也是為企業融資擴大了管道。根據大陸國家發改委、人民銀行、證監會的現行規定，公司信用類債發行限制為企業淨資產的40%，具有關人士估計，多數企業沒有達到發行上限，未來發債規模和發債企業數均會有很大增長。

目前大陸公司信用債發行的主體是人民銀行主管的銀行間市場交易商協會，協會會員包括單位會員和個人會員，銀行間債券市場、拆借市場、外匯市場、票據市場和黃金市場的參與者、仲介機構及相關

領域的從業人員和專家學者均可自願申請成為協會會員。協會單位會員涵蓋政策性銀行、商業銀行、信用社、保險公司、證券公司、信託公司、投資基金、財務公司、信用評級公司、大中型工商企業等各類金融機構和非金融機構。截至 2013 年 5 月，會員已經達到 3775 家，其中政策性銀行 2 家，全國性銀行 21 家，外資性銀行 39 家，城市商業銀行 65 家，保險機構 14 家，證券公司 81 家，基金管理公司 22 家。這裡面，證券公司占到全大陸證券公司的 72.3%，中金國際、中銀國際、瑞銀、瑞信方正、摩根士丹利華鑫等合資券商都在其中，可以參與債券的發行和承銷等業務。

證監會也在大力推動債券市場發展，探索從審核制向註冊制轉型，增加企業發債的數量，2012 年公開發行公司債 2492 億元，增長達 93%。

大陸債券市場發展將擴大證券公司業務發展空間，在主辦公司發債、代辦債券交易和直接投資方面形成證券公司的業務增長點。

## 5.4 資本市場改革與創新帶來的機遇

### (1) B 股改革

B 股是大陸股市發展早期利用外資進行股份制改造的階段性產物，隨著 A 股市場引進 QFII，外資機構在 A 股市場的力量不斷發展壯大，B 股市場則不斷萎縮，B 股的融資和再融資已停止多年，股市的基本功能在 B 股上已經無從發揮，因此多年來就在不斷探討 B 股的出路問題。

目前看，改革路徑有兩條，一是回購註銷 B 股，上市公司利用現金等方式，通過證券市場回購本公司在 B 股市場所發行的股票。B 股回購業務採取個案審批制度，採取該方案成功的首例是麗珠 B，公司於 2008 年 12 月份在國內率先成功實施了 B 股回購。目前擬通過回購註銷 B 股的公司有魯泰 B、南玻 B、晨鳴 B。另一條 B 股轉 H 股，中集集團已經順利完成“B 轉 H”，於 2012 年 12 月 19 日在香港聯交所主板上市並掛牌交易，開創了大陸資本市場 A+B 轉 A+H 的先河。

儘管深交所有關負責人在表示，中集集團“B 轉 H”只是個案，不適用所有 B 股公司，B 轉 H 要求達到 H 股上市條件，這不是所有 B 股公司都能達到的，但是還是值得一些公司借鑒的。這一動向值得證券公司關注的。

## （2）社會保障基金入市

“十二五”規劃明確提出，繼續推動社會保障基金、企業年金等中長期資金參與資本市場。證監會前主席郭樹清佈置工作提出，要鼓勵社保基金、企業年金、保險公司等機構投資者增加對資本市場的投資比重，積極推動全國養老保險基金、住房公積金等長期資金入市。截至 2011 年底，大陸五項社會保險基金累積結餘已達 2.86 萬億元，其中，基本養老保險基金結餘為 1.92 萬億元。社保基金進入資本市場可以補充資本市場上的資金不足，緩解擴容壓力，對證券業發展有利。

## 5.5 期貨業發展的機遇

未來幾年，期貨業會迎來大的發展。大陸作為第二大的經濟體，

現在上市的期貨品種僅有二十幾隻，與國外期貨市場上市品種達 1000 多隻差距巨大。

“十二五”提出繼續推動大宗商品期貨品種上市，推動發展商品指數期貨、商品期權、原油期貨、碳排放權期貨等，在確保股指期貨平穩運行的基礎上，適時推出國債期貨。今後一段時間，傳統的商品期貨市場將繼續擴容，金融期貨品種積極推動，正在準備的國債期貨似乎已箭在弦上，很快會推出。

未來可能推出的期貨品種可能還有，①貼近三農的期貨產品將優先推出，比如，大蒜期貨、豬肉期貨、綠豆期貨、枸杞期貨、柑橘期貨、茶葉期貨、紅棗期貨、淡水魚期貨、雞肉期貨、鴨肉期貨、化肥期貨、保鮮膜期貨、農藥期貨等，讓農村、涉農產業套期保值降低風險；②以轉型為抓手，以產品為抓手的期貨也將推出，比如，液晶面板期貨、電晶體期貨、新興產業股指期貨、新興產業債券指數期貨，及國家高科技園區收益指數期貨等；③以國際化推廣為抓手的期貨比如，人民幣貿易結算期貨、中國國際品牌市值指數期貨、中國專利數量指數期貨、及中國進口金額增長率指數期貨等。

## 6 結論與建議

以解決國有企業發展融資為初衷的大陸資本市場，經歷二十年的迅速發展，市場規模已達到世界第三的水準。至 2012 年 12 月底，滬深兩市上市公司 2494 家，發行股本 38395 億股，市場總市值 230357.62 億元。債券市場方面，2012 年大陸債券市場存量達到 26.56 萬億元，其中公司信用類債達到 7.14 萬億元，占比 26.80%。與發達國家成熟資本市場相比，大陸資本市場呈現以下特徵：一是金融市場總體上看，直接融資比重偏低，信貸融資比重偏高，2011 年直接融資僅占社會融資總量的 14%，信貸融資比例過高，容易發生系統性金融風險；二是資本市場上債券、股權融資比例失調，2011 年底，公司信用債餘額僅占股票市值的四分之一；三是大陸股票市場結構呈現“倒三角”形態，主板 1405 家，中小企業板 610 家，創業板 258 家，代辦股份轉讓系統（“新三板”市場）205 家，與實體經濟的“正三角”形態相比呈扭曲狀態；四是股票市場“融資圈錢”和投資炒作現象嚴重，投資保值增值功能較弱。大陸金融業發展和改革“十二五”規劃提出解決以上諸多問題的改革措施，結合金融業要服務“十二五”時期實體經濟發展的要求，以及強調金融業要加大支援經濟薄弱環節的政策導向，本研究認為，債券市場和代辦股份轉讓系統（“新三板”）將是大陸資本市場未來發展的主要方向。債券市場的發展主要在場外市場——銀行間交易商協會，而且公司信用類債會快速增長。代辦股份轉讓系統在北京中關村高科技園區已試點 6 年，2012 年 8 月擴大試點範圍到

上海、天津和武漢 3 個高科技園區，9 月正式註冊成立“全國中小企業股份轉讓系統”，該系統未來幾年將向全大陸 88 個高科技園區迅速擴展，發展潛力較大。

大陸“十二五”期間資本市場的發展方向，為證券公司和基金公司提供了新的業務增長空間，“新三板”市場上已批准 73 家證券公司從事主辦掛牌和代辦轉讓業務，債券市場也有證券公司和基金公司積極介入。在這些新的業務方面，臺灣證券公司具有諸多優勢：首先與內資證券公司相比，臺灣證券公司在輔導小企業、科技型企業上市上櫃方面經驗豐富，其次與外資證券公司相比，同文同宗有利於臺灣證券公司業務開展；第三，在服務大陸數萬家的中小臺資企業方面，無論是輔導發債、還是未來“新三板”市場上輔導掛牌和轉板，臺灣證券公司均具有不可替代的優勢。據悉，福建省產權交易所在平潭設立海峽股權交易中心，有意與臺灣金融機構合作開展臺資企業股權轉讓的櫃檯業務，有望建成“海峽板”的場外交易市場，或許在海峽地區涉及臺資企業股權交易和兩岸證券合作方面有可能率先突破。

2013 年 1 月 29 日，兩岸證券期貨監理合作平臺首次會議取得重大突破，臺灣證券商引頸期盼的進入大陸市場開啟一扇門，主要是三方面的內容，一是面向臺資參股的證券公司開放全牌照，二是允許臺資絕對控股或相對控股合資證券公司和基金管理公司，三是允許大陸合資方不是證券公司，緩解臺灣證券商尋找合資夥伴的困難。這些開放措施增加了臺灣證券公司進入大陸的可行性和積極性。對於大陸規模巨大的證券市場和不太成熟的監管與投資者，建議臺灣證券商，一

是抓住開放時機，積極尋求合資夥伴與地點，佈局大陸市場，二是發揮優勢，揚長避短，依靠產品創新和精細化管理贏得商機與先機，三是關注大陸政策變化與經濟波動，規避風險。

## 致 謝

2012 年初，中華民國證券商業同業公會提出研究「中國大陸十二五規劃對資本市場和證券業的影響」的研究提議，2012 年 5 月確定研究課題，課題組遂即開展資料搜集、分析和報告撰寫工作。2012 年 9 月，大陸發佈金融業改革和發展“十二五”專項規劃，課題組以專項規劃的更具體內容修正和細化研究工作。

課題研究中，中華民國證券商業同業公會研究發展委員會透過電話連線方式給予明確指導。課題組先後訪問了北京大學光華管理學院金融系張聖平副教授、清華大學金融系宋逢明教授、國家發改委體制改革與管理研究所張海魚研究員、大陸銀行間交易商協會研究員王宇，還與福建省產權交易中心張亞明總經理、多位臺灣證券公司大陸首席代表等進行了廣泛交流，他們對課題研究提出的真知灼見和幫助，使課題得以順利完成。另外，中華民國證券商業同業公會的曾珮珊小姐為課題研究做了大量溝通工作。在此，課題組對以上各位專家學者及工作人員表示衷心的感謝。

課題組

2013 年 5 月