

# 多层次资本市场建设的 国际经验及启示

胡海峰 罗惠良

**【提要】**在纳斯达克示范下,世界各国开始效仿创设自己的创业板。总体上,全球创业板市场发展出现明显分化,有些较为成功,吸引了上千家公司,并继续保持好的发展态势;而更多的市场,却欲振乏力,甚至几近停滞或关门大吉。创业板建设有自身的成败经验可循。美国经验表明,一个成功的多层次资本市场需要具备上市公司数量、优质资产、多元化上市标准和不同层次股票价格等基本要素。创业板成败与美国经验为我国新市场的上市标准、监管要求、交易规则、交易机制及设立模式提供了借鉴。

**【关键词】**多层次资本市场 股票价格 上市标准 经验

**【中图分类号】**F120.4 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1000-2952(2010)01-0072-06

多层次资本市场建设是我国资本市场完善和发展的重大战略,它的实施和推进不仅要立足于本国国情,还需研究发达国家资本市场,尤其是资本市场层次化实践的发展经验。只有在洞悉典型资本市场的发展历史并找出其前后联系的基础上,才能正确认识和指导我国的实践。

## 一、创业板的成败经验

20世纪90年代后期,在美国纳斯达克(NASDAQ)示范效应的带动下,世界各国或地区纷纷效仿创设自己的创业板,从而建立适应本国或本地区经济发展的多层次资本市场体系。经历了数年的大起大落,总体而言,全球创业板市场发展出现明显分化,有些国家或地区的实践较为成功,吸引了上千家公司,并继续保持好的发展态势;而更多的新市场,却欲振乏力,有的甚至几近停滞或关门大吉。<sup>①</sup>

### (一) 成功的案例

#### 1. 新加坡 SESDAQ

为了使那些具有良好发展前景的中小型公司能够筹集资金,从而支持其业务的发展,新加坡政府于1997年2月在新加坡股票交易所建立了“交易与自动报价系

统”(西斯达克,SESDAQ),这标志着新加坡创业板市场的诞生。SESDAQ的上市标准较为灵活,上市成本和各种费用均低于主板市场。通常,企业可以通过两种途径进入该市场:一是如果公司计划向公众募股,该公司须向社会公布招股说明书,详细介绍公司状况、历史、经营业务和财务状况;二是如果公司已拥有足够的合适股东,并有足够的资本,无须向公众募股,那么该公司须准备一份与招股说明书类似的通告交给交易所,以备公众查阅。SESDAQ建立期初,只对国内企业开放,1997年3月,为了吸引更多的优质资产,新加坡决定将SESDAQ对外国企业开放,并且于1998年初实现了与NASDAQ联网,这样SESDAQ发展更为迅速,2003年底,上市公司达136家。2007年,新加坡对交易所实施战略调整,将西斯达克市场更名为凯利板,当时的上市公司数为157家,总市值达101亿新加坡元。

#### 2. 韩国 KOSDAQ

KOSDAQ是韩国的创业板市场,创设于1996年,

<sup>①</sup> 邹德文、张家峰、陈要军:《中国资本市场的多层次选择与创新》,人民出版社2006年版,第142~150页;张楠:《全球创业板两极分化》,《中国证券报》2006年12月20日。

由非证券交易所 OTC 市场转换而来，附属于韩国证券交易所。1997 年金融危机后，韩国经济遭受沉重打击，为了促进经济尽快复苏，韩国政府出台了一系列政策扶持创业投资和高斯达克 (KOSDAQ) 的发展，这一举措卓有成效地解决了科技创新型中小企业的融资问题，韩国经济也因此走出了金融危机后的低谷，并成功地推动了一大批高新技术的发展。KOSDAQ 的上市标准低于交易所主板，实行指令驱动的竞价制度。KOSDAQ 被视为是当今世界创业板中的佼佼者之一，创设初期就有 331 家上市公司，76.1 亿美元的总市值，到 2007 年底，上市公司数已达 1015 家，总市值升至 1030 亿美元，分别是最初的 3.1 倍和 13.5 倍。

### 3. 香港创业板

香港创业板于 1999 年在香港联合交易所内设立，上市公司主要以增长型尤其是高科技企业为主。上市标准低于主板市场，发行上市没有最低财务指标要求，实行的是指令驱动竞价机制。香港创业板在 1999 年创设时只有 7 家上市公司，9.03 亿美元的总市值，到 2007 年上市公司增至 193 家，总市值达 201.1 亿美元，分别是 1999 年的 27.6 倍和 22.3 倍，发展速度较快，也是发展较成功的一个创业板市场。<sup>①</sup>

## (二) 失败的案例

### 1. 法国“第二市场”

该市场与 1983 年 2 月 1 日开设，它在初始阶段取得了很大成功：到 1987 年已有 70 家企业发行上市，筹资超过 70 亿法郎，其市值达到法国股票市场总筹资额的 10%；至 1989 年，法国“第二市场”上市公司数量更是达到 300 家。但事实上，从 1987 年的股票危机开始，该市场已经开始走下坡路。到 1992 年，只剩下 4 家上市公司，20 家因收购竞争被停牌，再加上法国主板市场与“第二市场”之间的界限逐渐被消除，许多公司不愿意忍受第二市场繁琐的上市程序，而宁愿选择在主板市场上市，于是第二市场最终被关闭。

### 2. 英国伦敦证券交易所“非上市股票市场”

伦敦证券交易所“非上市股票市场”成立于 1980 年。与主板市场相比，该市场的上市要求和信息披露都较低，这大大减少了上市的成本。在该市场前 10 年的运作中，获得了很大的成功：上市公司数目从 1980 年的 23 家增加到 1989 年的 420 多家，总市值达到了 90 亿英镑，占整个英国股票总市值的 2%。但 1989 年后，“非上市股票市场”开始出现严重的流动性问题，到 1992 年非上市股票市场的换手率仅为 1987 年的 20%，平均月成交量从 38.18 亿英镑下降到 5.64 亿英镑，1992 年到 1993 年新上市的股票仅有 12 家，到 1995 年上市公司仅有 12 家，总市值 8.39 亿英镑。基于这种情

况，伦敦证券交易所决定于 1996 年将其正式关闭。

### 3. 荷兰阿姆斯特丹证券交易所“官方平行市场”

该市场于 1982 年成立，由高、低两块市场组成。在高板块市场上市，公司净资产至少达到 250 万荷兰盾，其中 10% 必须向公众发行，而低板块市场仍被称为“非上市市场”，没有正式的上市要求。1990 年，高板块市场的上市标准调高至 500 万荷兰盾。平行市场在运行的前几年，发展非常快，1985 年的总市值达到了最高纪录 52 亿荷兰盾，但之后开始走下坡路。至 1992 年，几乎没有新的上市公司来上市，该市场被宣布关闭。

### 4. 德国法兰克福新市场

随着欧洲统一倾向的形成，以德国为中心的欧洲经济向德国的金融业提出了挑战，为了获得与其经济地位相称的金融地位，德国进行了一系列重大改革。1993 年德国在“法兰克福证券交易所”的基础上组建“德国交易所股份公司”（“法兰克福交易所”），1995 年，泛欧证券交易网络——欧洲·新市场 (EURO·NM) 成立，之后的 1997 年 3 月 10 日，德国法兰克福新市场也应运而生。该市场建立的初衷是通过吸纳高科技类及新经济类企业，为投资者、高科技企业、新经济企业提供一个更加直接的投资和融资场所。法兰克福新市场成立后，显示出了强大的生命力，其发行家数、募集资金总量和市场交易量在欧洲均处于领先地位。然而，随着互联网和高科技泡沫的破灭，许多在高科技热中上市的新公司被挤出市场，进入 2001 年，由于德国的股市热已经消退，新上市公司的数量和募集资金都明显下降（表 1），2002 年，新市场综合指数更是暴跌至 400 点以下，较之 8559 点的最高纪录，市值缩水高达 95% 以上，以至于 2003 年，仅运行了五年的法兰克福新市场最终被宣布关闭。

表 1 1999 年以来德国的上市企业数量和募集资金

	新上市企业数 (家)	增发新股、配股企业数量 (家)	新上市企业的募集资金 (亿欧元)	增发新股、配股企业的募集资金 (亿欧元)
1999	180	68	148	269
2000	158	64	313	368
2001	25	39	26	119
2002.6	3	16	1	50

① 王晓津、余坚：《海外创业板市场发展状况及趋势研究》，《深圳证券交易所综合研究所研究报告》2008 年 5 月。

### (三) 成败经验分析

截至目前, 世界各国新市场的创设及发展可谓喜忧参半。新加坡凯利板、韩国 KOSDAQ 和香港创业板等通过效仿纳斯达克的制度安排获得了阶段性成功, 这些市场的相似之处在于上市标准低于主板, 且市场定位明确 (大多定位于科技型中小企业), 说明纳斯达克模式存在复制的可能性。但与之相反, 法国、荷兰和德国等新市场的创设却遭受重创, 甚至最终被关闭, 这似乎也在警醒人们——创设新市场及构建多层次资本市场体系过程中, 失败的风险是存在的。实际上, 并非任何国家、任何经济条件都可以成功创设、发展新市场及多层次资本市场。作为当今新市场及多层次资本市场公认的典范, 纳斯达克及美国多层次资本市场的发展就有其存在和发展所必需具备的内外部条件, 正是这些条件造就了美国资本市场的成功。

## 二、多层次资本市场成功建立的标志——以美国为例

从美国资本市场的发展现状看, 一个成功的多层次

表 2 1995 年~2006 年纽交所上市公司数量

年份	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
上市公司数量	2675	2907	3047	3114	3025	2862	2798	2783	2750	2747	2751	2764

资料来源: www.nyse.com

表 3 纽交所与全球主要交易所市值比较 (万亿美元)

年份	WFE45 个成员总和	纽约交易所	纽约交易所比例 (%)	NASDAQ	东京交易所	伦敦交易所	德意志交易所集团	Euronext
1995	17.5	5.7	33	1.2	3.5	1.3	0.6	0.9
1996	20.1	6.8	34	1.5	3.0	1.7	0.7	1.1
1997	22.3	8.9	40	1.7	2.1	2.1	0.8	1.3
1998	26.3	10.3	39	2.5	2.4	2.3	1.1	1.8
1999	35.6	11.8	33	5.8	4.0	2.8	1.4	2.4
2000	30.9	11.4	37	3.6	3.2	2.6	1.3	2.3
2001	26.8	11.0	41	2.9	2.3	2.1	1.1	1.8
2002	23.1	9.4	41	2.9	2.1	1.8	0.7	1.6
2003	31.3	11.3	36	2.8	3.0	2.4	1.0	2.1
2004	33.6	11.8	35	3.2	3.2	2.6	1.0	2.2

资料来源: www.nyse.com<sup>①</sup>

资本市场体系需要具备若干基本要素, 它包括上市公司数量、优质资产、多元化上市标准和不同层次的股票价格等。

### (一) 上市公司数量和质量

1. 美国的多层次资本市场体系中, 纽约交易所是一个非常重要的元素, 自 20 世纪 90 年代中期以来, 纽约交易所的上市公司数量就保持在 2500~3000 家 (表 2), 这些公司来自世界各地, 其中, 本土公司占 83% 左右, 较大规模的上市公司群体为纽交所的发展奠定了基础。不应忽视的是, 单论上市公司数量, 纽约交易所并不是最多的, 但在该交易所上市的公司多为大型优质跨国公司, 如埃克森石油公司、IBM 等。以这些大型蓝筹股为基础, 纽约交易所的总市值长期稳居世界第一位 (表 3)。

2. NASDAQ 作为当今发展最成功的创业板市场, 其上市公司资源也是非常充裕的 (表 4)。而且值得指出的是, 20 世纪 70~80 年代有多家 NASDAQ 的上市公司符合纽约交易所的上市标准, 但均选择留在了该市场, 确保了 NASDAQ 的快速发展, 如今, NASDAQ 已经成为美国纽约交易所的有力竞争者。

① 阙紫康:《多层次资本市场发展的理论与经验》, 上海交通大学出版社 2007 年版, 第 55~56 页。

**表 4 NASDAQ 新增和退市公司数**

年份	新增家数	退市家数	上市公司总家数
1995	767	547	5122
1996	992	558	5556
1997	648	717	5487
1998	487	906	5068
1999	634	873	4829
2000	605	700	4734
2001	145	770	4109
2002	25	140	3994

资料来源：www.nasdaq.com

3. 美国的 OTCBB 作为一个典型的低价股市场 (表 5)，其在 20 世纪 90 年代中期以后日益活跃，目前该市场也已具备一定的规模 (表 6)。

**表 5 OTCBB 股票价格区间分布**

股价区间 / 美元	股票数 / 只		平均股价 / 美元	
	2004 年 1 月	2003 年 1 月	2004 年 1 月	2003 年 1 月
0~0.5	1523	2265	0.17	0.13
0.5~1.0	372	270	0.71	0.69
1.0~10	733	506	3	3.39
10~100	653	622	36.74	34.88
100~200	7	8	132.22	134.06
>200	17	15	2016.39	2417.47
5.0~10	118	116	7.15	7.5
0~5.0 (Penny Stock)	2510	2925	0.75	0.45

资料来源：www.otcbb.com<sup>①</sup>

**表 6 OTCBB 交易数据**

年份	挂牌证券数	日均成交量 (股)	日均成交金额 (美元)	日均成交笔数
1995	5302	41043431	127679538	6765
1996	5554	61943439	151812865	11224
1997	6408	71196390	175895245	14260
1998	6342	123286814	132559827	21586
1999	6423	323122189	250407107	52858
2000	4034	467233453	402219794	88445
2001	3771	381168194	62935724	31175
2002	3769	656029345	59773535	25421

资料来源：www.otcbb.com<sup>②</sup>

**(二) 多元化的上市标准**

上市标准的不同既是美国资本市场层次化的一个分

层依据，同时也是其表现形式。在美国，纽约交易所的上市要求最高，能在纽交所上市的企业多为大型优质企业，即所谓的大盘蓝筹股，这些企业除了具有大规模的净资产、市值外，还具有很高的盈利能力，相对于纽约交易所，在美国交易所和 NASDAQ 上市的企业净资产、市值通常相对较弱，比如纽约交易所要求欲上市企业的净有形资产应达到 4000 万美元，上一年度税前收益为 250 万美元，公共持股份额为 110 万美元；NASDAQ 对应的指标分别为 600 万美元 (全国市场)、400 万美元 (小公司市场)，100 万美元 (全国市场)、75 万美元 (小公司市场)，110 万美元 (全国市场)、100 万美元 (小公司市场)；而美国交易所则分别为无要求、75 万美元、50 万美元，比较而言，纽交所最严格，NASDAQ 次之，美国交易所上市标准更低 (表 7、表 8)，OTCBB 基本上对公司的净资产、利润等没有什么要求，OTCBB 只需定期向 SEC 和其他监管机构报送相关材料信息即可。

**表 7 纽交所上市标准 (万美元)**

上一年度税前收益	250
上两个年度的平均税前收益	200
净有形资产	4000
公众持股的市值	4000
公众持股数额	110
100 股以上的持有人数量	2000

资料来源：博迪 (1999)。<sup>③</sup>

**表 8 NASDAQ 和美国交易所上市标准**

	NASDAQ 全国市场	NASDAQ 小公司市场	美国交易所
有形资产 (万美元)	600	400	无
公众持股 (万美元)	110	100	50
股票的市值 (万美元)	800	500	300
上年度税前收益 (万美元)	100	75	75
持股人数	400	300	800

资料来源：博迪 (1999)。<sup>④</sup>

**(三) 不同层次的股票价格**

美国多层次资本市场体系的成功之处，除了上市标准的明确区分之外，在不同市场层次上市的股票，其价格要求也不相同，为不同偏好的投资者传递了相对真实的有效信号，这也是一个成熟资本市场的重要标志。其

①② 阙紫康：《多层次资本市场发展的理论与经验》，上海交通大学出版社 2007 年版，第 63、64 页。

③④ [美] 兹维·博迪：《投资学》，朱宝宪等译，机械工业出版社 1999 年版，第 62、64 页。

中, 纽约交易所上市的股票主要来自低层次市场或者首次公开发行 IPO, 从实际情况看, 其价格最高, NASDAQ 全国市场则次之, NASDAQ 小公司市场更低, 美国交易所上市的股票价格相对前三个市场则最低 (表 9)。

表 9 不同层次市场上市股票的最低报价比较

	纽约交易所	NASDAQ 全国市场	NASDAQ 小公司市场	美国交易所
最低报价 (美元)	NA	5	4	3

资料来源: www.nyse.com、www.nasdaq.com、www.amex.com

### 三、多层次资本市场的国际经验对我国的启示

国际经验表明, 多层次资本市场对一国经济发展至关重要。资本市场制度的演变历程是先有区域性的小型资本市场, 然后才有在区域性资本市场基础上发展起来的全国性资本市场。随着经济全球化的发展, 诸如纽交所、伦敦交易所这样的大型主板市场又进一步开始了全球性的发展布局。但资本市场的层次演进并不是一帆风顺的, 即便像英国、法国这样的老牌资本主义强国, 在建立多层次资本市场时, 也往往无法摆脱失败的厄运。多层次资本市场的成功建立, 需要以优质的企业资源为支撑。但不应忽视的是, 政府在这一过程中也并不是完全被动的, 一国政府在多层次资本市场建立过程中, 可以通过提供合适的制度安排很好地发挥其主动性, 比如韩国、新加坡等国创业板的设立就是由政府主导的。因此, 各国多层次资本市场建设的成败经验对我国推进多层次资本市场的实践具有一定的借鉴意义。

(一) 建立场外交易市场 (OTC) 的重要性。总览世界各国资本市场的发展, 无论是美国还是其他国家或地区, 大多具有广泛的场外交易市场, 而且这些场外市场是最先发展起来的 (如韩国 KOSDAQ 就由 OTC 转化而来)。没有发展充分及相对成熟、低层次的场外市场, 高层次的主板市场和创业板市场就没有了发展的源泉和退出的渠道, 其发展必然会面临很大的制约。较高层次市场和低层次市场之间是相互联系、相互影响的, 二者之间的联系不能割裂。在我国, 由于历史原因, 以上海、深圳两家证券交易所为代表的主板市场发展很快, 但场外市场的发展则相对滞后得多, 这严重制约了我国资本市场的层次演进, 同时也暴露了如主板市场不合格企业的退市流通等诸多问题。因此, 我国在建立多层次资本市场体系的过程中, 首先必须发展以做市商制度为主要运行机制的场外市场。新修订的《证券法》明确了公开发行的概念、公开发行的条件和上市条件, 公开发行条件和上市条件的

分离使公开发行非上市股份有限公司的存在成为可能, 也因此使得公开发行非上市股份有限公司和非公开发行股份有限公司的股份转让问题“浮出水面”, 此类公司股份的转让, 对场外交易市场提出了更迫切的需求。

(二) 发达经济体多层次资本市场发展经验告诉我们, 明确的市场定位是资本市场层次演进的关键。基于我国实际情况, 我们应明确将主板市场定位在国有大中型企业, 特别是优质大型企业上市融资的场所, 主板市场的任务是为我国培育出一大批世界 500 强企业, 创造我国的民族品牌。创业板市场则应定位于具有高成长性的中小企业, 尤其是为科技型中小企业的融资服务, 实际上, 这也为我国风险投资的退出提供了一个渠道, 同时, 创业板也有选择地接收从主板市场退市的企业, 为其提供二次流通的场所。中小企业板主要为其他中小企业提供融资场所, 并为主板市场的企业提供退市服务。场外交易市场应是我国多层次资本市场体系中的重要组成部分, 与主板市场、创业板市场、中小企业板共同构成证券流通市场, 该市场主要定位于为不符合主板市场、创业板市场和中小企业板要求的大量中小企业提供资本支持。未来的产权交易市场, 应是一个经过合理整合的整体性市场, 全国各个区域性产权交易市场由一个全国性的平台组织起来, 以电子化的交易系统相互连接, 它是一个互动性强、交易效率高的市场层次。

(三) 创业板的设立没有普适模式。美国 NASDAQ 的成功, 在世界范围内掀起了一次发展创业板的浪潮。韩国、日本、新加坡、德国、法国等发达国家均进行了创业板的尝试, 其中, 日本 JASDAQ、欧洲 EASDAQ 等选择了独立模式, 而新加坡 SESDAQ、英国 AIM 等选择了附属模式, 从实践情况看, 独立模式的 JASDAQ 取得了阶段性的成功, 而 EASDAQ 发展并不理想, 附属模式的 SESDAQ 发展较好, 而 AIM 发展并不顺利, 可见, 创业板市场的发展能否取得成功, 与其设立模式并无必然联系, 而在于一整套的制度安排是否得当, 以及是否具备充足的企业资源。<sup>①</sup> 因此, 我国在构建多层次资本市场, 尤其是发展创业板时, 应将工作重点放在企业资源的论证以及制度安排的探讨上, 根据我国实际情况, 选取合适的设立模式, 只有这样, 我国多层次资本市场的建立才能少走弯路, 加快步伐。

(四) 不同层次资本市场的最重要区别在于上市标准的不同。透过国际经验, 有些国家资本市场的层次演进之所以失败, 主要缘于上市标准不够明确, 比如法国的“第二

<sup>①</sup> 隆武华:《透视创业板市场》, 中国金融出版社 2003 年版, 第 160~170 页; 王晓津、余坚:《海外创业板市场发展状况及趋势分析》, 《证券市场导报》2008 年第 7 期。

市场”，该市场之所以在发展后期逐渐失去了企业资源，根本原因就在于其上市标准与主板市场之间界限的消失，两个市场的上市标准日益趋同，导致很多企业偏好于选择规模、交易量均占优的主板市场，第二市场自然逐渐枯萎，最终难逃被关闭的命运。又如巴西 NOVO Mercado，该市场附属于主板市场圣保罗证交所，其发行上市的财务指标与主板一致，持续上市的财务指标也与主板一致，导致其发展并不理想。<sup>①</sup>具体到我国，我们应吸取教训，在设立创业板市场时，充分考虑争取到充足的企业资源，为此，创业板市场的上市标准也应经过充分的反复论证，最终确定一个合理的阈值，臆想的门槛必然导致最后的失败。而场外市场的建立，则可以参考美国的经验，不设定资产、收益方面的条件，只提出监管要求。

(五) 严格的监管要求是创业板市场成功发展的保障。世界各国的经验表明，层次不同的资本市场，其上市标准是不同的，主板市场上市的企业多为大型优质企业，而包括二板市场在内的其他层次上市标准相对较低，以中小型企业为主。因此，发展较好的二板市场多数都建立了严格的监管要求，尤其注重市场的信息披露建设，严格的监管要求成为二板市场成功发展的保障。以德国法兰克福新市场为例，该市场在 1997 年建立初期发展活跃，但仅仅运转了五年就被宣布关闭，法兰克福新市场关闭的原因是多方面的，但监管要求不够严格是一个重要因素。该市场上市公司以科技型企业、新经济企业为主，上市标准低于主板市场，很多缺少实质性业务的中小企业也获得了在该市场上市融资的机会，法兰克福新市场的监管要求过于宽松，对于一些企业信息披露不实、虚报业绩等行为监管不力，如原德国新市场的所谓“明星企业”——德国远程通讯技术公司近 4 年的营业额有 80% 以上是虚构的，<sup>②</sup>假账丑闻严重挫伤了投资者对德国新市场的信心，导致其最终被迫关闭。

(六) 交易规则的简化有利于较低层次市场的存活和发展。经验表明，交易规则的简化有利于上市企业降低成本，

与主板市场上的优质大型企业相比，欲在较低层次市场上融资的中小企业，无论是净资产还是收益都较少，过高的上市成本和交易费用会将许多企业挤出资本市场，在这种情况下，只有简化交易规则，降低交易成本才会吸引到更多的中小企业上市交易。因此，我国在建立更低层次资本市场过程中，应合理设定交易规则，尤其是相对于主板市场而言，创业板、中小企业板和其他较低层次资本市场的交易规则都应更加简化，做到“市场层次越低，交易越便利”，只有这样，才能吸引更多的企业资源。

(七) 确立合理的交易机制是新设市场健康发展的一项必要举措。从发达国家或地区的情况看，创业板等更低层次的市场，其交易机制多数考虑流动性需要而设计，有的国家实行了做市商制度，也有国家采用了做市商制度和集中竞价相结合的混合制度。其中，法兰克福新市场采用的是做市商制度，但该市场对于创业板市场的交易风险重视不够，即法兰克福新市场没有设立涨跌停板制度，导致市场波动过于剧烈，严重影响了投资者对该市场的投资信心，最终被关闭。<sup>③</sup>法兰克福新市场的失败表明，确立合理的交易机制是新设市场健康发展的一项必要举措。

本文是国家社科基金项目“多层次资本市场建设和监管问题研究”（批准号：05BJL026）的研究成果。

本文作者：胡海峰是北京师范大学经济与工商管理学院教授、博士生导师；罗惠良是北京师范大学经济与工商管理学院 2006 级博士研究生  
责任编辑：赵俊

①② 王晓津、余坚：《海外创业板市场发展状况及趋势研究》，《深圳证券交易所综合研究所研究报告》2008 年 5 月。

③ 欣士：《德国新市场：已经关闭的创业板市场》，《深交所》2008 年第 1 期。

## The International Experience and Inspiration of Multi-Level Capital Market Construction

Hu Haifeng Luo Huiliang

**Abstract:** Many countries started to establish their own growth enterprises market (GEM) because of the successful development of Nasdaq. In fact, after several years, the development of GEM shows apparent differentiation. Some countries or regions are successful, for their markets have attracted thousands of companies and continue to maintain the good development tendency. Nevertheless, most markets are close to stagnation or shut down. This paper presents the instances of GEM, gives the establishing signal of multi-level capital market from the listing standards, the quality and quantity of listed companies to the minimum requirements of stock price, and then provides reference for China's development of GEM.

**Key words:** multi-level capital market; stock price; listing standards; experience