

中国股票上市制度改革的基本方向

张跃文 宣晓影 等著

FUNDAMENTAL DIRECTION OF CHINA STOCK LISTING REGIME
REFORM

智庫 中社

国家智库报告 2016 (46)
National Think Tank

金 融

中国股票上市制度改革的基本方向

张跃文 宣晓影 等著

FUNDAMENTAL DIRECTION OF CHINA STOCK LISTING REGIME
REFORM

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国股票上市制度改革的基本方向 / 张跃文等著. —北京: 中国社会科学出版社, 2016. 11

(国家智库报告)

ISBN 978 - 7 - 5161 - 9123 - 1

I. ①中… II. ①张… III. ①股票上市—经济体制改革—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 252554 号

出版人 赵剑英
责任编辑 侯苗苗
责任校对 周晓东
责任印制 李寡寡

出版 中国社会科学出版社
社址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮编 100720
网址 <http://www.csspw.cn>
发行部 010 - 84083685
门市部 010 - 84029450
经销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京君升印刷有限公司
版次 2016 年 11 月第 1 版
印次 2016 年 11 月第 1 次印刷

开本 787 × 1092 1/16
印张 7.75
插页 2
字数 80 千字
定价 36.00 元



凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

本项研究获得北京市科技计划资助

课题负责人：

张跃文（中国社会科学院金融研究所公司金融研究室主任、研究员）

课题组成员：

全先银（中国社会科学院金融研究所副研究员）

宣晓影（中国社会科学院金融研究所助理研究员）

陈建青（中国社会科学院经济研究所《经济学动态》杂志社编审）

刘 彪（国金证券研究所研究助理）

万轩宁（中国社会科学院研究生院金融专业硕士研究生）

孙浩令（北京大学医学部硕士研究生）

摘要：本研究报告系统分析了发达国家股票市场上市制度特征及其对我国的借鉴意义。在此基础上，有针对性地提出了中国股票市场上市制度的改革方向。报告认为，发达国家股票市场是建立在市场竞争基础上的多元化上市制度，体现出对拟上市企业更好的包容性，值得我国借鉴。但我国股票市场的现实基础，又决定了改革不可能一蹴而就，上市制度改革既要适应当前国内企业特点，也应与我国建设多层次股权融资市场的战略目标相契合。

Abstract: We analyze listing regimes of developed stock markets and their reference meanings on China. On this basis, we raise the reform direction of China stock market's listing regimes. We believe that diversified listing regimes of developed markets depend on better competition environment, and are more inclusive than China stock market. But the condition of China market still can't support the reform completed in a short period. The reform should satisfy present characters of civil firms and targets of constructing multi-level capital market.

目 录

导言	(1)
----	-----

第一部分 国外主要股票市场上市制度研究

宣晓影 陈建青 刘 彪 万轩宁

一 美国股票市场上市制度分析	(9)
(一) 纽约证券交易所的上市制度	(9)
(二) 纳斯达克市场的上市制度	(13)
(三) 两家交易所上市制度的区别与关联	(18)
(四) 监管当局与交易所的关系	(23)
(五) 对中国股票市场的借鉴意义	(26)
二 欧洲股票市场上市制度分析	(29)
(一) 欧洲主要股票交易所的上市制度	(29)

(二) 欧洲股票市场上市制度的内在协调机制 ...	(43)
(三) 欧洲上市制度比较分析	(48)
(四) 欧洲上市制度对中国的借鉴意义	(52)
三 日韩股票市场上市制度分析	(56)
(一) 东京证券交易所的上市制度	(56)
(二) 韩国证券交易所上市制度分析	(69)
(三) 日韩上市制度对中国的借鉴意义	(77)

第二部分 中国股票市场上市制度

全先银 张跃文

一 沪深股票交易所的上市制度	(81)
(一) 股票发行条件	(81)
(二) 股票上市制度	(83)
二 “新三板”股票市场挂牌制度	(86)
(一) 挂牌条件	(86)
(二) 核准程序	(87)
三 区域性股权交易市场的挂牌制度	(88)
(一) 挂牌条件	(88)
(二) 挂牌核准程序	(89)

- 四 股票发行注册制改革 (90)
 - (一) 现有注册制改革方案辨析 (91)
 - (二) 完善改革方案的建议 (96)

第三部分 中国股票市场上市制度的改革方向

张跃文

- 一 股票上市制度改革的必要性 (101)
- 二 上市制度改革的基本方向 (103)
 - (一) 全面契合发展多层次股权融资市场
要求 (103)
 - (二) 全面契合以我为主渐次开放的股票市场
体系要求 (104)
 - (三) 基于明确分工的发行上市一体化制度 (105)
 - (四) 交易场所主导的多元化、动态化上市制度
体系 (106)
- 三 上市制度改革面临的风险 (107)
 - (一) 注册制改革受挫的外溢风险 (107)
 - (二) 市场误解的风险 (107)
 - (三) 市场间内耗的风险 (108)

4 国家智库报告

(四) 削弱市场主导权的风险	(108)
四 政策建议	(110)
参考文献	(111)

导 言

张跃文

在经济新常态下，中国进入了经济转型和产业升级的关键时期。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。Acemoglu 等（2006）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就更加明显（La Porta et al., 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具有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。

中国现行的股票市场上市制度，属于外部植入型制度，即制度本身并不是随着股票市场发展而逐步自发形

成的。政府和监管机构对于上市制度的制定和调整保持着控制权，而且目前的上市制度总体上仍然在延续着传统的向大企业和制造业倾斜的政策思路。2009年6月，深圳证券交易所正式开办创业板，其设立宗旨主要是为包括科技型创业企业在内的初创企业服务，股票上市标准同主板市场有所区别，但相对科技型创业企业的一般水平而言，创业板上市标准仍然偏高。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。除此之外，近年来陆续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。场内市场门槛高，但融资能力强，股票流动性好；场外市场门槛低，但融资能力弱，股票流动性较差。一般而言，企业上市的主要目的是配合发股融资、提高股票流动性和原始股东退出。如果市场缺乏融资能力和流动性，那么企业上市的目的就无法实现。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》，明

确提出要健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资。

发达市场的上市制度是在其股票交易活动自然发展的基础上逐步形成的，政府对于股票市场运营仅在监管意义上保持有限的干预。而且主要股票市场基本都已经转入公司制，其营业收入主要来自企业上市缴纳的上市费和投资者缴纳的证券交易费。因此，股票市场上市制度的核心目标通常是协助增加上市公司数量和投资者的投资机会，从而吸引更多的上市公司和投资者进入本市场，并借此同近年出现的电子交易网络展开竞争。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，提供了可选择的要求。

企业在选择具体上市地点时所需要考虑的因素很多。Anderson 和 Dyl (2008) 发现一些符合纽约证券交易所上

市条件的企业选择纳斯达克市场，主要原因可能是纳斯达克对于受限股票交易更加宽容。竞争促进各股票市场提升其包容性，允许不同规模和成长阶段的企业上市。但国外股票市场的制度安排却并不是整体降低上市标准，而是增加了市场的层次性，以低层次市场吸引低质量企业，以高层次市场吸引高质量企业，由此形成了多层次的股票市场体系。Johan（2010）利用加拿大股票市场中上市标准较低的初级市场（TSX - V）和标准较高的高级市场（TSX）的 IPO 案例分析了两个市场上市公司的区别。分析发现，投资者对于高级市场上市公司的初期估值更高，意味着在高级市场上市已成为企业传递其价值信息的手段。而且高级市场上市公司的信息披露质量优于初级市场。Carvalho 和 Pennacchi（2012）利用巴西股票市场分立出优质上市公司板块的事件，发现在投资者保护水平不高的国家，提高上市标准可以改善公司行为。在这一事件中，巴西投资者提高了对自愿进入高标准板块上市公司的估值。这些上市公司的信息披露和公司治理确实由此得到了改善，并体现出更好的成长性。他们认为在现有股票市场内分立出优质上市公司板块，可以低成本地实现跨境上市所能获得的好处。Amira 和 Muzere

(2011) 比较了世界主要股票市场的上市标准及股票表现，他们发现企业会根据其成长性选择上市标准不同的股票市场，高成长企业会选择高标准市场。Semenenko (2012) 证实不同的上市标准可以将高质量公司同低质量公司区分开来，而且反映企业风险因素的定性指标比定量指标更为有效。为了抑制交易所管理层牺牲声誉资本和利用市场无效率而盲目增加上市公司数量的冲动，他认为可以像纳斯达克市场一样在交易所内建立多层次市场，以实现股票市场的分离均衡。

本报告主要由三部分构成：第一部分系统分析发达市场企业上市制度及其对我国的借鉴意义；第二部分集中研究我国的股票发行和上市制度；第三部分提出注册制改革以后我国股票市场上市制度的改革方向和相关政策建议。

