

上海证券交易所
迈向新世纪的证券交易所丛书

上市制度：

比较与演变

主编 屠光绍

上海人民出版社



上海证券交易所 | 上市制度：
迈向新世纪的证券交易所丛书

比较与演变

主编◎屠光绍

上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

上市制度:比较与演变/屠光绍主编.

-上海:上海人民出版社,2000

(迈向新世纪的证券交易所丛书)

ISBN 7-208-03432-X

I.上… II.屠… III.证券交易-研究

IV.F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 17901 号

特约编辑 王国平

责任编辑 秦建洲

封面装帧 陈楠

·迈向新世纪的证券交易所丛书·

上市制度:比较与演变

屠光绍 主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版、发行

(上海绍兴路 54 号 邮政编码 200020)

新华书店 上海发行所经销 上海天马印刷厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 8.5 插页 5 字数 191,000

2000 年 5 月第 1 版 2000 年 5 月第 1 次印刷

印数 1-5,100

ISBN 7-208-03432-X/F·699

定价 16.50 元

序

上海证券交易所组织专门力量对国际上证券交易所的运作与最新发展进行了研究,在世纪之交推出这套以证券交易所为研究对象的丛书,是一件非常有意义的事情。

证券交易所是证券市场发展到一定阶段的产物,是集中交易制度下证券市场的组织者与一线监管者。实践证明,证券交易所的健康发展、规范运作和体制创新,直接关系到证券市场广度和深度的拓展,关系到市场运作效率的提高,因此,证券交易所所在促进资本形成、资源配置优化以及国民经济发展方面扮演了十分重要的角色。

从1990年成立了上海和深圳证券交易所至今,我国证券市场在邓小平理论指引下,从无到有,从小到大,从地方性市场发展为全国性市场,充分展现了我国证券市场巨大的发展潜力。江泽民在《证券知识读本》的批语中指出:“实行社会主义市场经济,必然会有证券市场。建立发展健康、秩序良好、运行安全的证券市场,对我国优化资源配置,调整经济结构,筹集更多的社会资金,促进国民经济的发展具有重要的作用。”党的十五届四中全会通过了《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》,当前证券市场承担着促进国企改革和国民经济发展的任务。要按照江泽民在《证券知识读本》中的批语精神和

“法制、监管、自律、规范”的八字方针,进一步发挥证券市场的功能和作用,为国有企业筹集更多的资本金,转换经营机制,促进技术进步和调整经济结构作出更大的贡献。

证券交易所是证券市场的枢纽,市场发展离不开证券交易所运作机制的规范、成熟和发展。进入90年代以来,随着信息技术的发展,资本流动的全球化,各国各地区的证券交易所的运作环境日益复杂多变。为了迎接信息革命、知识经济以及国际金融秩序和市场变革带来的挑战,国际上证券交易所对运作机制甚至组织制度进行了较大程度的改革和发展。面对国际上证券市场日新月异的变化和历史赋予我国证券市场的特殊使命,我们要按照江泽民“勤学之、慎思之、明察之”的要求,积极探索,努力研究新情况、新问题,借鉴国际经验,不断完善我国证券交易所的运作机制,使证券交易所的建设迈上新的台阶。

上海证券交易所研究中心长期以来注重对国际证券市场的研究,取得了丰富的成果。这次出版的《迈向新世纪的证券交易所》丛书,从证券交易所的上市、交易、监管、清算等方面剖析了证券交易所的运作规律和发展趋势,资料翔实,分析全面,很有借鉴意义,对加强中国证券市场的制度建设,更好地发挥证券市场的作用,是非常有益的。相信这套丛书的出版能对我国证券市场和证券交易所的运作研究起到推动作用。

周正庆

一九九四年十一月四日

目 录

序	周正庆
导 言	1
1 上市概述	7
1.1 上市的涵义	7
1.2 发行公司	12
1.3 中介机构	21
1.4 证券交易所	24
2 证券交易所上市制度	29
2.1 上市制度的基本目标	29
2.2 考察指标体系的建立	37
2.3 上市程序的比较	53
2.4 上市文件的编制	59
2.5 终止上市的制度安排	66
2.6 上市收费安排	69
本章附录:国际证监会组织对跨国招股和首次上市 的信息披露要求指引	70

3 主要证券市场上市制度(I)	92
3.1 纽约证券交易所上市制度	94
3.2 那斯达克市场上市制度	106
3.3 东京证券交易所上市制度	118
3.4 伦敦证券交易所上市制度	134
3.5 法兰克福证券交易所上市制度	145
本章附录:美国存股证(ADR)	150
 4 主要证券市场上市制度(II)	 156
4.1 香港联合交易所上市制度	158
4.2 新加坡证券交易所上市制度	174
4.3 澳大利亚证券交易所上市制度	185
4.4 台湾证券交易所上市制度	197
本章附录一、二	209
 5 上市制度发展趋势	 212
5.1 上市资源竞争日益激烈	216
5.2 上市公司多地上市	223
5.3 证券交易所设置多板市场	227
5.4 网络化	232
 6 上海证券交易所上市制度	 237
6.1 上市制度的法律环境建设	238
6.2 上海证券交易所股票发行上市程序	239
6.3 上海证券交易所股票发行制度	241
6.4 上海证券交易所股票上市制度	251

参考文献·····	258
后 记·····	260

导 言

1

证券市场由发行市场(一级市场)和流通市场(二级市场)构成,上市则是连接这两个市场的桥梁。在证券交易所诞生之前,证券自由却又零散地在证券持有人或证券经纪商之间换手。这种证券交易行为,由于缺乏一个核心市场来聚集,不能充分挖掘潜在的证券换手需求,也由于缺乏一个中介组织来鉴证,难以确认证券真伪、质量和交易对手的资信,一直难以扩大交易规模。为了改变这一局面,早期的证券经纪商成立了互助性的组织,这就是证券交易所的雏形。

证券交易所出现后,带来了证券上市的概念。证券上市,就是已经发行的证券,经过证券交易所批准后,在证券交易所公开挂牌交易。证券交易所诞生后,证券交易的场所由此分为场外交易和场内交易,上市是隔离场外交易和场内交易的一道围墙,也是证券从场外交易转向场内交易的途径。

上市为证券交易者和证券发行者带来多重价值:第一,提高证券质量。通过制定并实施上市规则(少数证券交易所还对申请上市的公司进行实地考察),证券交易所通过一定程序对申请上市的证券和其发行者(如上市公司)先作入门甄别。证券上市进入场内交易后,市场监管者和有关中介机构及广大投资者还

要持续、挑剔而细致地观察上市证券和其发行者。这些监督虽然不能完全杜绝掺水证券,但使得场内市场的资信大大高于场外市场。第二,增加证券流动性。证券上市即进入证券交易所市场后,由于总体质量得到保障,拥有集中的交易市场,加之证券交易所建有系统的游戏规则(即证券市场的各项制度)来保障市场的秩序,所以,能够吸引众多的参与者,导致场内上市证券的流动性大大超过场外交易。第三,改善价格稳定性和统一性。流动性的提高,带来证券价格的相对稳定,而且,上市后能够产生统一的交易价格,改变了市场混乱情况。

证券交易所上市的证券品种包括股票、债券和衍生产品几大类。其中,股票是证券交易所最早和最重要的金融产品,无怪乎各大证券交易所的英文名称普遍采用 stock exchange(直译为股票交易所)。证券交易所上市制度也以股票上市作为主要的规范对象,债券和衍生产品的上市规则远较股票简单。相对应地,上市公司特指公司股票在证券交易所挂牌的企业,而不包括单独上市债券或其他衍生证券的公司。本书所讨论的证券上市和证券上市制度主要限于股票上市和股票上市制度。

上市对发行公司和证券交易所均有着极为重要的意义。对于发行公司来说,使其证券获得上市资格,既能够提高证券流动性,又可提高证券资信度,而且流动性和资信度的提高,为以后的进一步集资奠定基础。此外,证券在证券交易所上市,证券名称天天出现于证券交易所及有关财经媒体,也有利于提高公司商业资信和树立良好的商业形象。对于证券交易所而言,为了保证上市证券的质量,它必须制定和执行严格的上市规则,加以严密的上市审查;而为了提高上市证券的数量,保持它对其他证券交易所的竞争力,它又必须拥有必要的灵活性,视市场状况的

发展而修改上市规则和上市程序,甚至改动市场框架,以吸引有成长潜力的新兴企业。

2

上市制度是证券交易所游戏规则的重要组成部分。它包括上市标准、上市程序、上市审核机构和上市收费等多个方面的内容。证券交易所一方面要创造公平、公开、公正的证券市场,另一方面要追求证券市场规模的扩大,以提高本市场在国内和国际证券市场中的地位和竞争力。与此相对应,上市制度要实现安全性、公平性和效率性几个目标。

安全性是上市制度的首要考虑。证券交易所通过建立专业上市审查队伍,设定一系列筛选标准,建立一套规范的上市程序,批准合乎条件又达到信息披露规范的申请公司成为上市公司。

公平性要求上市制度保持开放与透明,既要向所有申请公司提供公平待遇,又要保障所有投资者能够及时、准确地获知上市信息。

效率性要求上市制度达到两个目标:第一,在已有的上市候选对象中存优去劣,选拔出资信、规模实力与企业管理等各方面较为优秀的申请公司作为上市公司,而把质量低劣或存在欺诈行为的申请公司剔除在外;第二,丰富候选对象,扩大上市资源,培养上市公司中的新生力量,在当前大型公司上市资源有限的环境下,特别需要注意吸收具有成长潜力的中小型公司上市。

安全性、公平性和效率性是上市制度在战略层次上要实现三个目标。这三个目标互相支持,但又在一定限度内互相冲突,不应该绝对地、孤立地理解各个目标,而应该考虑具体的环境,追求三者之间理想的综合平衡状态。

3

本书以对境外证券市场上市制度介绍为主。这主要基于以下两个方面的考虑:

一是讨论境外上市制度的普遍性和追踪境外上市制度的最新发展,以期为中国大陆证券市场的上市制度创新提供参考和借鉴,这也是在终将加入世界贸易组织的背景下,我国证券市场必须提高竞争力以应对我国资本市场逐步开放的需要。我国国门在清朝始开之际,著名学者魏源就著述《海国图志》一书,提出“师夷长技以制夷”。晚清倡导维新运动的梁启超更是仿效当时的各国证券市场,提出我国发展证券市场的雏想。改革开放之后,中国证券市场从上海和深圳证券交易所运作之日计,迄今不过十年。但在这十年中,中国证券市场从无到有,从小到大,从试点到成为社会主义市场经济的重要组成部分,经历了天翻地覆的变化。上海和深圳证券交易所上市公司数量从1990年的14家增长到1999年底的940家,上市证券从1991年的53个增加到1999年底的1114个。1999年7月1日,中国证券市场的根本大法《证券法》开始实施;年末,针对证券市场发展的需要,又对《公司法》作出相应修改。可以期望,随着21世纪的来临,中国证券市场和中国上市公司正在进入一个大发展大规范的时期,作为证券市场框架结构的重要组成部分,上市制度也面临着进一步的完善和提升。

二是为我国大陆企业赴海外上市提供各个市场上市制度的相关信息。一方面,我们要学习鲁迅先生“拿来主义”,汲取各国(地区)建设证券市场的先进经验来更好地建设国内证券市场;另一方面,我们在“请进来”之际也要“走出去”,推动我国企业赴海外上市,这既是企业筹资的需要,也是借由境外证券市场推动

企业建立现代企业制度的需要。1999年,中国证监会主席周正庆多次提到要重视境外上市和拓宽境外上市渠道,中国证监会和有关部门也提出了一系列相应的具体措施来提高企业运作的透明度和规范性。本书选取介绍了9个证券市场的上市制度,这些证券市场或者是规模居全球前五名,或者是亚太地区知名而又活跃的证券市场。目前这些市场囊括了我国几十家海外上市公司,今后也是其他国内企业赴海外上市的首选地点或候选地点。

4

本书除导言外,共分六章。

第一章主要介绍上市的概念,对上市和上市相关的诸多概念进行介绍和讨论,并阐述上市的三方重要参与者,即发行公司、承销商和交易所的相关抉择。

第二章阐述上市制度要实现的目标和上市制度各个构成部分。本章对各个证券交易所的具体上市制度进行归纳,抽象出上市制度的一般。本章附录为《国际证监会组织对跨国招股和首次上市的信息披露要求指引》,该指引可以视为国际证券市场未来的上市信息披露导向。

第三章和第四章阐述国际上9个证券交易所的上市制度。由于互联网的发展,加上各国证券交易所有着强烈的宣传意识,我们基本上可以从网上各个证券交易所的网页中搜索到上市制度的最新内容。读者若希望确保随时得到最新的上市制度内容,也可经由各个证券交易所的网页去了解。

第五章论述竞争和技术等因素对上市制度发展方向所产生的影响。为了适应市场和技术变化的需要,各国和各个证券交易所上市制度在不断地变动。从这个意义上来说,变是常态,不

变则是一个期间的短暂现象。但变化也有轨迹可循,这就是上市制度变化将更有利于证券交易所实现安全、公平、效率三大原则。上市制度的四个发展方向是:上市资源竞争日趋激烈、上市公司多地上市、证券交易所设置多板市场以及因特网日益广泛的应用。在这四个发展方向中,上市资源竞争日益激烈是影响其他三个发展方向的大环境。

第六章根据我国《证券法》、《公司法》等现行的法律法规以及证券管理层所提出的各项指引,介绍了上海证券交易所现行的股票发行上市制度实践。对证券市场的认识和定位、证券市场的发展水平和证券市场监管能力的提高,是影响我国上市制度建设的三个重要因素,随着这三个因素朝着有利的方向发展,上海证券交易所上市制度也将得到进一步的完善和升华。

1 上市概述

1.1 上市的涵义

证券市场由发行市场和流通市场构成。发行市场又称一级市场,是发行公司通过发行股票、债券等各类证券募集资金的场所。流通市场又称二级市场或交易市场,是已发行股票进行转让的场所。它一方面为股票持有者提供随时变现的机会,另一方面又为新的投资者提供投资机会。发行市场是流通市场的基础和前提,流通市场又为发行市场的进一步壮大创造条件。连接发行市场和流通市场的桥梁就是上市。

证券上市,是指已经发行的证券经证券交易所批准后,在证券交易所公开挂牌交易。上市和证券交易所息息相关。证券交易所的诞生是证券市场划时代的变革,从此,证券交易市场分为场内市场和场外市场两大块。场内市场具有高度集中、秩序井然的优势,这种有组织的交易场所的形成极大地提高了交易的效率,使交易规模和交易参与者迅速增加。证券要从一级市场转移到二级市场,或者从场外市场转移到场内市场,都需要上市这个必不可少的环节。

本书所指的上市制度主要是股票上市制度。股票是证券交易所(stock exchange)最重要的证券品种,是证券交易所上市制

度主要的指向,发行公司也只有在股票上市后才被称为上市公司。和股票相比,债券要简单得多,债券清偿等级优于股票,风险小于股票,又有资信评级机构提供债券的评级,风险程度容易判别,证券交易所提供较少的资源就可以完成债券上市服务,而目前国际债券市场主要是在银行间市场为核心的场外市场而非证券交易所的场内市场展开。较之债券上市,证券交易所在股票上市方面需要投入更多的资源,创造更多的“附加价值”。这表现在:第一,证券交易所要设立一套上市标准以对申请公司进行筛选;第二,证券交易所要求公司在上市前和上市后都及时、正确、完整地披露信息。

上市作为沟通发行市场和流通市场的中枢,前端和股票发行紧密联系,后端又紧接着股票交易,所以,上市的涵义也有着广义和狭义的区分。下面,我们将通过对一组概念的讨论来对此展开分析。

1.1.1 上市和发行

进入证券交易所挂牌上市,有助于提高股票流动性和发行公司资信,亦为公司日后筹资奠定良好基础,若不考虑上市成本和上市条件,股票发行公司均希望本公司股票能够获得上市地位。很多发行公司也正是以上市为目的向广大投资者公开发行股票。这些发行公司在发行过程中也往往咨询证券交易所,以满足证券交易所上市条件来设计发行方案。很多发行公司在股票发行之前取得证券交易所的上市承诺,在股票发行之后立即在证券交易所上市,这使得发行和上市出现了一体化现象。

在我国,为了规范证券市场,发行和上市一体化现象尤为普遍:第一,未经批准,公司不得公开发行股票,公开发行股票后一段时间内股票在证券交易所上市;第二,利用证券交易所交易系

统上网发行股票已经成为占主导地位的发行方式;第三,上网发行的企业无一例外地在提供上网发行设施的证券交易所挂牌上市。鉴于这些原因,投资者往往把股票发行笼统地称为股票上市。

同样,在国际证券市场上,发行和上市一体化现象也非常普遍,主要证券交易所的上市规则即显示了这一点:第一,大部分证券交易所将招股说明书列为上市所需的主要法律文件,而不要求上市申请公司另行刊登上市公告书;第二,这些证券交易所市场推介材料中提及上市过程的各个步骤,往往将股票发行包含其中;第三,有些证券交易所将发行方式和上市方式混为一体,如伦敦证券交易所上市规则和香港联交所上市规则均把公开认购(offer for subscription)作为上市方式。

但是,对发行和上市进行严格的区分,也可以发现两者存在显著的差异:第一,在时间上,发行在前,上市在后,狭义的上市仅指证券交易所审批发行公司的上市申请。第二,发行的主要参与对象为发行公司、券商与其他中介机构、一级市场投资者,上市的主要参与对象是发行公司、券商与证券交易所。第三,证券交易所上市条件不要求公司上市之前必须发行新股。首次公开发行新股(IPO, initial public offering)并不是发行上市的唯一方式,如第二上市、推介上市均不强行要求申请公司在上市前必须发行新股和以这部分新股为上市对象。第四,如同上市并不要求必然伴随发行,发行也不要求必须获得上市。通过私募发行的股票,一般并不在证券交易所上市,甚至也不在柜台交易市场挂牌。

1.1.2 上市和交易

上市是交易的起点,上市首日就是交易首日。交易的开始