

上市資訊

2019年2月号（总第32期）

发行上市中心

2019年2月13日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【交流动态】

上交所烟台基地举办首次“拟上市公司接待日”活动

张家港市政府及企业家走进上交所

【市场前沿】

2018年A股IPO审核形势分析报告

【课题研究】

境外创业板发展经验与启示

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至1月31日，今年上交所IPO上市企业10家，募集资金72.99亿元，股票再融资企业65家，募集资金542.99亿元。

2、在会审核企业情况

截至1月31日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计286家。其中，上交所在审企业120家，深交所在审企业166家（中小板52家、创业板114家）。

3、新增IPO申报情况

截至1月31日，今年新增IPO申报企业共计3家，其中，上交所1家，深交所2家（中小板0家、创业板2家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至1月31日，本所2019年已完成公司债累计发行138只，发行金额1499.94亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至1月31日，本所2019年已完成资产支持证券挂牌72只，发行金额914.84亿元。

3、债券上市情况

截至1月31日，上交所各类债券挂牌数量已达12337只，比去年底增加248只，增幅2.05%；债券托管金额已达8.41万亿元，比去年底增加279亿元，增幅0.33%。

【交流动态】

1、2019年1月19日，烟台经济技术开发区财政金融局与上交所联合在上交所烟台基地举办了首次“拟上市公司接待日”活动，共有四家辖区优质拟上市企业与上交所发行上市中心进行对接，并就最新上市形势和企业上市中可能遇到的问题进行了交流和讨论。据介绍，“拟上市公司接待日”是上交所发行上市中心继青岛基地举办首期“海纳百川”资本市场培训课后，在山东区域推出的又一项市场服务活动。该活动以上交所烟台基地为平台，由上交所发行上市中心专家定期到现场为山东省拟上市公司提供面对面“**IPO**问诊”、政策咨询等服务，助力优质企业早日登陆资本市场。（供稿人：黄玲）

2、2019年1月17日，借苏州龙杰上市仪式，张家港市委书记沈国芳带领市政府各部门，并组织张家港重点企业一行约20人走进上交所。学员们首先观摩了苏州龙杰上市仪式。在座谈会上，上交所发行上市中心副总经理官万炎对学员们的到来表示欢迎，张家港市委书记沈国芳、苏州市地方金融监管局副局长周启宏以及张家港市委常委、常务副市长卞东方对本次活动给予了高度评价。发行上市中心专家与学员就张家港企业上市以及当前资本市场的形势与机遇做了深入探讨。上交所将以此次培训会为契机，继续为张家港企业对接资本市场提供优质服务，助力张家港实体经济转型升级。（供稿人：唐哲人）

【市场前沿】

2018年A股IPO审核形势分析报告

上交所发行上市中心 易 沈

一、A股IPO总体情况

（一）IPO数量下降、规模提升

2018年，A股共核发批文102家，其中上交所55家，深交所47家。A股共有105家企业完成IPO上市，首发募资1378.15亿元，分别较2017年减少75.9%和40.1%。其中，上交所IPO企业57家、募集资金864.93亿元，深交所IPO企业48家，募资513.22亿元。上交所IPO家数、募集资金分别较去年同期减少73.4%和37.2%，分别占全市场总数的54.3%和62.8%。

工业富联、迈瑞医疗、宁德时代、药明康德、长飞光纤等大型创新企业，养元饮品、美凯龙、华宝股份等消费品龙头企业，以及中国人保、华西证券、中信建投、江苏租赁、长沙银行等金融企业上市，带动IPO平均融资额同比增长了148.7%。

（二）审核数量和审核通过率有所下降

2018年，共185家企业安排上会，其中主板92家、中小板33家、创业板60家，月均数量从2017年最高平均50家左右逐渐减少到近期的11家左右。185家安排上会企业中，111家通过审核，59家被否，13家取消审核，2家暂缓表决。

2018年，全市场整体审核通过率(过会家数/安排上会家数)

为 60.0%，比 2017 年下降约 19 个百分点；申报成功率（过会家数/安排上会和终止审查家数总和）为 29.4%，比 2017 年下降约 32 个百分点。分板块看，2018 年中小板审核通过率、申报成功率最高，主板次之，创业板审核通过率、申报成功率最低。

分季度看，2018 年发行审核延续了 2017 年四季度来的从严趋势，第一季度审核通过率最低，第二季有所缓和，第三、四季逐步回升，其中四季度否决率已降至 2017 年前三季水平。

（三）IPO“堰塞湖”进一步得到缓解

2018 年，尽管发审速度有所放缓，但是由于终止企业家数大幅增加、新增报会企业大幅减少，IPO“堰塞湖”得到明显缓解。2018 年，IPO 终止审查企业达到 202 家，远超过 2017 全年的 146 家；而新增报会企业仅 161 家，大幅低于去年的 412 家。截至 2018 年底，在会企业为 269 家（不包含已过发审会企业），较 2017 年底的 478 家减少 43.7%，其中主板 115 家，中小板 50 家，创业板 104 家，主板在会企业家数占比为 42.8%。

二、上会企业特征分析

（一）企业上会速度加快，工业富联“闪电过会”

2018 年，共有 185 家企业上会，除工业富联、迈瑞医疗（二次报会）、明阳智能外，其余 182 家企业均为 2017 年底在会企业，占 2017 年底在会待审企业总数的 38.1%。企业上会速度进一步加快，平均审核天数（首次预披露日至发审会审核日）为 460 天，较 2017 年缩短 76 天。

2018年，主板、中小板和创业板安排上会比例（相对于2017年底在会待审企业及2018年新增报会企业）为32%、30%和25%，而2017年安排上会比例（相对于2016年底在会待审企业及2017年新增报会企业）分别为45%、48%和41%。由于主板在会待审企业较多、且安排上会比例较高，2018年主板上会企业占比略有提升。185家上会企业中，主板、中小板和创业板占比为50%、18%和32%，而2017年分别46%、18%和36%。

主板、中小板平均审核天数较2017年分别缩短了103天、161天，创业板平均审核天数与2017年基本持平。中小板从上会速度最慢的成为最快，主板则有工业富联等“闪电过会”案例。

（二）规模较大企业上会比例更高，过会企业规模提升

2018年，安排上会比例与企业净利润规模呈正相关；而2017年，扣非净利润5000万至8000万企业与8000万以上企业上会比例一样高。

上会企业平均规模提升明显，扣非净利润中位数由2017年的6653万元提升至9452万元；扣非净利润8000万以上企业占比从2017年的40%大幅提高至61%，扣非净利润5000万以下企业占比由2017年的34%下降至11%。

分板块看，2018年主板、中小板、创业板安排上会企业扣非净利润中位数分别为1.19亿元、9035万元和7485万元，从三、四季度看，中小板和创业板规模提升的趋势还在延续，主板安排上会企业平均规模逐渐稳定。

与 2017 年的情况相比，不同板块安排上会企业的规模分布出现明显变化。2018 年，主板扣非净利润 1 亿以上企业占比提升最为明显，已达 58%；中小板扣非净利润 1 亿以上企业占比提升至 48%，创业板扣非净利润 5000 万至 8000 万、8000 万至 1 亿以及 1 亿以上企业占比均出现不同程度的提升。

而在过会企业中，净利润规模特征更凸显。自 2017 年第四季开始，主板、中小板过会企业扣非净利润中位数突破 8000 万，自 2018 年第二季起创业板过会企业扣非净利润亦突破 8000 万。

2018 年，主板过会企业中扣非净利润在 8000 万以下的企业仅 4 家，最低为 10 月过会的蔚蓝生物，2017 年扣非 6855 万；中小板过会企业中扣非净利润在 8000 万以下的企业共 6 家，最低为 1 月过会的锋龙股份，2017 年扣非净利润为 4822 万；创业板过会企业中扣非净利润在 8000 万以下的企业共 8 家，最低为 1 月过会的泰林生物，预计 2017 年扣非净利润为 4044 万。

（三）战略新兴产业企业占比略有下降

2018 年安排上会企业中，所属行业为代表性战略新兴产业的有 77 家，在 185 家上会企业中占 42%，略低于 2017 年的 44%。包括计算机、通信和其他电子设备制造业 26 家、专用设备制造业 18 家、软件和信息技术服务业 12 家、医药制造业 7 家等。

从统计上看，战略新兴企业在安排上会的比例和上会速度方面并无明显优势。2018 年，战略新兴企业安排上会比例为 28.5%、平均审核天数为 445 天，而非战略新兴企业安排上会比

例为 29.3%、平均审核天数为 473 天。

（四）各区域过会企业数量显著下降，九省区市零过会

2018 年过会的 111 家企业分布于 22 个省、直辖市、自治区，较 2017 年过会数量均有不同程度下降。其中，江苏、浙江、广东、上海、北京位列前五，合计数占过会总数 68%。此外，山西、吉林、内蒙古、青海 4 区域 2017 年及 2018 年均为 0。

从审核通过率看，安排上会企业数量前五的省份中，江苏企业审核通过率最高，达 71%，浙江次之，为 65%。此外，湖北、山东、四川等地区企业过会率均超过 80%。

（五）保荐机构呈现集中化趋势

2018 年，185 家安排上会企业的保荐机构中，排名前十的券商共保荐 105 家上会企业，占比达 57%；其中 57 家企业过会，占 111 家过会企业的 62%。2017 年，这 10 家券商合计保荐了 47% 的上会企业、48% 的过会企业。2017 年，保荐上会企业数量排名前十的券商占比为 53%。保荐业务更加向头部券商集中。

三、被否企业特征和否决原因分析

（一）审核天数板块间差异扩大

2018 年，被否企业平均审核天数为 473 天，较 2017 年缩短 52 天。分板块看，平均审核天数差异扩大。其中，主板和中小板平均审核天数分别缩短 93 天和 275 天，创业板增加 29 天。

（二）被否企业规模提升，否决率与净利润联系紧密

2018 年，不同规模上会企业在通过率和否决率方面出现明

显差异。总体看，上会规模越大，通过率越高，否决率越低。

从各板块看，扣非净利润 8000 万以下企业中，中小板审核否决率显著较低；扣非净利润 8000 万至 1 亿企业中，创业板否决率显著较高；扣非净利润 1 亿以上企业中板块间否决率差距较小，创业板中亦有龙旗科技等规模过亿的企业被否。

同时，基于安排上会企业规模整体提升，被否企业规模出现明显提升。分板块看，主板、中小板和创业板被否企业净利润中位数分别为 6646 万、6110 万、5410 万，中小板和创业板较 2017 年有不同幅度提升，主板较 2017 年出现小幅下降。

（三）战略新兴产业企业过会表现稍显劣势

2018 年，77 家战略新兴产业上会企业的审核通过率约为 56%、否决率为 38%，108 家非战略新兴产业上会企业的审核通过率为 63%、否决率为 28%。而 2017 年，战略新兴企业审核通过率为 77%、否决率为 20%；非战略新兴企业审核通过率为 81%，否决率为 16%。对比而言，2018 年战略新兴企业在通过率方面较非战略新兴企业稍显劣势。

从上会企业数量较多的几个细分行业看，计算机、通信和其他电子设备制造业，专用设备制造业，软件和信息技术服务业和医药制造业的审核通过率分别为 50%、61%、50%和 57%。

由于安排上会企业中战略新兴企业占比下降，以及战略新兴产业企业相对更低的审核通过率，战略新兴产业企业过会企业占过会企业总数的比例由 2017 年的 43%降至 39%。

（四）持续盈利能力和关联交易关注比例上升

2018 年被否企业主要涉及九大类问题。其中，财务会计问题占比最高，为 39%，持续盈利能力其次，占 16%，规范运行、关联交易和内控问题依然是关注重点，分别占 12%、12%、11%。

财务会计问题中，占比较高的细节问题依旧是毛利率、会计处理的规范性和真实性。另外，应收账款也是值得关注的重点问题。与 2017 年相比，财务会计问题、持续盈利能力和关联交易的关注比例分别上升了 3%、5% 和 3%，而规范运行和内控问题的关注比例分别下降了 3% 和 4%。

分行业看，战略新兴行业关注度较高的问题与传统行业有所差异。对于战略新兴行业，持续盈利能力问题和规范性的关注度较高，达到 19% 和 13%。对于传统行业，财务问题和关联交易的关注度较高，分别达到 40% 和 13%。

四、终止审查企业特征分析

（一）终止审查企业数提升，创业板撤材料比例高

2018 年，共 202 家企业终止审查，撤材料比例（相对于 2017 年底在会待审企业及 2018 年新增报会企业）达 32%，而 2017 年全年撤材料比例（相对于 2016 年底在会待审企业及 2017 年新增报会企业）仅 13%。受 2017 年四季度审核政策调整影响，2018 年一季出现大规模撤材料现象，单季终止审查达 108 家。

分板块看，2018 年主板、中小板和创业板终止审查企业数量分别为 88 家、32 家、82 家，撤材料比例分别为 31%、29%

和 34%。2017 年主板、中小板和创业板撤材料比例分别为 10%、11%和 18%。创业板连续两年均为撤材料比例最高的板块。

（二）终止审查企业平均规模提升

2018 年，终止审查企业扣非净利润中位数为 4800 万，较 2017 年 3723 万有较大提升。其中，8000 万以上企业占比由 2017 年 14%提升至 23%，5000 万至 8000 万企业占比由 16%提升至 24%，3000 万至 5000 万企业占比由 38%降至 37%，3000 万以下企业占比由 31%降至 16%。

分板块看，2018 年主板、中小板、创业板终止审查企业扣非净利润中位数分别为 5457 万、5039 万、3949 万，均较 2017 年有所提升。

（三）规模较小企业撤材料比例更高

撤材料的比例与企业规模呈负相关。2018 年，扣非净利润 3000 万以下企业撤材料的比例高达 89%，3000 万至 5000 万企业撤材料的比例也达 61%，而 5000 万至 8000 万和 8000 万以上企业撤材料比例分别为 27%和 16%。

分板块看，2018 年各板块均呈现这种负相关性。对于扣非净利润 8000 万以下企业，撤材料比例最高是主板，而对于 8000 万以上企业，三板撤材料比例基本相同。2018 年，各板块不同净利润规模企业撤材料比例较 2017 年基本都出现明显提升。

（四）战略新兴产业企业撤材料比例更高

2018 年终止审核企业中，所属行业为代表性战略新兴产业

的企业有 90 家，占比为 45%，较 2017 年 53% 的比例有所下降。

2018 年，战略新兴企业撤材料的比例为 33%，高于非战略新兴企业 30% 的比例。2017 年底在会审核企业及 2018 年新增报会企业中数量较多的专用设备制造业，软件和信息技术服务业，计算机、通信和其他电子设备制造业，化学原料及化学制品制造业在 2018 年撤材料的比例分别为 38%、49%、25%、33%。

（五）撤材料后二次报会情况

2018 年终止审查的 202 家企业中，34 家企业目前处辅导备案状态，13 家企业重新报会。其中，仙乐健康、建科机械、中科海讯、锐新昌等 4 家企业从主板撤回后改报创业板；阜阳大可新材从主板撤回后改报中小板，并于 12 月 29 日再次撤回；迈瑞医疗、博汇化工、翔丰华等 3 家企业从中小板撤回后改报创业板，迈瑞医疗已经过会。

五、新增报会企业特征分析

（一）企业板块选择出现明显变化，中小板受益

2018 年，主板新增报会企业数量占比由 2017 年的 43% 下降至 39%，中小板数量占比由 2017 年的 13% 大幅提升至 22%，创业板数量占比由 2017 年的 43% 下降至 39%。

按照规模来看，扣非净利润 8000 万元以下的新增报会企业板块分布上出现了明显的变化，主板份额普遍下降；5000 至 8000 万净利润规模企业的主要申报板块由主板变为创业板；8000 万元以上净利润企业的主要申报板块仍为主板。

（二）净利润规模显著提升

2018年，新增报会企业最近一期扣非净利润中位数为9167万元，大幅超过2017年的5190万元。其中，8000万以上企业占比由2017年的30%提高至56%，5000万至8000万企业占比由22%提高至34%，3000万至5000万企业占比由33%下滑至9%，3000万以下企业占比由15%降为1%。

分板块看，2018年主板、中小板、创业板新增报会企业最近一期扣非净利润中位数分别为1.51亿元、8514万元和6894万元，较2017年水平均有大幅度提升。分季度看，受审核政策调整影响，各板块新增报会企业平均净利润规模在2018年一季度出现跃升，后三季度整体呈下降态势。

主板新增报会企业中，除斯达半导体外，其余企业扣非净利润均在5000万以上，71%企业扣非净利润在1亿以上；中小板新增报会企业中，扣非净利润8000万以上企业占比大幅提升；创业板新增报会企业中，扣非净利润在5000万至8000万以及1亿以上企业的占比均有明显提升。

（三）战略新兴产业报会减少，主板占比降低

2018年，新增报会企业中排名前四的行业为计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业以及专用设备制造业。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业在2017年新增报会企业中也排名第一。新增报会企业中，所属行业为代表性战略新兴产业的企业64家、

占比为 40%，低于 2017 年 46% 的比例。

分板块看，主板新增报会企业中，战略新兴企业为 27%，低于 2017 年 34% 的水平；中小板新增报会企业中，战略新兴企业 33%，低于 2017 年 39% 的水平；创业板新增报会企业中，战略新兴产业企业为 56%，低于 2017 年 60% 的水平。新增报会的战略新兴企业中，主板为 27%，低于 2017 年 32% 的水平。

（四）区域集中度显著，十二个省区市零申报

2018 年各区域新增报会企业数前五名分别是广东、北京、江苏、浙江、山东，合计占新增报会企业总数的 65%。其中，广东连续两年位列新增报会企业数第一名，北京超越江苏、浙江位列第二，山东超越上海位列第五。此外，青海、内蒙古 2017 年及 2018 年均未有新增报会企业。

从板块分布看，新增报会企业数排名前五省份中，浙江申报主板占比最高，为 71%，其余 4 省申报主板比例均未超 50%。其他 26 个省区市中，上海、湖北、天津、福建、重庆、贵州、河南等 7 省（直辖市）新增报会企业申报主板占比均超过 50%。

（五）保荐业务向头部券商集中

2018 年，161 家新增报会企业的保荐机构中，中信建投、广发证券、中信证券、民生证券和招商证券排名靠前，合计保荐了 68 家企业，占比 42%。（摘编：张冯彬）

【课题研究】

境外创业板发展经验与启示

上交所资本市场研究所 李怡芳 李丹 邓斌

一、全球创业板市场发展概览

自 1971 年全球首家创业板市场——美国纳斯达克成立以来，越来越多的国家或地区基于完善多层次资本市场体系、促进创新和中小企业发展、满足投资者多元化投资需要，在发展现有主板同时，推出了各种类型的中小企业市场，如创业板、成长板、二板、中小企业板、小盘股市场等，本文统称创业板市场。

（一）市场数量

据 WFE 和各大交易所网站数据统计，历史上，全球范围内共成立了 79 家创业板市场。其中，有 30 家创业板市场因上市公司数量较少、流动性较差、监管不力丑闻频发、集团战略调整或交易所间收购兼并等多种原因关闭、更名或合并。截至 2017 年底，全球范围内仍有 49 家存在上市公司挂牌的创业板市场。

（二）地域分布

从现存的 49 家创业板市场的地域分布来看，欧洲和亚洲是创业板市场的聚集地。目前，欧洲有 19 个创业板市场，亚洲有 15 个创业板市场，数量占比分别为 39% 和 31%。其次，非洲地区也有 10 个创业板市场；北美和南美地区创业板市场数量相对较少，分别为 2 家和 3 家。其中，有 7 家证券交易所同时设有

两个以上创业板市场，包括：日本交易所集团、奥斯陆交易所、莫斯科交易所、马来西亚交易所、新西兰交易所、伊斯坦布尔证券交易所和约翰内斯堡证券交易所。

（三）市值规模

从创业板市场规模看，据 WFE 的数据统计，截至 2017 年底，全球 49 家创业板市场共有 11937 家上市公司，股票总市值为 11.5 万亿美元。其中，市值规模最大的前五大创业板市场依次为：美国纳斯达克交易所、深交所创业板市场、韩国交易所 KOSDAQ 市场、英国伦敦证券交易所 AIM 市场和日本交易所集团 JASDAQ 市场，股票市值规模分别为 10 万亿美元、7871 亿美元、2652 亿美元、1069 亿美元和 1007 亿美元。

（四）IPO 和退市情况

从全球创业板市场 IPO 公司和退市公司数量统计看，2017 年，全球 40 家创业板市场 IPO 公司数合计 916 家，退市公司数量据不完全统计也有 403 家（不含美国纳斯达克退市数据）。从全球范围看，2017 年 IPO 公司数量排名前七位的创业板市场为深交所创业板市场（141 家）、美国纳斯达克交易所（89 家）、英国伦敦证券交易所 AIM 市场（80 家）、香港联交所创业板市场（80 家）、韩国交易所 KOSDAQ 市场（78 家）、印度国家交易所的 Emerge 市场（78 家）和多伦多交易所 Venture 市场（77 家）。不考虑美国纳斯达克，退市公司数量排名前三的创业板市场为多伦多交易所 Venture 市场（119 家）、英国伦敦证券交易

所 AIM 市场（102 家）和纳斯达克北欧交易所（61 家）。

从企业死亡率看，全球市值规模排名前十的创业板市场中，上市公司退市率（年度上市公司退市数量除以年初上市公司总数）最高的创业板市场是纳斯达克北欧交易所的 FN 市场，每年有 23.6% 的上市公司退市。退市率排名第二的是伦敦证券交易所的 AIM 市场，2017 年退市率为 10.4%。美国纳斯达克交易所的整体退市率排名第三位，为 8.5%。此外，香港联交所创业板市场、泛欧交易所 Alternext 市场和多伦多交易所 Venture 市场的退市率也都在 5% 以上，分别为 6.2%、6.1% 和 5.9%。

二、境外创业板市场的经验总结与启示

从海外创业板市场目前的发展状况来看，除美国的纳斯达克市场（NASDAQ）、英国的替代型投资市场（AIM）和韩国的科斯达克市场（KOSDAQ）是目前世界上发展较好、交易量较大、比较具有影响力的创业板市场以外，全球范围内 40 多个创业板市场的整体发展都不尽如人意。从上述这些创业板发展的成功与失败案例中，我们得出以下几点启示：

（一）稳定优质的上市资源是创业板成功的关键

一方面，具有较为丰富的上市资源，形成规模效应，是创业板市场在全球激烈行业竞争中赖以生存的立身之本。据统计，20 世纪 60 年代以来，先后有 40 多个国家或地区成立了创业板市场，然而，截至目前有四成创业板市场被关闭或被并购。上市资源匮乏是许多创业板市场被关闭的主要原因。理论和实践

均表明，当证券市场容量没达到一定规模时，其收入无法弥补成本支出，从而无法形成规模效应，市场长期运作将变得艰难。

另一方面，优质的上市资源更是创业板取得长足成功的制胜法宝。纳斯达克一直是科技类企业上市的首选地，一大批高科技巨头都在该市场中孕育而生、发展壮大的，打造了英特尔、苹果、微软等一大批标杆性企业，并吸引了一大批“追随者”，形成了在科技类上市公司领域的竞争优势。以脸书（Facebook）为例，脸书成立之初获得天使投资 50 万美元资助，此后通过资本市场完成 4 轮融资，获得 22 亿美元；2012 年，脸书公开发行上市，成为当时规模最大 IPO，筹资额达 160 亿美元，上市市值 1040 亿美元；自上市后，脸书实施了 20 余次收购交易，通过收购获取新技术、升级新业务，达到 1+1>2 的效果，推动业绩保持高速增长。伴随上市公司成长，纳斯达克也空前成功。

近年来，伴随我国经济结构调整，新产业、新业态、新模式持续不断的为中国经济注入新鲜动力，孕育了一批创新能力较强的企业。而随着国家创新驱动发展战略进一步推进，企业自主创新能力继续提升，各领域还将持续涌现出优质科创型企业，符合条件的科创型企业还将不断产生。借鉴境外创业板市场发展经验，建议积极创造条件，通过一系列制度创新加快吸引国内优质头部创新企业到科创板上市。将科创板打造成吸引培育优质企业、提高资本市场国际竞争力的“实心板”，扭转有潜力的企业不在境内上市、优质股权转让境外的现状，吸引更多

多科创企业利用资本市场发展壮大，改善国内上市公司整体质量和盈利水平，防止资本市场出现“空心化”，提升我国资本市场国际竞争力和影响力。

（二）灵活的上市制度是创业板永葆活力的基石

面对日新月异的全球经济结构与竞争格局，为了更好地服务不同规模和类型企业融资需求，越来越多的交易所因势而变，适时调整板块定位，通过不断新建和优化市场内部层次，制定多套差异化上市标准，实现对上市资源的精细化管理和精准服务。比如，纳斯达克交易所针对不同类型企业制定了多套上市标准。对于经营风险高的小型企业特点，纳斯达克增加以“股东权益”为核心的上市标准；对于处于高成长阶段的中型企业，纳斯达克制定更加灵活多元的上市标准，除“股东权益”指标外，还设有“市值”“总资产+收入”等标准；对于大型成熟企业，纳斯达克制定较为严格的上市标准，对盈利和现金流均有一定要求，设有“税前利润”“市值+总收入+现金流”“市值”等指标。

再如，韩国交易所 KOSDAQ 市场针对一般企业、风险投资企业和成长型科技企业制定了三套差异化的上市规则，为不同类型企业提供了较强针对性、适应性和有效性的上市服务。其中，成长型科技企业的上市门槛最低，只需满足一定持股分布和公司规模要求即可上市，没有营业期限的限制，也不要求公司已盈利，甚至允许投入资本有 10% 的减值。而一般企业和风险投资企业，则须满足一定盈利要求和收入要求；且在具体

指标上，提供了多种指标供选择，机制灵活。此外，一般企业还需满足营业满3年要求，是这三类企业上市门槛相对最高的。

对此，建议科创板建立更有包容性、灵活性和针对性的上市规则。可根据不同类型科创企业发展的差异化特点，设置多套上市财务标准，将不同发展阶段、不同产业特征和不同商业模式的科创企业纳入上市主体范围。允许存在股东投票权差异、企业协议控制架构或类似特殊安排的科创企业及尚未盈利的科创企业上市。同时，设置更为灵活的再融资和并购重组制度，简化行政许可程序，支持科创企业上市后围绕主业实施并购重组和再融资；压缩非主业需要的重组和融资空间，限制科创企业控制权转让和与主业无关的收购行为。除此之外，加快建立差异化的科创板上市企业股权激励制度，取消现有股权激励规则中盈利、业绩增长等方面的硬性行权条件。

（三）有效的定价机制是创业板平稳运行的前提

境外创业板市场在发行定价过程中完全遵循市场化导向，充分发挥市场价格发现机制，不对发行价格进行任何行政干预，完全由投资者在多轮询价环节中自行确定发行价，且主要面向机构投资者询价，提高了市场定价效率。目前，全球范围内主要使用四种IPO定价机制：固定价格机制（Fixed Price）、拍卖机制（Auction）、累计投标询价机制（Book Building）和混合发售机制。其中，累计投标询价机制最为常用，尤其在英美等较为发达的资本市场应用较为明显。固定价格机制主要应用于新

兴市场国家，如马来西亚、新加坡、澳大利亚和泰国等。

长期以来，监管层对新股发行“管价格、调节奏、控规模”，一直致力于在一二级市场不同利益主体间“切蛋糕”。强有力的行政之手虽然短期内维护了资本市场的稳定，但却阻碍了市场自我约束机制的培育和形成，甚至造成市场供求扭曲。对此，建议科创板采用长期资金及专业机构投资者询价主导的市场化定价方式，强化保荐人及承销团引导市场定价履职担责，建立承销机构发布估值报告并进行事后追责机制，完善战略投资者配售制度，设置实际控制人上市后最低持股比例，完善老股减持等安排，引导市场理性定价。

（四）完善的退出机制是创业板优化升级的保障

许多创业板市场为了争夺上市资源，把目标瞄向处于更早阶段的企业，定位于高成长型公司，并不断调整上市标准，在盈利能力、资产规模、运营收入等财务指标方面不断降低要求。实践证明，降低上市标准可吸引更多企业上市，从而尽早形成规模效应；但同时，也会导致市场上上市公司良莠不齐，加大了创业板市场的风险。因此，建立有效的退市和转板制度是实现上市资源有进有退、确保市场优胜劣汰的重要保障。

以纳斯达克为例，在变革上市制度同时，一直在不断完善退市和转板制度，通过进口和出口两个通道、增量和存量两个维度，健全多层次股权市场体系。目前，纳斯达克已在交易所内部、交易所间形成便捷转板渠道，实现上市公司“可上可下”；

每年有大量公司主动或被动退市，实现上市公司“可进可退”。WFE 数据显示，2016 年纳斯达克有 244 家公司退市，占年初上市公司总数（2859 家）的 8.5%。健全的上市、退市和转板制度，构成了纳斯达克市场“有进有退、进退有序”的内在循环机制，实现了供求市场化调节，为创业板长期平稳运行奠定重要基础。

有鉴于此，建议科创板坚决执行严格退市制度，形成优胜劣汰的市场化退出机制。科创板采用注册制发行体制，股票供给数量明显扩大，同时也必须有市场化的退市机制与之配合，形成“有进有退、进退有序”的上市资源遴选机制。退市规则可完全比照上市规则设置，若科创板上市企业连续三年都不满足任何一套上市标准，则强制退市。对欺诈发行或存重大违法违规的上市公司，也要退市，从而维持整个科创板市场供求平衡。

（五）平衡发展与监管关系是创业板发展的难点

众所周知，创业板市场主要面向各类中小企业，尤其是处于早期阶段的高成长性创业企业。而创业企业在发展过程中典型特征是“三高”：高度的不确定性、高度的成长性和高度的信息不对称性。就整体而言，创业企业遵循高风险—高收益的特征，而这也正是投资者参与创业板市场的重要目的。但从微观个体而言，由于信息的高度不对称性而导致收益和风险的不匹配。具体而言，不少创业板市场为了争夺上市资源而降低发行标准，如果对上市企业的审核也不严格的话，就容易导致大量仅仅依靠包装或概念炒作而缺少实质性业务的企业进入市场，

从而加大创业企业自身的风险并影响投资者对市场的信心。

保持上市公司整体质量与防范创业企业自身风险间平衡是创业板市场发展的重点问题。多数市场模仿英国 AIM 的经验，在发行上市和交易监管等方面，建立了保荐人制度，强化了保荐人责任。但事实证明，保荐人制度的建立，对自律约束机制较强、规范运作意识较高、诚信文化较浓厚的市场而言，可有效控制市场风险，实现效率和稳定间的平衡；但对刚刚起步、诚信机制还不完善的创业板市场而言，保荐人制度作用还有待验证，香港创业板市场就曾出现当保荐期一过，上市公司立刻出现重大违规的案例。因此，对创业板市场监管还在不断探索。

为确保科创板市场长期健康发展，建议从发行、交易、投资者准入、上市公司监管等方面多措并举，建立市场化自发平衡机制，营造良好的市场生态环境。在股票供给端，探索采用允许老股有条件上市流通、允许长期投资者持有的限售股参与融券等手段在市场过热时期加大股票供给。在二级市场交易环节，引入投资者准入机制，并实施独立于现有市场板块的差异化交易机制，通过大单交易功能、单次“T+0”交易、做市商机制、放宽涨跌幅限制并配套引入个股波动集合竞价、证券借贷合约等安排，维护市场运行稳定性、流动性、公平性和有效性。在上市公司监管端，强化对科创板上市企业持续监管，加大对欺诈上市、虚假信披、市场操纵等违法违规行为处罚力度；对尚未盈利的企业，适当延长其大股东股票限售期。（摘编：张冯彬）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：黄玲)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路 528 号南塔 13 楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构