

第7—8讲 多层次资本市场政策解读

1. 资本市场对创业投资的意义
2. 对我国资本市场基本模式的思考
3. 境外资本市场模式选择与思考
4. 我国多层次资本市场体系建设的最早构想
5. 创业板市场解读
6. 科创板市场解读
7. 北交所与新三板市场解读
8. 区域股权市场的新考虑
9. 我国多层次资本市场健康运行需解决的问题

1. 资本市场对创业投资的意义

- 1) 通过将所投资企业IPO，为创投提供有效退出通道
- 2) 为私下协议转让退出提供价格参照

2、对我国资本市场基本模式的思考

讨论题：

美国的NASDAQ、纽约股票交易所，在运行模式上是典型的竞争性市场。

实践证明：这种模式获得了巨大成功。目前，这两个交易所不仅是全球市值最大的股票交易所，也是支持创新创业和实体经济最成功的交易所。

然而，我国的科创板、创业板、北交所，仍然人为设定不同的上市挂牌标准，影响了三个市场的竞争，进而抑制了市场活力。

因此，下一步需要借鉴美国模式，允许三个市场自由竞争。

对上述观点，您是赞同，还是不赞同？

3. 境外资本市场模式选择与思考

3.1 美国资本市场模式选择

1) 到上世纪20年代，在SEC注册的场内市场就有：

纽约证券交易所

美国证券交易所

2) 1971年，诸多场外市场合并形成NASDAQ，并于2006年向SEC申请成为全国性证券交易所。

三大股票交易所的关系：

不仅两个主板是**重叠竞争关系**，后来成立的NASDAQ和两个主板之间也是**重叠竞争关系**。

3.2 加拿大资本市场模式选择

到上世纪80年代，就成立了4个主要的股票交易所。而且，在温哥华股票交易所率先在原有主板基础上加设创业板后，另外三个股票交易所也竞相加设创业板，形成了4个“孪生式”重叠竞争型股票交易所。

1999年3月，加拿大政府宣布4个交易所整合计划：按照“专业分工”原则，重新确定各交易所市场定位：

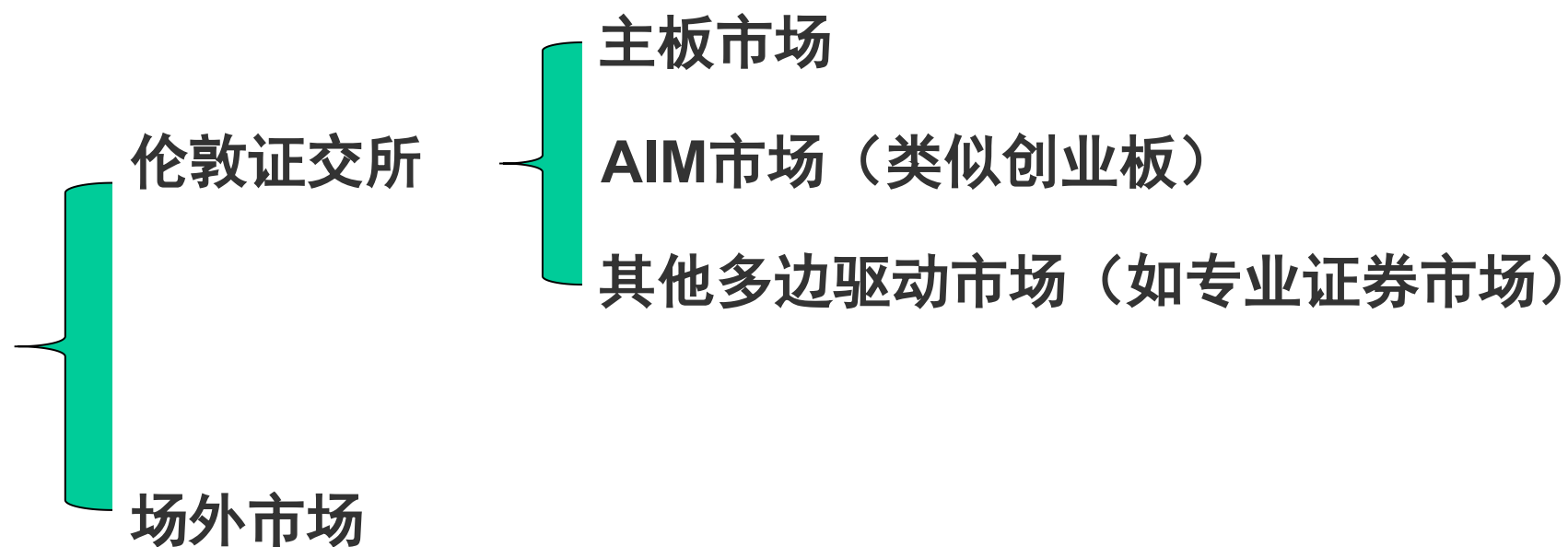
多伦多股票交易所 → 主板

（温哥华+艾伯特） → 创业板

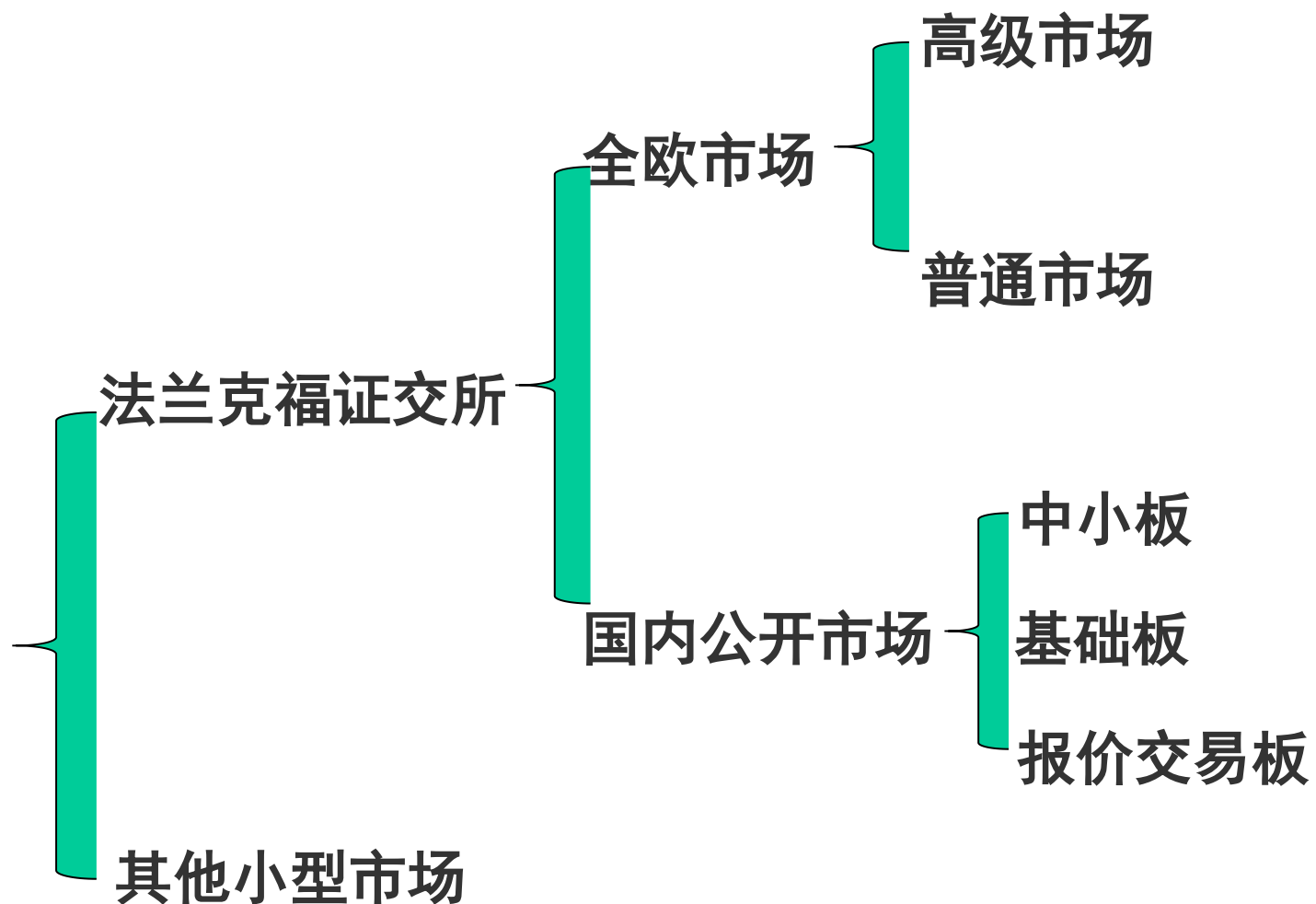
蒙特利尔交易所 → 衍生品市场

2001年5月，主板和创业板进一步合并成为一个统一市场----多伦多股票交易所集团。但是，仍坚持“专业分工”原则，主板、创业板保持高度独立。

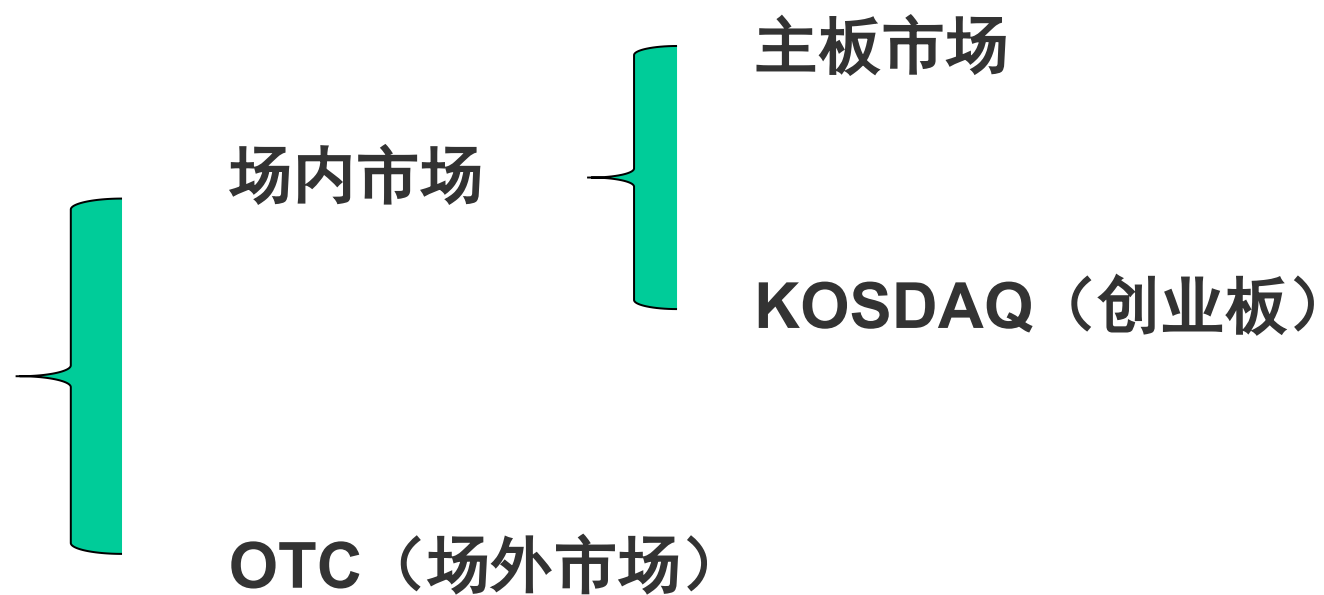
3.3 英国资本市场模式选择



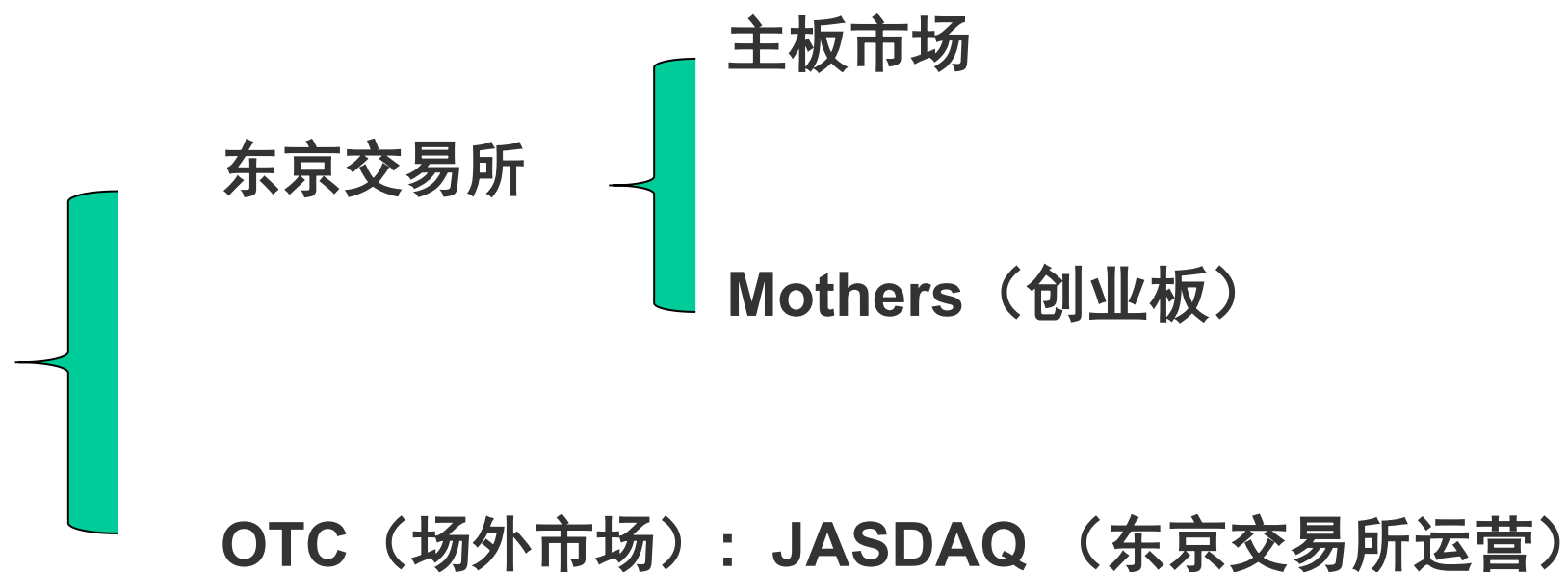
3.4 德国资本市场模式选择



3.5 韩国资本市场模式选择



3. 6 日本资本市场模式选择



3.7 关于资本市场模式选择的两点思考

为何美国维持“重叠竞争模式”，而除美国之外的所有其他国家均采用“专业分层模式”？

要解释这个现象，就必须深入思考以下两个问题：

- 1) 股票交易所运行是否适用“自由竞争”规律？
- 2) 为何美国自发形成的“重叠竞争模式”得以维持？

1) 股票交易所运行是否适用“自由竞争”规律？

自由竞争其实是人类的无奈选择。因为，对复杂的合作关系，合作行为的标准化程度低，在评估合作各方贡献大小时，存在着高度的信息不对称，因而容易产生激励约束失灵。

但是，股票交易所这类平台组织的特点是：其运作非常透明，标准化程度高，对其融投资功能进行评估，并不存在高度的信息高度不对称，故自然也不存在激励约束失灵问题。

因此，采取“专业分层”模式：1) 更利于发挥不同层次股票交易所服务不同发展阶段企业、不同风险收益偏好投资者的差异化作用；2) 更利于监管部门适应不同股票交易所的不同特点，实行量身定制的差异化监管；3) 更利于实现同一层级市场的集中统一监管，进而保证股票交易的“公平、公正”；4) 更利于股票交易和股票交易监管形成规模效益，降低运营成本和监管成本，进而最终减轻投资者负担。

相反，允许多个股票交易所重叠竞争，则必然带来“重复建设、恶性竞争”问题：前者必然导致加大运营和监管成本；后者容易导致因为“恶性竞争”带来“竞次”而非“竞优”的后果。

2) 为何美国自发形成的“重叠竞争模式”得以维持？

历史地看，美国当年成立NASDAQ，其初衷其实是为了避免众多场外市场之间的“重复建设、恶性竞争”。在NASDAQ诞生前，美国有众多场外市场，构成重复建设、恶性竞争。于是，只好：1) 通过《马可尼法》，要求场外交易会员机构通过成立“全国证券交易商协会”（NASD）来进行统一自律。2) NASD于1971年再通过创建“全国证券交易商自动报价系统”（NASDAQ），减少重复建设，并解决市场分割问题。

现实地看，NASDAQ的整合形成并没有解决与已有两个主板市场之间的“重复建设、恶性竞争”问题，但其之所以还能与两个主板市场共存，则是由于美国具有得天独厚的后天条件，能够将问题控制在旧模式仍可继续运行的限度内。

具体看，NASDAQ出于自身利益考虑，其为了将众多场外市场尽可能多地整合过来，从一开始就得适应不同场外市场的特点，分设两个不同市场：“全国市场”和“小型市场”。其中，“全国市场”的定位就已经接近两个主板市场，因而必然地与已有的两个主板市场构成重叠竞争关系。特别是到2006年1月，经向SEC注册，NASDAQ正式成为全国性证券交易所以后，为了进一步发展，其又从“全国市场”择优组建了“全球市场”，进而与两个主板市场之间的竞争便更趋激烈。

但之所以还能维持重叠竞争模式，是因为：1）美国是全球经济中心，全球的优秀公司都以去美国上市为荣，因而即使一定程度“重复建设”也不至于带来大的问题；2）美国作为非成文法系国家，后来形成了一整套体现严刑峻法为特点的法律监管体系，特别是在蓝天法体系的支撑下，还建立了非常严苛的地方法律监管体制。

4. 我国多层次资本市场体系建设的最早构想

1998年12月，本人通过国家计委内参提出：“在清理地方性证券交易场所的基础上，由证监会会同有关部门，尽早研究提出创业板股票市场问题，为创业资本提出制度化的退出通道”。具体按照“专业分层”模式，将深交所建设成为专业的创业板。

据证监会研究室隆武华博士《守望创业板》批露，本人内参报告上报后，朱总理于1998年12月30日批示：“请正庆、耀先同志研究”。元旦过后的1999年1月4日，证监会周正庆主席收悉朱总理批示，即指示“政研室会同有关部门研究提出我们的意见。”

与此同时：朱总理还请国务院办公厅研究提出意见。于是，国务院办公厅借助元旦假日加班，很快形成了一个“非常寻常”的答复意见报朱总理。答复意见说：“经过认真研究，建议原则同意国家计委的建议，具体政策由有关部门另行研究报批”。在国办将答复意见于1月5日传至证监会以后，陈耀先常务副主席又批示：“建议由政研室牵头，法律部、市场部参加提出关于设立创业板股票市场的研究意见，提交办公会认真讨论后上报”。

此后，证监会即按“专业分层”模式设计创业板。（承后页）

当时的基本思路是：

1) 基本原则

分工明确、转板顺畅、进退有序

2) 基本分工

主 板：已有持续盈利业绩的蓝筹型成熟企业

创业板：已体现成长性的创业企业

新三板：尚未体现成长性的早期创业企业

5. 创业板市场解读

5.1 创业板市场早期探索的曲折历程

5.2 两种模式之争后的妥协型创业板

5.3 妥协型创业板的艰难命运

5.4 科创板推出后，创业板所面临的第二种命运

5.5 新创业板的行业定位与财务标准

5.1 创业板市场早期探索的曲折历程

从1998年提出设想-2009年推出，共经历了五次大的波折：

1) 专门创业板被理解成“高新技术企业板块”

1998年，国家发改委专家首次撰文提出开设创业板，国务院批转证监会研究后，有关部委即按开始推进设立专业创业板。

但是，后来科技部牵头的七部委“创投机制研究课题组”，考虑到当时“科教兴国”已确定为基本国策，为了便于各界接受，采用了“高新技术企业板块”名称。

加之当时对多层次资本市场体系也有不同看法，所以1999年6月上报的《关于建立科技创业投资机制的请示》采取了以下提法：在沪、深交易所分别设“高新技术企业板块”。

5.1 创业板市场的早期探索

2) 从“高新技术企业板块”回到“二板市场”“创业板”

为适当放宽“高新技术企业板块”上市标准，有关部门提出修订《公司法》。1999年12月，人大批准《公司法》修订案在第229条增加了以下内容：“属于高新技术的股份有限公司……发行新股、申请股票上市的条件，由国务院另行制定”。

2000年4月，由于觉得“高新技术”无法准确界定，证监会在上报《关于支持高新技术企业发展，设立二板市场有关问题的请示》时，将“高新技术企业板块”改成了“二板市场”。

同年5月，国务院根据有关专家建设，在批复证监会的《请示》时，将“二板市场”正式定名为“创业板市场”。

5.1 创业板市场的早期探索

3) “创业板”设计方案临门止步

2000年5月国务院批复证监会《请示》后，证监会加快了相关方案的论证和法律文件的起草。同年9月，创业板推出进入倒计时。为迎接创业板推出，深圳证交所停止新股发行，有关创业板文件开始征求社会意见。

但是，在全球创业板市场于3月份调头下行形势下，各种反对开设创业板的意见反映到决策层。特别是在2000年12召开的“中国资本市场高级论坛”上，权威人士认为：“创业板”不应成为独立市场，应学习NASDAQ的孪生模式，搞一个市场二个板块共存。“创业板”概念违背了《公司法》修订的精神。

到2000年末，创业板不得不再被暂停。

5.1 创业板市场的早期探索

4) 决策层重提“创业板”遇到激烈争论

2001年末，在创业板推出被暂停一年后，最高决策层批示有关部门重新研究考虑如何开设创业板。某权威人士闻知后，向朱总理致信提出了五个不能开设创业板的理由。

受原国务院专题办陈耀先主任委托，笔者执笔起草了对该权威人士的回复报告，从五个方面驳斥了权威人士的意见：1）应从促进产业升级、促进资本市场体系高度全面认识开创业板的意义；2）推出专业创业板符合国际规律和国情；3）创业板称谓并不必然与《公司法》冲突；4）大批高新技术创业企业已为开设创业板奠定市场基础；5）创业板风险可以通过相应的制度安排加以防范。

5.1 创业板市场的早期探索

5) 在运作模式上的争论导致设立方案上的妥协：

2002年初，回复报告呈朱总理后，得到肯定。同年3月，朱总理在政府工作报告中明确提出：要适时开设创业板。这一决策从根本上解决了能否开创业板的争论。

在能否开创业板的争论解决后，权威人士开始从技术层面，对当时一步到位开设创业板的模式提出了不同看法，认为创业板只能“分三步逐步实现”。

为减少阻力，最后只好取“一步走”与“三步走”的妥协方案，按“两步走”方案推进创业板市场建设。

2004年5月17日，经国务院同意，证监会批准在深交所先行“中小企业板”。

5.2 两种模式之争后的妥协型创业板

1) 其在整个深圳交易所的定位：

广义创业板，与NASDAQ一体三块类似，一体四块：

一是主板：深市的蓝筹股市场；

二是中小创业板：中国企业“未来冠军”的摇篮；

三是创业板：创新创业的“发动机”；

四是代办股份转让系统：上市资源的蓄水池。

5.2 两种模式之争后的妥协型创业板

2) 行业定位：

为妥善处理制度目标与操作机制的关系，不再按科技含量标准作为上市条件，也未将行业领域仅定位于高新技术产业。

《创业板办法》第一条：创业板的目的是：

“促进自主创新企业及其他**成长型**创业企业的发展”。

为分散整个市场的风险，注重行业多样性和较广涵盖面。

具体表现为支持“三高五新类企业”到创业板上市。

“三高”：高科技、高成长、高附加值；

“五新”：新商业模式、新能源、新材料、新生物医药、新农业。

5.2 两种模式之争后的妥协型创业板

3) 上市标准：

按照“适当原则”，既显著低于“中小企业板”，又不过低：

情形一：最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1000万元，且持续增长；

情形二：最近一年盈利且净利润不少于500万元；最近一年营业收入不少于5000万元，最近两年营业收入增长率均不低于30%（14年删除后半句要求）。

5.3 妥协型创业板的艰难命运

经多次妥协后，2009年推出的创业板，与1998年最初设想相比，已相距甚远。所以，其支持创业创新的作用自然大打折扣，以至于BATJ等互联网巨头只好均远赴海外上市。

虽然从其开设那年起，有关一直在努力推动降低上市门槛，以便使之早日成为真正意义上的创业板，但受各方面因素影响，机会一次次失之交臂。

所以，我曾经对其创业板的命运作出过两种预测：

如“专业分层”理念能够坚持下来，创业板上市门槛终究会降低，因而仍可望建设成为**专门的**真正意义上的创业板；

如“专业分层”理念得不到坚持，一直在觊觎创业板职能的其他市场必然会趁虚而上，进而导致其专有职能的被分割。

5.4 科创板推出后创业板所面临的第二种命运

2019年科创板推出后，创业板的命运就只能是第二选择。

虽然借助新《证券法》所明确的全面推进注册制，同时通过自我创新，创业板得以在2020终于实现上市门槛的降低，但原本专属的创业板市场职能，无可奈何地被科创板、新三板分别分走了相当一部分。

5.5 新创业板的行业定位与财务标准

2019年科创板推出后，创业板的命运就只能是第二选择。

虽然借助新《证券法》所明确的全面推进注册制，同时通过自我创新，创业板得以在2020终于实现上市门槛的降低，但原本专属的创业板市场职能，无可奈何地被科创板、新三板分别分走了相当一部分。

1) **行业要求：**主要服务成长性创新创业企业，同时支持传统产业与“新技术、新产业、新业态、新模式”融合。对12大传统行业，只要是与“四新”融合的，也是可上市。

2) **财务标准：**见附

附. 财务标准

标准1：净利润

最近两年净利润为正，累计不低于5000万元

标准2：市值+净利润+营业收入

预计市值不低于10亿元；

最近一年净利润为正；

最近一年营业收入不低于1亿元

标准3：市值+营业收入

预计市值不低于50亿元；

最近一年营业收入不低于3亿元

5. 科创板市场解读

5.1 与创业板相区别的市场定位与门槛

5.2 与科创板相适应的制度创新

5.3 与注册制相适应的制度创新

5.1 有别于创业板的市場定位与上市条件

1、科创板市場定位：特色创业板

2、科创板上市条件：成长性基础上，强调科技

1、科创板市场定位：特色创业板

首先，主要考虑较强成长性，而非盈利，以体现创业板特点。

同时，须明确特有行业定位和企业特点，以体现科创板特色：

1) 行业定位：面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求。具体：新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保技术、生物医药。

2) 企业特点：符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出；主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好的，优先支持。

2. 科创板上市条件：成长性基础上强调科技

注重科技创新能力，对尚未盈利或存在累计未弥补亏损企业，若符合科创板定位、具有成长性，即可上市。

财务指标：多元包容（见附）。

附：科创板财务门槛

标准 序列	市 值	利 润	营 收	研发投入 现金流等
1	10亿	近两年净利为正 累计不低于 5000 万		
		近一年净利为正	近一年不低于 1 亿	
2	15亿		近一年不低于 2 亿	近三年累计研发投入 占营收比不低于15 %
3	20亿		近一年不低于3 亿	近三年现金流净额 累计不低于1 亿
4	30亿		近一年不低于3 亿	
5	40亿	主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件		

5.2 与科创板相适应的制度创新

- 1、与科创板相适应的投资者适当性制度
- 2、与科创板相适应的市场化发行承销机制
- 3、与科创板相适应的交易制度
- 4、更严格的持续监管制度
- 5、更严格的退市制度
- 6、允许特殊股权结构企业上市
- 7、允许红筹企业上市

1、与科创板相适应的投资者适当性制度

个人投资者：

- 1) 申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币50万元（不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券）；
- 2) 参与证券交易24个月以上。

机构投资者：

应当符合法律法规及本所业务规则的规定。

2、与科创板相适应的市场化发行承销机制

科创板市场新股发行价格、规模、节奏主要通过市场化方式决定，强化市场约束。对新股发行定价不设限制，建立以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售等机制，充分发挥机构投资者专业能力。

试行保荐人相关子公司“跟投”制度。支持科创板上市公司引入战略投资者，科技创新企业高管、员工可以参与战略配售，发挥好超额配售选择权制度作用，促进股价稳定。

加强对定价承销的事中事后监管，建立上市后交易价格监控机制，约束非理性定价。制定合理的科创板上市公司股份锁定期和减持制度安排。

3、与科创板相适应的交易制度

科创板采取独立交易模块和独立行情显示，交易日历、证券账户、申报成交等安排与上交所主板一致。

基于科创板上市公司特点和投资者适当性要求，建立更加市场化的交易机制，研究制定股票日涨跌幅等标准。适当提高每笔最低交易股票数量。

稳妥有序将科创板股票纳入融资融券标的，促进融资融券业务均衡发展。

在竞价交易基础上，条件成熟时引入做市商机制。

运行一段时间后，由上交所对交易制度进行综合评估，必要时加以完善。

4、更严格的持续监管制度

上交所依法发挥一线监管职能，强化监管问询，加大现场检查力度，提高上市公司信息披露质量。

适当延长核心技术团队股份锁定期，促进上市公司稳定经营。适当延长未盈利上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员的股份锁定期（见附）。

加强上市公司信息披露与二级市场监管联动，切实防范和打击内幕交易与操纵市场行为。

附：上市规则第2.4.3条

公司上市时未盈利的，在公司实现盈利前，控股股东、实际控制人自公司股票上市之日起**3**个完整会计年度内，不得减持首发前股份；自公司股票上市之日起第**4**个会计年度和第**5**个会计年度内，每年减持的首发前股份不得超过公司股份总数的**2%**，并应当符合《减持细则》关于减持股份的相关规定。

公司上市时未盈利的，在公司实现盈利前，董事、监事、高级管理人员及核心技术人员自公司股票上市之日起**3**个完整会计年度内，不得减持首发前股份；在前述期间内离职的，应当继续遵守本款规定。

公司实现盈利后，前两款规定的股东可以自当年年度报告披露后次日起减持首发前股份，但应当遵守本节其他规定

附：上市规则第2.4.5条：

上市公司核心技术人员减持本公司首发前股份的，应当遵守下列规定：

（一）自公司股票上市之日起**12**个月内和离职后**6**个月内不得转让本公司首发前股份；

（二）自所持首发前股份限售期满之日起**4**年内，每年转让的首发前股份不得超过上市时所持公司首发前股份总数的**25%**，减持比例可以累积使用；

（三）法律法规、本规则以及本所业务规则对核心技术人员股份转让的其他规定。

5、更严格的退市制度。

1) 严格交易类强制退市指标，对交易量、股价、股东人数等不符合条件的企业依法终止上市。

2) 优化财务类强制退市指标，科创板股票不适用证券法第五十六条第三项关于连续亏损终止上市的规定；对连续被出具否定或无法表示意见审计报告的上市公司实施终止上市。

3) 严格实施重大违法强制退市制度，对构成欺诈发行、重大信息披露违法或其他重大违法行为的上市公司，依法坚决终止上市。

4) 科创板股票不适用证券法第五十五条关于暂停上市的规定，应当退市的直接终止上市。

6、允许红筹企业上市

营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业，符合下列标准之一的，可申请发行股票或存托凭证并在科创板上市：

- 1) 预计市值不低于人民币 **100** 亿元；
- 2) 预计市值不低于人民币 **50** 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 **5** 亿元。

7、允许特殊股权结构企业上市

存在表决权差异安排的发行人，符合下列标准之一的，可申请股票或者存托凭证首次公开发行并在科创板上市：

- 1) 预计市值不低于人民币 100 亿元；
- 2) 预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元。

同时，为保护投资者权益，对设置表决权差异安排提出了一系列规范性要求：

1) 设置程序：发行人首次公开发行并上市前设置表决权差异安排的，应当经出席股东大会的股东所持三分之二以上的表决权通过。发行人在首次公开发行并上市前不具有表决权差异安排的，不得在首次公开发行并上市后以任何方式设置此类安排（见上市规则4.5.2） **接后续**

2) 持有特别表决权股份的股东的条件：1) 应当为对上市公司发展或者业务增长等作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体。
2) 持有特别表决权股份的股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份 **10%**以上（见上市规则**4.5.3**）。

3) 表决权数量限制：每份特别表决权股份的表决权数量应当相同，且不得超过每份普通股份的表决权数量的 **10** 倍（见上市规则**4.5.4**）。上市公司股票在本所上市后，除同比例配股、转增股本情形外，不得在境内外发行特别表决权股份，不得提高特别表决权比例。上市公司因股份回购等原因，可能导致特别表决权比例提高的，应当同时采取将相应数量特别表决权股份转换为普通股份等措施，保证特别表决权比例不高于原有水平（见上市规则**4.5.6**）

4) 普通表决权比例要求及权力：不低于 10%；单独或者合计持有公司 10%以上已发行有表决权股份的股东有权提议召开临时股东大会；单独或者合计持有公司 3%以上已发行有表决权股份的股东有权提出股东大会议案（见上市规则4.5.7）。

5) 特别表决权股份交易限制：不得在二级市场进行交易，但可以按照本所有关规定进行转让（见上市规则4.5.8）。

6) 强制转换为普通股份要求：出现下列情形之一的，特别表决权股份应当按照**1：1**的比例，转换为普通股份：

a) 持有特别表决权股份的股东不再符合本规则第**4.5.3**条规定的资格和最低持股要求，或丧失相应履职能力、离任、死亡；

b) 实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制；

c) 持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份，或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使；

d) 公司的控制权发生变更。

其中，发生第**d**项情形的，上市公司已发行的全部特别表决权股份均应当转换为普通股份（见上市规则**4.5.9**）。

7) 同股同权表决情形：

- a) 对公司章程作出修改；
- b) 改变特别表决权股份享有的表决权数量；
- c) 聘请或者解聘独立董事；
- d) 聘请或者解聘为定期报告出具审计意见的会计师事务所；
- c) 公司合并、分立、解散或者变更公司形式。

其中，股东大会对第**b**项作出决议，应当经过不低于出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过，但根据第 **4.5.6** 条、第 **4.5.9** 条的规定，将相应数量特别表决权股份转换为普通股份的除外（见上市规则**4.5.10**）。

此外，还对在定期报告中披露该等安排的实施情况、监事会在年度报告中就有关事项出具专项意见，作出了规定（见上市规则**4.5.11**、**4.5.12**）。

5.3 与注册制相适应的制度创新

将审批制中可由投资者自行判断的事项，转化为更加严格、同时也更加全面、深入、精确的信息披露制度要求，进而形成“以信息披露为中心”制度体系。

- 1、注册程序创新
- 2、强化事前事中事后全过程监管
- 3、更严格的信息披露制度
- 4、强化中介机构责任
- 5、更高效的再融资和并购重组制度

1、注册程序创新

1) 上交所审核环节

a) 收到申请后5个工作日内，作出是否受理决定。需补正申请文件的，以发行人最终提交补正文件的时间为准。此环节可以就“是否符合科创板定位”向科技创新咨询委咨询。

b) 受理20个工作日内通过保荐人向发行人提出首轮审核问询。发行上市审核机构收到发行人回复后，对有疑问的，可在10个工作日内继续提出问询；

c) 对不需进一步问询的，出审核报告提交上市委员会审议。

申请首发并上市的，自受理申请之日起3个月内，出具同意发行上市的审核意见或者作出终止发行上市审核的决定（发行人及其保荐人、证券服务机构回复问询的时间不计算在内，回复问询时间总计不超过3个月）。

2) 证监会注册环节：20个工作日内作出是否同意注册决定。

2、强化事前事中事后全过程监管

证监会对上交所审核工作进行监督，发现发行人在发行上市审核、注册和新股发行过程中，存在重大违法违规嫌疑的，可以要求上交所处理，也可以宣布发行注册暂缓生效，或者暂停新股发行，直至撤销发行注册。

3、更严格的信息披露制度

除“真实、准确、完整、及时、公平”等一般要求外，在信息披露审核中，还进一步要求：

1) 充分性：发行上市申请文件及信息披露内容是否包含对投资者作出投资决策有重大影响的信息，披露程度是否达到投资者作出投资决策所必需的水平。包括但不限于是否充分、全面披露发行人业务、技术、财务、公司治理、投资者保护等方面的信息以及本次发行的情况，是否充分揭示可能对发行人经营状况、财务状况产生重大不利影响的所有因素。

2) 一致性：发行上市申请文件及信息披露内容是否一致、合理和具有内在逻辑性，包括但不限于财务数据是否勾稽合理，是否符合发行人实际情况，非财务信息与财务信息是否相互印证，保荐人、证券服务机构核查依据是否充分，能否对财务数据的变动或者与同行业公司存在的差异作出合理解释。

3) 可理解性：发行上市申请文件披露的内容是否简明易懂，是否便于一般投资者阅读和理解。包括但不限于是否使用浅白语言，是否简明扼要、重点突出、逻辑清晰，是否结合企业自身特点进行有针对性的信息披露。

4、强化中介机构责任

保荐人作为主要中介机构，必须诚实守信、勤勉尽责，充分了解发行人经营情况和风险，并对发行人的申请文件和信息披露资料进行全面核查验证。建立保荐人资格与新股发行信息披露质量挂钩机制。适当延长保荐人持续督导期。

证券服务机构及其从业人员应当对本专业相关的业务事项履行特别注意义务，对其他业务事项履行普通注意义务。

对发行人、上市公司虚假记载、误导性陈述或重大遗漏负有责任的保荐人、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构，加大处罚力度。

5、更高效的再融资和并购重组制度

科创板上市公司非公开发行新股实行注册制，具体程序与公开发行相同。证监会完善再融资制度，提高科创板再融资便利性。

科创板上市公司并购重组统一由上交所审核，涉及发行股票的，实行注册制。证监会依法批准上交所制定的科创板上市公司并购重组审核标准及规则体系。达到一定规模的上市公司，可以依法分拆其业务独立、符合条件的子公司在科创板上市。

6. 北交所和新三板市场解读

6.1 为何需要新三板？

6.2 为何选择将“老三板”改为新三板？

6.3 新三板的主要特点

6.4 新三板建设**曾经的**“四步走”设想

6.5 2019年10月改革新思路与新举措

6.6 2021年9月将精选层平移出来成立北交所

6.1 为何还需新三板？

一方面，我国经济转型升级和发展战略性新兴产业需要大力发展创业创新型中小企业；

另一方面，现有资本市场体系无法支持创业早期中小企业：

沪深主板：大型蓝筹企业

中小板：中型稳定发展企业

创业板：已体现成长性创业企业

全国性场外市场(新三板)：早期创业企业

区域性场外市场(地方股交所)：其他中小企业

6.2 为何选择将“老三板”改造为新三板

2001年6月，中国证券业协会基于以下两个目的，在深交所推出“证券公司代办股份转让系统”即“三板市场”：

- 1) 为退市股票继续提供流动性。按2004年2月《关于做好股份有限公司终止上市后续工作的指导意见》退市股票强制进入。
- 2) 解决原STAQ、NET系统法人股流通问题。

2006年1月，国务院批准中关村园区非上市股份公司进入“三板市场”进行股份转让试点。此后，即被称为“新三板”。

2012年8月，国务院批复同意将“新三板”改造成为全国股份转让系统，并将试点扩大到天津滨海、上海张江、武汉东湖。次年3月，同意试点扩大到全国。

6.3 新三板的主要特点

- A、包容度高
- B、主办券商终生督导
- C、强化信息披露，以便投资者及时知悉经营情况
- D、向合格投资者发行：最早主要搞定向发行
- E、特有的交易制度
- F、便捷灵活高效的业务体系
- G、挂牌公司业务成本低

A、包容度高

a) 风险包容度高：实行“低准入门槛”。

1、依法设立且存续满2年

2、业务明确，具有持续经营能力

3、公司治理机制健全，合法规范经营

4、股权明晰，股票发行和转让行为合法合规

5、主办券商推荐并持续督导(北交所上市不再要求)

b) 兼包并蓄：不限所有制形式，不限高科技企业

c) 市场化的摘牌制度：亏损无需摘牌

B、强化主办券商的持续督导责任

借助主办券商，强化过程监管与行为监管：

明确主办券商尽职调查、持续督导、落实投资者适当性管理制度、异常交易处理等义务；

督促主办券商勤勉执业、归位尽责。

C、强化信息披露，以便投资者及时知悉经营情况

a) 不设财务指标，对企业经营及财务情况不做实质性判断；

b) 要求充分的信息披露，以供投资者做出价值判断和投资判断；

c) 除重大违规外，对过往问题只要进行规范并充分披露即可。

D、向合格投资者发行：最早主要搞定向发行

a) 主要面向机构投资者：

最早要求：实缴500万元以上的机构

b) 自然人仅限于合格投资者：

最早要求：金融资产不低于500万元

E、多样化的交易制度

- a) 协议转让
- b) 做市商
- c) 非持续竞价交易

（直到设精选层以后才能持续竞价交易）

F、便捷灵活高效的业务体系

a) 挂牌手续便捷：实行小额发行豁免，即公司向特定对象发行股票后股东累计<200人，或在12个月内发行股票累计融资<净资产20%的，豁免向证监会核准。

b) 机制灵活：实行储架发行(一次核准，分期发行)，即自核准之日起3个月内的首期发行只需不少于50%，剩余股份可在12个月内分多期发行。

c) 放宽股票限售规定：取消对定向发行新增股票的限售要求，仅对控股股东及实际控制人实行“两年三批”转让限制；豁免做市商挂牌前受让的控股股东及实际控制人股票的限售要求。

d) 产品种类多：普通股、优先股、权证。

G、挂牌公司业务成本低

- a) 挂牌费用低：** 上市在3000万左右
挂牌100-200万，且基本由政府补贴
- b) 披露成本低：** 不要求披露季报
且可采取电子化信息披露方式，
- c) 审计成本低：** 无需披露季报（基础层仍如此）
半年报也不审计
- d) 合规成本低：** 不需聘独立董事
不需设专职董秘（基础层仍如此）

6.4 新三板建设曾经的“四步走”设想

1) 2016年5月：完善内部分层制度，以差异化体现企业素质、便于投资者进行风险收益判断，并实行差异化交易制度；

2) 2016年9月：部署股权和创投机构参与做市，加快培育做市商，提高交易活跃度；

3) 大力培育机构投资者，壮大投资者队伍；

4) 厘清主板、创业板（科创板）、新三板定位，在此基础上，适时推出转板制度。

6.5 2019年10月改革新思路、新举措

2019年10月25日，《证监会启动全面深化新三板改革》

明确新三板改革总体思路：坚持服务中小企业发展的初心，坚持市场化、法治化方向，**实现与交易所的错位发展；**

坚持多层次资本市场有机联系，打通中小企业成长壮大的市场通道，完善基础制度安排，促进融资、交易、定价等市场功能有效发挥；

坚持建立健全适合中小企业特点的制度安排，为挂牌企业提供差异化精准服务，提高信息披露质量，严厉查处违法违规行为，防范市场风险，促进中小企业规范发展。

同时提出以下改革举措：

1) 优化发行融资制度，按照挂牌公司不同发展阶段需求，构建多元化发行机制，改进现有定向发行制度，**允许符合条件的创新层企业向不特定合格投资者公开发行股票**；持续推进简政放权，充分发挥新三板自律审查职能，提高融资效率、降低企业成本，支持不同类型挂牌企业融资发展。

2) **完善市场分层，设立精选层**，配套形成交易、投资者适当性、信息披露、监督管理等差异化制度体系，**引入公募基金等长期资金**，增强新三板服务功能。

3) **建立转板上市机制**，在精选层挂牌一定期限，且符合交易所上市条件和相关规定企业，可以直接转板上市，充分发挥新三板市场承上启下的作用，实现多层次资本市场互联互通。

4) 加强监督管理，实施分类监管，研究提高违法成本，切实提升挂牌公司质量。

5) 健全市场退出机制，完善摘牌制度，推动市场出清，促进形成良性的市场进退生态，切实保护投资者合法权益。

6.6 2021年9月将精选层平移出来成立北交所

6.6.1 过程

6.6.2 成立北交所的意义

6.6.3 北交所与创业板、科创板错位的上市标准

6.6.4 新三板基础层、创新层进入标准

6.6.5 北交所会是NASDAQ吗？

6.6.1 过程

2021.9.2，习总在中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会视频致辞：“将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地”。

2021.9.3，证监会就《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》等规章，公开征求意见。

2021.9.5，北交所就上市规则、交易规则和会员管理规则，公开征求意见。

6.6.2 成立北交所的意义

- ① 新三板精选层已按“交易所”（即场内市场）的交易规则进行交易，而非按“交易场所”（即场外市场）的交易规则进行交易，平移成北交所名符其实。2013年12月，国务院发布《全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，批准股转系统成立时，仅明确其是“全国性证券交易场所”。
- ② 实行有别于股转系统的差异化监管：公司治理标准更优化；信息披露要求更具体；停复牌管理更严格；加大处罚力度。
- ③ 有利于适当降低投资者门槛。
精选层：从100万，降至50万
创新层：从150万，降至100万

6.6.3 北交所与创业板、科创板错位的上市标准

- ① 市值不低于2亿元，最近两年净利润均不低于1500万元且加权平均净资产收益率平均不低于8%，或者最近一年净利润不低于2500万元且加权平均净资产收益率不低于8%；
- ② 市值不低于4亿元，最近两年营业收入平均不低于1亿元，且最近一年营业收入增长率不低于30%，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正；
- ③ 市值不低于8亿元，最近一年营业收入不低于2亿元，最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于8%；
- ④ 市值不低于15亿元，最近两年研发投入合计不低于5000万元。

附加条件见后页

附加条件：

- 1) 最近一年期末净资产不低于5000万元；
- 2) 公开发行的股份不少于100万股，发行对象不少于100人；
- 3) 公开发行后，股本总额不少于3000万元；
- 4) 公开发行后，股东人数不少于200人，公众股东持股不低于股本总额25%；股本总额超过4亿元的，公众股东持股不低于股本总额10%。
- 5) 证监会和股转公司规定的其他条件。

附：北交所与创业板、科创板上市标准比较

板 块	最近一年 营业收入	预计市值	研发投入 占营收比
创业板(情形3)	不低于3亿元	不低于50亿元	
科创板(情形2)	不低于2亿元	不低于15亿元	近三年累计 不低于15%
北交所(情形3)	不低于2亿元	不低于8亿元	最近两年合 计不低于8%

6.6.4 新三板基础层、创新层进入标准所

1. 进基础层条件：1) 依法设立且存续满2年；2) 业务明确，具有持续经营能力；治理机制完善，合法规范经营；股票发行和转让行为合法合规；3) 主办券商推荐并持续督导。

2. 基础层进创新层条件：

前提条件：1) 挂牌以来已成功定向发行股票(含优先股)且发行金额累计不少于1000万元；2) 符合基础层投资者条件的合格投资者不少于50人。

3选1标准：1) 最近2年净利润均不低于1000万元，最近2年加权平均净资产收益率平均不低于8%，股本总额不少于2000万元；2) 最近2年营业收入平均不低于6000万元，且持续增长，年均复合增长率不低于50%，股本总额不少于2000万元；3) 最近有成交的60个做市或者集合竞价交易日的平均市值不低于6亿元，股本总额不少于5000万元；采取做市交易方式的，做市商家数不少于6家。

3. 基础层进创新层条件：

除满足基础层基本条件，还需符合以下条件：

- 1) 符合基础层进入创新层3套标准中的1或者2；或在挂牌时即采取做市交易方式，完成挂牌同时定向发行股票市值不低于6亿元，股本总额不少于5000万元，做市商家数不少于6家，且做市商做市库存股均通过本次定向发行取得；
- 2) 完成挂牌同时定向发行股票，且融资额不低于1000万元；
- 3) 完成挂牌同时定向发行股票后，符合基础层投资者条件的合格投资者不少于50人；
- 4) 最近一年期末净资产不为负值。

6. 6. 5 北交所会是NASDAQ吗？

上交所	深交所	北交所	新三板
主板	主板		
科创板	创业板	专精特新 创业板	
			创新层
			基础层

7. 区域股权市场建设的新考虑

- 1) 探索运用区块链技术，提高挂牌公司交易信息的可追溯性
- 2) 允许股权和创业投资基金份额挂牌交易

8. 我国多层次资本市场健康运行需解决的问题

- 1、在运行模式选择受现实影响而采取折衷模式的情况下，如何通过强化监管，避免局部利益驱动下的“恶性竞争”。
- 2、在全面推行注册制情况下，如何坚持三项基本原则。