

多层次资本市场上市公司转板 机制研究

刘 桑*

摘要:多层次资本市场体系建设中,有升有降的上市公司转板机制,有利于充分发挥多层次市场对企业的市场化筛选机制,提高整个社会的资源配置效率。当前,我国上市公司转板实践仅限于代办股份转让系统为主板上市公司提供退市渠道的降级转板机制,尚未建立由低层次市场向高层次市场的升级转板机制。完善我国多层次市场体系的建设,亟须构建连接我国多层次市场之间的转板机制,包括建设场外交易市场与场内市场、创业板和中小企业板与主板市场之间的转板机制,并将转板机制的制度设计予以具体化。

关键词:多层次资本市场 上市公司 转板机制

随着我国多层次资本市场(以下简称多层次市场)的日益发展,作为建设多层次市场的核心内容之一,如何建设多层次市场不同市场和层次之间上市公司的转板机制(以下简称转板机制),引起了

* 上海证券交易所办公室员工,法学博士。

决策者和学者的密切关注。^① 本文在分析多层次市场建立转板机制必要性的基础上,参考美国等成熟证券市场上市公司转板机制的发展经验,分析我国转板机制运行现状及存在的问题,提出完善我国多层次市场不同市场和层次间上市公司转板机制的制度设计。

一、建设多层次市场转板机制的必要性

(一) 转板机制是多层次市场建设的内在要求

从国际资本市场发展史来看,为适应企业发展的不同阶段和投资者不同的风险偏好,资本市场不应、也不可能只具有单一的结构和层次,而必须细分为不同层次的市场,以最大程度地实现资本市场的供求均衡。^② 根据实现形式的不同,多层次市场可分为以下两类:一是基于单一市场的多层次市场,通过单一市场内部设立不同的市场板块,并规定不同的上市标准从而实现市场的分层。如英国伦敦证券交易所(London Stock Exchange, LES),通过其下设的 Main Market 和 AIM 两个市场,并规定不同的上市标准从而形成了多层次市场;二是基于多个市场的多层次市场,如美国多层次市场主要由全国性证券交易所(national securities exchanges)和柜台交易市场两大类组成,前者主要包括拥有全球最具影响力主板市场的纽约证券交易所(New York Stock Exchange, NYSE)、NASDAQ 市场(National Association of Securities Dealers Automated Quotation System)等 15 家全国性证券交易所,后者

^① 参见曾英姿:“我国多层次资本市场特点与‘转板机制’设计”,载《广东社会科学》2010年第4期;张明喜:“关于建立资本市场转板制度的若干思考”,载《上海金融》2010年第1期;穆曼怡:“多层次资本市场中的创业板问题研究”,中国人民大学2008年硕士学位论文,载中国期刊网, <http://www.cnki.net>。

^② 有学者从金融发展理论、企业金融成长周期理论和信息经济学中信号传递模型研究了多层次资本市场建设及其与不同成长阶段企业之间的匹配关系问题,并解释了为什么资本市场要分层以及用何种机制将多层次的资本市场联系成有机的整体。参见陈露:“中国资本市场的层次构建与转板制度”,载《上海金融》2008年第9期。

则包括粉单市场(Pink Sheets)、OTCBB市场(The OTC Bulletin Board)等。^③一般而言,多层次市场中不同层次市场之间上市条件应具有明显的递进性,以体现内在逻辑的层次性和统一性。以美国为例,作为全球资本市场最为发达、资本市场体系最为健全和完善的国家,其多层次市场之间定位明确:如公司申请在NYSE等位居资本市场“金字塔”顶端的全国性证券交易所上市,则必须符合股权分散、财务状况、公司治理等方面的特定要求,其上市标准最高,上市公司的规模、业绩稳定,投资风险较低,适合各类投资者投资。如NYSE分别为“非美国公司”(worldwide)和“国内公司”(domestic)规定了两套上市标准,NASDAQ也为其“NASDAQ全球精选市场”、“NASDAQ全球市场”和“NASDAQ资本市场”(原小型资本市场)分别规定了较为灵活的上市标准,以吸引不同层次的企业上市。与上述全国性证券交易所的要求不同,公司申请在Pink Sheets市场交易则没有任何上市标准的要求,而在OTCBB市场挂牌则仅仅取决于是否有一位以上的做市商推荐。一定意义上,公司对于在不同层次市场上市或者挂牌的选择,也向市场和投资者提供了关于公司质量的非常明确的信号。

转板机制,是多层次市场体系建设中不可或缺、至关重要的环节,也是多层次市场建设的应有之义。易言之,通过转板机制,企业在低层次市场中发展壮大,在满足相关条件的情况下可以申请转入高层次的市场或直接申请转入更高层次的市场上市;^④同样,如果企业不再符合所在市场的上市标准,则必须降至次(低)层次市场上市或直接摘牌退市。不同层次市场之间有升有降的转板机制,既是不同层次市场对接的枢纽,也是企业利用多层次市场谋求发展的阶梯,更是实现资本市场

^③ 关于美国的多层次市场,参见SEC网站,<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrotc.shtml>及<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrexchanges.shtml>,2011年10月11日访问。

^④ 为表述方便,本文在广义上使用“上市”概念,将公司股票在证券交易所和在场外交易市场交易均称为“上市”,并将该公司皆称为“上市公司”。学理上,往往将发行之股票在证券交易所市场挂牌买卖称为“上市”,而将发行之股票在场外交易市场交易称为“上柜”,并对此予以严格区分。但是,目前实务中一般都在广义上使用“上市”概念,使之同时包括在证券交易所的上市和在场外交易市场的“上柜”。参见屠光绍主编:《上市制度:比较与演变》,上海人民出版社2000年版,第11页。

之间的合理互联并形成统一的市场体系、提高资本市场运行效率的重要前提。

(二) 转板机制对于上市公司的意义

对于上市公司而言,转板机制的意义主要在于能为在低层次市场上市的公司提供升入高一层次市场的机会。当公司发展 to 一定阶段,通过转板升入高一层次市场,对于公司提高股票流通量、吸引机构投资者投资、增强公司筹资能力、引入战略合作伙伴、提升公司形象和知名度及优化公司股权结构等都有很大的帮助。其原因主要在于:一是高层次市场上市标准相对严格,相对低层次市场来说其投资风险较低,有利于公司吸引投资者。尤其是主板市场上市股票的知名度和透明度,有利于吸引分析师和投资者的注意力,进而有利于吸引机构投资者投资;二是高层次市场的流动性一般情况下都好于低层次市场(市场流动性过低会导致公司丧失融资功能),从而吸引已经在低层次市场上市的公司申请转板。^⑤

(三) 转板机制对于资本市场的意义

对于整体资本市场而言,有效的转板机制,可以促进形成相互补充、相互促进、协调发展的多层次市场体系,有利于充分发挥多层次市场对企业的市场化筛选机制,促进上市公司不断提升质量,筛选、培育和扶植优质公司,淘汰落后公司,从而提高整个社会的资源配置效率,亦保证了资本市场的长期活力。以美国 OTCBB 市场为例,一方面,其接纳了大批从 NASDAQ 市场摘牌的公司,为“化解市场风险”提供了交易平台;另一方面,自 OTCBB 市场成长的公司又为 NASDAQ 市场提供了丰富的潜在上市资源。但是,对于不同层次市场,转板机制的影响则存在有较大差异。

对于高层次市场,转板机制具有两方面的正面影响:一方面,可以吸引更多的优质公司上市,扩大上市公司基础;另一方面,可以淘汰不符合该层次市场持续上市要求的落后公司,以保护其市场信誉,维护市

^⑤ 参见陈全伟:“台湾证券市场转板机制动因及影响”,载《证券市场导报》2004年第7期;曾俊鸣等:“上柜转上市之股价行为表现”,第18~19页,参见台湾辅仁大学网站,<http://www.mba.fju.edu.tw/ba/files/bafiles/report/37report/sf/SF9203.pdf>,2011年10月11日访问。

市场竞争机制,提高投资者投资效率。如 NASDAQ 市场严格的退市和转板制度,在激发中小型公司不断成长的同时保持了整个市场体系的活力与质量,有效地实现了“优胜劣汰”的目标,这也被视为 NASDAQ 市场长盛不衰、日益壮大的根本原因。

对于低层次市场,转板机制则具有正反两方面的影响:正面影响,主要体现在转板机制增强了低层次市场对拟上市公司的吸引力,许多中小公司在达不到高层次市场上市标准时,可以先选择在低层次市场挂牌交易,以得到筹资和成长为公众公司的便利,待逐渐成长之后,再选择是否至高一层次市场或者主板上市,并借此免去二次上市的繁琐和高成本制约;从反面影响来看,申请转移到高一层次或者主板市场的公司,一般都是成长性较强、规模较大、业绩较为稳定的优秀企业,在转板前这些公司往往是该层次市场交易最为活跃的公司,其转板后,对低层次市场的交易活跃程度和总体规模发展可能有一定的制约(如澳洲二板市场及香港创业板市场,详见后文论述)。⑥

二、主要国家和地区多层次市场转板机制的实践

目前,主要国家和地区资本市场都建立有不同上市标准的多层次市场,并据此建立了相应的转板机制。一般而言,根据多层次市场实现形式的不同,转板机制既包括在同一交易所(市场)内不同层次市场间的转板,也包括在不同交易所(市场)间的转板。

(一)美国多层次市场转板机制

目前,美国 OTCBB 市场、NASDAQ 市场及 Pink Sheets 市场之间存在挂牌公司升降级转板机制:

一是自上而下的降级转板机制。如 NASDAQ 市场规定, NASDAQ 资本市场(原来的“纳斯达克小额资本市场”)公司股票连续 30 日交易价格低于 1 美元,警告后 3 个月未能使该公司股价升至 1 美元以上,则

⑥ 参见陈全伟:“台湾证券市场转板机制动因及影响”,载《证券市场导报》2004 年第 7 期。

将其摘牌退至 OTCBB 市场报价交易;而 OTCBB 市场挂牌公司,如未按照规定定期向 SEC 递交财务数据或所有为其做市的做市商都放弃为其做市,将会受到摘牌处理并退至 Pink Sheets 市场进行报价交易——需要说明的是,OTCBB 市场和 Pink Sheets 市场之间并不存在程序化的升降级转板机制,只是 Pink Sheets 市场的标准低于 OTCBB 市场标准,两个市场间的公司可以自由流动。如安然(Enron)和世通(WORLD.COM)等因财务造假而被市场淘汰的前著名公司目前即为 Pink Sheets 市场的成员。

二是自下而上的升级转板机制。在 Pink Sheets 市场表现优异的公司,可通过双重报价或者直接升入 OTCBB 市场进行交易;OTCBB 市场则通常被认为是 NASDAQ 市场的预备市场,在 OTCBB 市场挂牌的公司通过一段时间积累扩张,达到 NASDAQ 市场的挂牌要求后即可升级到 NASDAQ 市场:只要净资产达到 400 万美元、年税后利润超过 75 万美元或市值达到 5000 万美元并且股东达到 300 人以上,每股股价到 4 美元,便可升入 NASDAQ 资本市场;如果净资产达到 1000 万美元以上还可以直接升入 NASDAQ 全球市场;NASDAQ 市场内部各层次挂牌公司亦可自由转板或者申请转板至 NYSE。据统计,仅在 2002 年通过 OTCBB 借壳上市,再申请转入 NASDAQ、AMEX、NYSE 挂牌交易的公司是同期直接在此三个市场申请 IPO 上市的公司两倍;而 1971 ~ 2001 年间,NASDAQ 市场共有 1007 家上市公司转板至 NYSE,此数字几乎相当于 NYSE 目前上市公司总数的 1/2。

(二) 欧盟主要国家多层次市场转板机制

英国、法国和德国等欧盟主要国家的多层次市场均是基于单一市场的多层次市场。除前述英国 LSE 之外,法国和德国多层次市场包括:法国 Euronext 巴黎证券交易所下设 Eurolist 和 Alternext 两个市场;德国法兰克福证券交易所(Frankfurt Stock Exchange,FWB)下设定位于大规模企业的官方市场(Amtlicher Markt)、为中等规模的企业简便上市程序和降低股票市值要求和股权分散标准之门槛而建立的管理市场(Geregelter Markt)和定位于中小规模企业的初级市场(Entry Standard)和准入市场(First Quotation)等。

根据欧盟 2003 年 11 月 4 日发布并于 2005 年 7 月 1 日起实施的

《证券公开发售或交易公开招股说明书及修改的指令(2001/34号指令)》(the Revised Prospectus Directive, PD)(业已转化为欧盟成员国的国内法),欧盟成员国内的发行人依据同一信息披露文件(招股说明书)即可申请进入各成员国的公开发行人市场和在“监管市场”(regulated market)挂牌交易,而发行人申请在“监管市场”内上市的上市说明书(招股说明书)需要经过欧盟认可的监管当局(EEA competent authority)批准,而对仅在各成员国交易所监管市场(exchange-regulated market)上市事宜则仍由相关的市场组织者(交易所)自律负责,但是,如在交易所监管市场上市之同时申请公开发行,则仍需就公开发行的招股说明书获得欧盟认可的监管当局的许可。上述国家中,符合欧盟指令要求的欧盟监管市场包括英国 LSE 的主板(Main Market)和科技板(“techMARK”),法国 Euronext 的 Eurolist 市场,德国 FWB 的官方市场和管理市场等,交易所监管市场则主要包括英国 LSE 的 AIM 市场(被认为是目前最为成功的创业板市场)、法国 Euronext 的 Alternext 市场、德国 FWB 的初级市场(Entry Standard)和准入市场(First Quotation)。以英国为例,所有申请在 LSE 主板及科技板上市或者在 AIM 市场公开发行的企业,都必须呈交招股说明书,并由英国金融服务管理局(FSA)的 UKLA 批准,但如仅申请在 AIM 市场交易则仅须取得 LSE 之同意即可。

根据欧盟 PD,从交易所监管市场转板进入欧盟监管市场,必须符合 PD 对市场的监管标准和监管规则。以从英国 LSE 的 AIM 市场转板进入 LSE 主板市场等欧盟监管市场为例,其转板机制相当宽松、灵活,一般只要 AIM 市场上市公司有两年稳定的经营业绩,就可以申请转入 LSE 的主板市场,但是仍必须提供经欧盟认可的监管当局批准的遵从欧盟有关准则要求的招股说明书。^⑦

(三)日本多层次市场转板机制

目前,日本多层次市场主要由东京证券交易所(Tokyo Stock

^⑦ 参见伦敦证券交易所网站, <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/brochures/admission-and-disclosure-standards.pdf>, 2010年9月11日访问。

Exchange, TSE)以及由日本证券业协会组织和监管的主要供风险性企业筹资的 OTC 市场组成。

TSE 有第一部、第二部及 Mothers 市场。第二部系供一般公司挂牌,亦是企业进入第一部的过渡,其上市股份数、股权分布、股东权益、税前净利润和信息披露与市场监管等都比第一部的要求低。公司可以先于第二部挂牌,待相关条件符合再转至第一部挂牌,亦可直接于第一部挂牌。此外,Mothers 市场系提供高成长或新兴产业公司挂牌。从转板机制看,TSE 的 Mothers 市场和 OTC 市场中小企业在成长到一定规模并达到 TSE 的上市条件之后,亦可申请至 TSE 第二部市场和第一部市场上市。

(四)加拿大多层次市场转板机制

多伦多证券交易所集团公司(TSX Group,TSX)下设两个加拿大国家级股票市场:一是服务于高级资本市场的 TSX 主板市场(Toronto Stock Exchange,TSX 主板);二是服务于公开风险资本市场的创业板市场(TSX Venture Exchange,TSX - V)。作为 TSX 旗下的初阶市场,TSX - V 还根据不同行业 and 不同上市要求划分为两级市场,并单独设立了 NEX 板块,为低于 TSX - V 持续上市条件的公司,如从事较低层次商业活动或者商业活动完全停滞的公司提供交易途径。

在由 TSX 主板、TSX - V 和 NEX 市场之间形成的多层次市场之间,亦建立了相应的升降级转板机制。一方面,TSX - V 提供了公司通向 TSX 主板市场的低成本跳板,TSX 欢迎符合其主板市场上市标准的 TSX - V 公司申请升级,并提供了便捷有效的升级机制和优惠措施,如合格的申请人可以免交10,000加元的主板上市申请费(Cost savings)、降低申请人的文件报送要求(TSX 主板市场可自行查阅 TSX - V 市场备案的某些信息)以及可能免除某些合格的申请人的保荐要求(Waiver of sponsorship)等。2007年,有72家上市公司从 TSX - V 升级至 TSX 主板市场;另一方面,如果公司不再符合该层次市场上市要求或者出现严重财务问题,则其即有可能被 TSX 予以退市处理。值得注意的是,由于 NEX 板块的存在且其实际并无上市条件要求,客观上 TSX 上市公司只要信息披露完整,并无最终退市摘牌之说。

(五) 澳大利亚多层次市场转板机制

20世纪80年代,澳大利亚成立二板市场,规定创业板上市公司股本总额一旦超过2000万澳元就必须申请转移到主板市场上市。当时,澳大利亚二板市场被认为是主板市场的补充,处于主板市场的从属地位,在其运行期间,共有473家公司上市,其中232家陆续转移到了主板市场,占其上市公司总数的49%,而继续留下来的则是规模小、经营不稳定的公司。由于公司质量差导致澳大利亚二板市场失去了吸引力和竞争力,其在1992年被迫关闭。^⑧

之后,澳大利亚的多层次市场是通过该国仅有的澳洲证券交易所有限公司(Australian Stock Exchange Limited, ASX)和纽卡索证券交易所(Newcastle Stock Exchange, NSX)两家证券交易所实行不同的上市准入标准来实现。

(六) 新加坡多层次市场转板机制

新加坡交易所(Singapore Exchange Limited, SGX)为新加坡单一的证券市场,共有主板(SGX Mainboard)和2007年12月17日设立的专为快速成长的公司提供筹资平台的凯利板(SGX Catalist,其前身为SGX SESDAQ)两个市场。SGX对凯利板公司上市没有特定的量化要求,而是由保荐人判定一个公司是否适合上市,且在挂牌期间公司必须拥有一个保荐人的保荐。

根据凯利板上市规则,凯利板上市公司可以与SGX主板上市之间相互转换:凯利板上市公司如果符合在主板挂牌的条件且在SGX SESDAQ上市至少两年,而且希望转板至SGX主板的公司,且经过股东特别决议同意转板的,可向SGX提出书面申请转板至SGX主板上市;反之,SGX主板公司亦可申请转板至凯利板上市。^⑨

(七) 我国香港地区多层次市场转板机制

我国香港联交所下设主板和创业板两个市场。按联交所的相关规

^⑧ 参见王晓津、余坚:“海外创业板市场发展状况及趋势研究”,载深圳证券交易所研究报告,参见深圳证券交易所网站,<http://www.szse.cn>。

^⑨ 参见新加坡交易所《SGX上市手册 章节B:凯利板上市规则》,载新加坡交易所网站,<http://www.sgxcatalist.com/chinese/listing/documents/ChineseCATALISTListingManual.pdf>, 2010年9月11日最后访问。

定,创业板可以升级转板至主板市场,而主板市场则不会降级至创业板市场。

根据联交所《上市规则》,有关创业板转往主板的的规定如下:(1)转板申请人需要符合所有适用的主板上市要求(值得注意的是,联交所于2004年修订《上市规则》,降低了主板的上市条件,为大型公司的转板提供了便利);(2)在呈交正式的转主板申请时须至少在创业板上市1年并已刊发上市后首份全年经审核财务报表;(3)除非发行人的组织章程文件或转板申请人的注册地的适用法律有规定之外,转板并无须经过股东批准;^⑩(4)需不具备构成可妨碍申请转板的“严重违规”事项。联交所通常考虑的因素包括违规的性质(包括对市场秩序及声誉的影响,及对投资者造成的任何损害或引致损害的风险)、违规时间长短及频密程度、有关违规有否暴露上市公司的运作程序中存在任何严重或系统性的缺点、有关违规偏离现行市场做法的程度有多大及列证有关违规乃属蓄意或罔顾后果的行为;(5)只要符合《上市规则》的相关规定,联交所一般不拟禁止在转板当时或接近转板当时进行集资活动。同时,联交所对转板申请人的主板首次上市费将减免50%,转板时公司还可以公告取代以往的招股章程,并且不需要重新聘请保荐人或财务顾问。

由于香港联交所创业板市场2003年后交投清淡,后续融资困难,市场吸引力严重下降,符合主板上市条件的优质公司纷纷转至主板上市,导致创业板上市公司整体素质下降,创业板市场发展受到较大影响。

(八)我国台湾地区多层次市场转板机制

目前,我国台湾地区共有台湾证券交易所股份有限公司(TSEC)和“柜台买卖中心”(GTSM)两个股票市场,后者则设有一般类股(General Board)和兴柜股票(Emerging Stock)两个子市场。自1992年

^⑩ 联交所称如是规定的理由是“我们固然注意到此将要花费额外时间及成本。此外,两个板块的持续上市责任要求已在逐渐趋于一致,我们可说看不到转板上市如何会引起股东对其受保障水平的关注,以致非强制规定要经股东批准不可。我们不会规定要经股东批准”。参见香港联交所:“有关创业板的咨询总结”,载联交所网站,http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/documents/gem_c.PDF,2010年9月11日最后访问。

GTSM 上柜公司的南帝化工转到 TSEC 上市起,每年陆续有 GTSM 上柜公司转申请到 TSEC 上市,但直到 1998 年之后,才开始形成一定的规模。特别是 2000 年以来,TSEC 出台和修订了上柜公司转上市的审查准则和作业程序,大大促进和便利了上柜公司实现转至 TSEC 上市的目标。

2007 年以前,由 GTSM 上柜公司转板至 TSEC 上市的,除应满足 TSEC 有价证券上市审查准则条件外,还需要满足《台湾证券交易所股份有限公司上柜公司有价证券转申请上市审查准则》(已经于 2005 年 1 月 1 日废止)所列的额外条件,如在柜台市场交易 1 年以上,没有发生更改交易形式和停牌事件等。从工作程序上看,由 GTSM 上柜公司转上市主要采取批处理的形式,即上柜公司若申请批次转上市,须在每年 6 月底前申请,而后由 TSEC 整批书面审查之后,报请董事会通过,集体在 8 月底 9 月初到 TSEC 上市。上柜公司若不愿意批次转上市,也可以在 6 月底之前申请个别上柜转上市,但是不论是个别申请或批次转上市,申请转上市的期限都订在 6 月底之前,亦即下半年即不受理个别上柜公司转上市。

2007 年 10 月 19 日,TSEC 董事会通过上市审查准则及审查作业程序相关法规修正草案,简化上柜转上市法规并降低转上市成本,主要表现在:一是放宽股权分散方式,允许上柜公司在申请上市时股权未达分散标准的,可以委托证券承销商办理现金增资公开销售事宜以符合股权分散标准;二是因证交所基于维护市场交易秩序、保护投资人权益等必要的考量因素可以要求申请公司的董事、监察人、大股东等应承诺提交股票集中保管外,豁免上柜公司上市后的股票集保义务;三是简化审查书件程序,除对于财务、业务存有异常情况之外,原则上均采书面审查,并免于提交有价证券上市审议委员会审议,再提报证交所董事会及主管机关通过,即得上市买卖。

(九) 总结

具体而言,分析上述各国和地区多层次市场转板机制的具体制度设计,笔者归纳为如下两大特点:

第一,转板机制运行的前提是,公司自低层次市场申请向高层次市场升级转板,必须符合高层次市场的上市准入条件。正如香港联交所

一再重申的,申请人申请自创业板转板至主板市场,“一项先决条件是,申请人须符合主板的数量化上市要求”。对此,联交所称,“一方面,对所有主板公司(不论是直接上市或转板)规定相同的上市要求方为公平合理;另一方面,联交所的政策从来没有打算架设人为障碍,令拟使用第二板作为短期踏脚石以期最终跃升主板的发行人,较选择直接在主板上市者更见困难”。^①

第二,尽管多层次市场之间存在双向的升降级转板机制,但是,升降级转板机制的存在并非意味着各层次市场间存在程序化或自动的升降级转板机制,只是各层次市场之间在上市条件、信息披露准则及监管制度等方面形成了一个相互递补的层次性关系。总体上,从转板机制的运行来看,向高层次市场的升级转板一般取决于低层次市场上市公司的自愿选择,而向低层次市场的降级转板则带有一定的强制性。

三、目前我国多层次市场转板机制的现状存在的问题

(一) 我国多层次市场的现状

自2003年中共中央《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出要“建立多层次的证券市场体系”以来,建设多层次市场成为资本市场建设的重要任务。2004年1月,《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中,亦明确要求“建立多层次股票市场体系”。2005年修订后的《证券法》第39条规定,“依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让”,为我国多层次市场的建设预留了法律空间。2007年1月22日,证监会主席尚福林在全国证券、期货监管工作会议上,提出“重点发展交易所主板市场,继续推进中小企业板块建设,积极推进创业板市场建设,进一步发展代办股份转让系统,构架统一监管的全国性场外交易市场,探索适应多层次市场建

^① 参见香港联交所:“有关创业板的咨询总结”,载联交所网站,http://www.hkex.com.hk/chi/newsconsul/mktconsul/documents/gem_c.PDF,2010年9月11日最后访问。

设需要的交易制度创新,建立全国统一的非上市公司监管体制和持续监管制度”。2010年,“十二五”规划亦明确提出,“十二五”期间要加快多层次市场建设。经过近年来的持续努力,特别是2009年10月深圳证券交易所创业板市场的启动运行,我国由主板、中小板、创业板、发展中的场外交易市场共同构成的多层次市场体系已经初现雏形,具体如下:

1. 沪深证券交易所主板市场

主板市场(Main - Board Market)是一国资本市场中最重要的组成部分,主要为规模较大、发展较为成熟的企业提供服务,是投资者最主要的投资场所,在很大程度上能够反映一国经济发展状况,有“晴雨表”之称。作为我国资本市场最重要的组成部分,沪深主板市场运营20年来,在促进社会资源配置和整体经济的发展方面起到了巨大作用。主板市场上市公司多为大型成熟企业,具有较大的资本规模以及稳定的盈利能力。截至2011年9月底,深交所主板市场有484家公司上市,自2000年以后停止新发股份;上交所主板市场有925家公司上市,目前仅接受大中型蓝筹企业上市(发行规模至少应在5000万股以上)。

2. 深圳证券交易所中小板市场

2004年5月启动运行,主要服务于即将或已进入成熟期、盈利能力强,但规模较主板小的中小企业,其仍在主板市场现有法律法规和市场规则的制度框架内运行,与沪深主板市场的主要区别在于其仅接受中小企业上市(一般以首次公开发行的股本数额确定,原则上发行规模在5000万股以下)。截至2011年9月底,深交所中小板市场有619家公司上市。

3. 深圳证券交易所创业板市场

2009年10月启动运行,与主板和中小板市场只接纳成熟的、已形成足够规模的企业上市不同,创业板以具备一定的规模和盈利能力的自主创新企业及其他成长型创业企业为服务对象,具有上市门槛低、信息披露监管严格等特点,其成长性和市场风险均要高于主板和中小板市场。截至2011年9月底,深交所中小板市场有269家公司上市。

4. 场外交易市场

作为多层次市场的“塔基”,场外交易市场(Over The Counter

Markets, OTC)系指在证券交易所之外的交易市场。^⑫目前,我国场外市场主要表现为如下两个层次:一是由中国证券业协会自律管理的代办股份转让系统,其主要接受原STAQ和NET系统挂牌公司、沪深证券交易所主板市场退市公司(目前深圳证券交易所中小板尚无退市公司)和中关村科技园区高科技公司挂牌。截至2011年9月,代办股份转让系统共有挂牌公司113家,其中中关村园区股份报价公司62家,原两网系统遗留问题公司8家,退市公司43家。总体上,代办股份转让系统规模偏小,接受的公司范围较为有限,尚不具备融资功能,挂牌公司总体质量不高,且未引入做市商制度,交易频率较低,交易尚不够活跃;二是产权交易市场,目前各地发展了大约有数百家各类产权交易中心。^⑬值得关注的是,根据国务院2008年3月《关于天津滨海新区综合配套改革试验总体方案的批复》,我国还于2008年12月25日成立了作为全国性非上市公司股权交易市场试点的天津股权交易所,主要为“两高两非”公司(“两高”是指高科技、高成长型公司,而“两非”是指非上市、非公众公司)提供股权融资和交易平台及私募基

^⑫ 场外市场远在交易所市场出现之前便已广泛存在,其最初形态是在证券商的柜台上与客户直接进行的交易,故又称柜台交易或店头交易,一般采取报价驱动的交易机制,自营商(dealer)作为市场的组织者和参与者,分别同实际买卖双方进行交易并赚取价差,而投资者之间并无直接的交易关系。由此,自营商分别在买入和卖出股票之时作为市场组织者和参与者,以自身的资金连接了买卖双方,起到“做市”(market-making)的作用,因而,也称组织柜台交易的自营商为“做市商”(market maker)。值得注意的是,当代场外交易市场发展演进过程中出现了场外交易场内化的趋势,如NASDAQ市场的场内化。

^⑬ 地方产权交易市场,主要由原体改及财政、国资系统组建的产权交易所和由科委系统组建的技术产权交易所两大部分组成,多系在服务国有企业改制重组和产权交易的过程中逐步形成和发展起来的,主要为国有产权提供流转平台,尽管已经将民营产权列为交易对象,但是国有产权交易仍一直占据着主导地位。亦有很多地方性的产权交易市场系在原地方股权托管中心的基础上发展起来的,目前则主要基于原来股权托管派生出来的股权转让以及为中小企业股权融资和交易提供服务,交易方式上还局限于一对一的协议转让。总体上,产权交易市场还存在市场定位不明确(产权交易市场的发展仍受限于国家有关政策规定,如规定其在从事股权交易时“不得拆细,不得连续交易,不得标准化”,导致其市场竞争地位和发展空间受到严重约束)、缺乏统一监管和完善的政策体系(分属发改委、科技部和国资委等不同部门及地方政府管理)、缺乏统一的信息披露、挂牌、交易规则等问题。

金份额交易市场,至2011年9月其挂牌公司共97家。^⑭值得注意的是,在我国于2009年顺利推出创业板市场后,发展场外交易市场已经成为多层次市场建设的下一着力点。目前,政策取向上已确定以代办股份转让系统为依托、构建全国统一监管下的场外市场,以实现场内外市场的互通,并为非上市公众公司提供有效的股权交易平台。

总体上看,目前我国尚未形成有效、完善的多层次市场:一方面,中小板除了流通盘稍小之外与主板并无区别,创业板、中小企业板和沪深主板市场之间的定位和对接问题尚未解决;另一方面,远未形成统一监管的全国性场外交易市场,导致缺少有效的非上市公司股权交易平台,特别是,场外交易市场既缺乏公开发行融资能力,亦未建立场外交易市场和场内交易所市场之间稳定的、可预期的转板机制,不能解决为场内市场孵化上市公司的问题,市场吸引力不足。笔者认为,合理整合现有多层次市场体系,根据不同成长阶段企业的特点,对相应层次的市场进行梯级定位,使之在上市标准、信息披露制度、交易方式、市场监管模式等方面都有所区别,并在不同层次资本市场之间建立灵活的升降级转板机制,从而实现低层次市场与高层次市场之间通畅的双向交流机制,促进形成整个资本市场体系的良性循环,是当前我国发展和完善多层次市场的必由之路。

(二) 我国转板机制的现状及其存在的问题

在我国,多层次市场之间的转板机制,作为多层次市场建设的核心内容之一,一直为业内所关注。值得重视的是,2009年,国务院发出关于推进上海建设“两个中心”的意见,在国家政策层面提出要“研究建立不同市场和层次间转板机制”。但是,目前,我国多层次市场之间的转板实践仅限于代办股份转让系统为主板上市公司提供退市渠道的降级转板机制,尚未建立由低层次市场向高层次市场的升级转板机制,具体分析如下:

1. 升级转板机制

目前我国尚未建立由低层次市场向高层次市场的升级转板机制,

^⑭ 天津股权交易所目前尚处于起步阶段,且中国证监会有意以代办股份转让系统为基础组建全国统一的场外交易市场,故媒体认为其发展前景较为尴尬。

亦未出现相关实务案例。

尽管代办股份转让系统中确有部分公司实现了在深交所中小板或者创业板上市——截至2011年9月,代办股份转让系统中,原NET系统上市的“粤传媒”(002181)和中关村园区的“久其软件”(002279)两家公司通过首次公开发行(IPO)实现了在深交所中小板上市,而同样来自中关村园区的紫光华宇(300271)、佳讯飞鸿(300213)、世纪瑞尔(300150)和北陆药业(300016)4家公司则通过IPO实现在深交所创业板上市,此外代办股份转让系统还有14家公司拟申报IPO——但是,上述6家公司并非通过升级转板机制,而是通过证监会的股票首次公开发行(IPO)行政许可程序后再向深交所申请在中小板或者创业板上市,退而言之,即使这些公司不向证监会申请IPO行政许可而仅仅就其存量股份通过升级转板机制申请在深交所上市,目前既有的监管政策并未提供可行途径。^⑮ 同样,尽管证监会2004年发布的《关于做好股份有限公司终止上市后工作的指导意见》明确了上市公司终止上市以后“申请再次上市”的条件和审核程序,但截至目前,代办股份转让系统也并无原“退市公司”实现升级转板的案例。

此外,深圳中小板上市公司“苏宁电器”(002024)曾于2008年9月澄清了拟申请转板至深交所主板的市场传闻,目前实务上也未发生自中小板转板至主板的案例。

2. 降级转板机制

首先,必须予以澄清,降级转板机制与上市公司退市并非可以完全等同。^⑯ 上市公司选择退市,有各种各样的原因,既有主动的申请退市

^⑮ 如媒体报道,“2004年2月,粤传媒与东方证券股份有限公司正式签订转板上市的推荐协议,向证监会提出转主板申请。然而,2005年4月,《证券法》进行修订,但修订后的《证券法》并无转板的相关规定,交易所对待转板问题无法可依,粤传媒转板计划再次搁浅……直到2006年8月,粤传媒董事会对上市方案进行重新调整,决定由转板上市改为IPO上市,粤传媒‘晋级’之路总算真正步入正轨”。参见黄树辉:“‘首只中小板传媒股’粤传媒上市:欲借资本推手重塑产业链”,载《第一财经日报》2007年11月1日。

^⑯ 关于退市,不同国家和地区市场目前主要有两种做法:一是由该层次市场的组织者就上市公司在该层次市场中维持上市地位规定继续上市标准,当上市公司不再满足继续上市标准时即予以退市或者摘牌处理;二是不规定继续上市标准,而由市场进行裁决,当投资者纷纷选择用脚投票而撤出资金时,该上市公司将逐渐失去投资价值而无人问津从而处于事实上的退市状态,上市公司亦会出于节省上市维持费用的动机而自行摘牌。

和自愿退市(如沪市包头铝业、东方锅炉、太行水泥、东北高速等公司因吸收合并或分立而终止上市),亦有因为不再符合上市条件或违反有关法律法规的被动性退市,主要指上市公司因连续亏损等触犯《证券法》第56条第2项、第3项或第5项授权交易所《上市规则》规定的情形而终止上市(如实施退市制度以来,沪市共对ST生态、*ST北科等21家公司的股票予以终止上市,从上交所上市委员会作出终止上市决定的依据来看,这些公司终止上市的主要原因均是业绩连续亏损、公司经营情况和持续经营能力无明显改善)。⑩自2001年PT水仙成为中国资本市场第一家退市的上市公司开始,截至2011年9月,沪深两市累计退市的上市公司为44家(其中,沪市21家,深市23家)。所谓降级转板,则仅系针对上市公司的被动性退市而言,因此,本文论及我国退市制度亦仅限于降级转板角度。目前,我国多层次市场的降级转板机制的相关制度规定及实践情况如下:

(1) 主板市场的降级转板机制。根据证监会相关规定(参见前文注释),沪深证券交易所主板市场退市公司应转板至代办股份转让系统交易。

目前,主板市场上市公司退市制度执行中遇到了很多问题,既有退市标准设计方面的原因,亦有主板市场与代办股份转让系统之间双向交流机制不畅的原因。后者主要体现为如下两个方面:一是自2001年

⑩ 我国上市公司退市制度经历了一个发展过程:1994年《公司法》即规定了上市公司退市制度,规定上市公司出现财务造假等欺诈行为,或者其连续三年亏损的情况下,应当终止上市。2001年2月,证监会发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》(证监会于2001年12月对该实施办法予以修订,并于2003年3月发出《关于执行〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)〉的补充规定》),沪深证券交易所亦于2002年2月据此修改了《股票上市规则》的相关内容。同时,为了使上市公司退市后有出路,尽可能减少投资者的损失和退市阻力,中国证券业协会于2001年6月分别发布了《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》以及《股份代办转让公司信息披露实施细则》,明确退市公司转板至代办股份转让系统交易的规范。2004年2月,证监会发出《关于做好股份有限公司终止上市后后续工作的指导意见》,提出了进一步完善市场退出机制和切实保护投资者的合法权益的总体要求,并对上市公司终止上市后保护股东权益、转让股份、资产重组和申请再次上市等事宜提出指导性规范意见。2005年10月,“两法”修订后,《公司法》取消了上市公司退市制度的规定,改由《证券法》统一进行规定。至此,目前我国上市公司退市制度基本确立。

以来,沪深市场退市公司40余家,尚无一例自代办股份转让系统“申请再次上市”、实现凤凰涅槃、浴火重生的升级转板案例。由于升级转板机制失灵,“只能下不能上”,“退下去了回不来”,引发了很多具有退市风险公司的警觉与担心,往往选择利用各种手段规避退市制度中终止上市需要具连续性亏损的规定,从而得以继续保留在主板市场上,甚至出现一批无经营业务、无经营人员的空壳公司或证券市场的“不死鸟”,成为沪深主板市场一道极不靓丽的风景线。“退市风险警示”公司的市场炒作日益成风,沪深主板市场退市制度和降级转板机制的实施受到了极大的负面影响,也影响了沪深主板市场上公司的整体质量水平,不利于沪深主板市场的健康和稳定发展,也不利于引导投资者树立正确的投资理念,建立理性投资的市场环境。^⑩二是“壳资源”在当前市场环境下确实存在一定市场价值。只有在“能上又能下”的多层次市场体系中,各种类型的公司才能在不同层次市场都可以获得融资渠道,并具有向上升级转板的可能,由此大大降低主板市场“壳资源”的价值,从而亦可以减少退市机制和降级转板机制实施的障碍。

(2)中小板市场的降级转板机制。2004年5月21日,深圳证券交易所发布《深圳证券交易所中小企业板块上市公司特别规定》,要求“中小企业板块上市公司向本所申请上市时,其公司章程除应当包含《上市公司章程指引》的内容外,还应当包含以下内容,并在《上市公告书》中予以披露:(一)股票被终止上市后,公司股票进入代办股份转让系统继续交易;(二)公司不得修改公司章程中的前项规定”,借此在中小板市场亦引入了主板市场的降级转板机制。此后,深交所于2006年11月29日发布《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》,明确了中小板应予终止上市的情形及程序,较之主板市场存在一定差异,本文不再赘述。截至目前,尚未有中小板公司退市转板的案例。

(3)创业板的降级转板机制。2009年6月5日,深圳证券交易所发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》,规定了创业板退市制度,对其退市标准予以详细规定。值得重视亦为媒体所称道的是,较

^⑩ 参见史玉光、焦菅:“非经常性损益、退市制度与市场转板”,载《财会月刊》2009年第12期。

之于主板和中小板的退市制度,针对创业板退市风险大于主板市场的特点,创业板市场退市制度强调“直接退市”、“快速退市”,以期杜绝目前主板市场上市公司退市过程中出现的久拖不退、“借壳上市”、内幕交易和市场操纵的现象。^①所谓“直接退市”,即指“创业板公司终止上市后直接退市,不再像主板一样要求必须进入代办股份转让系统,但公司退市后如符合代办股份转让系统条件,可自行委托主办券商向中国证券业协会提出在代办股份转让系统进行股份转让的申请”。^②但是,根据上述规定,创业板市场上市公司退市后,对于公司退市后“不符合代办股份转让系统条件”、“符合代办股份转让系统条件但是公司管理层不向证券业协会提出申请的”以及“向证券业协会提出申请未获准的”,有关投资者的股份登记、托管、转让、股东权利行使等的后续制度安排都存在一定的不确定性,对于投资者的利益保护极为不利。

四、我国多层次市场转板机制的制度设计

目前,从国家和证监会政策层面以及理论研究上,都支持建设和完善我国多层次市场之间的转板机制。笔者认为,建设我国多层次市场转板机制,其必要前提是完善我国多层次市场体系的建设,将转板机制的制度设计具体化,当前应主要着重考虑如下问题:

(一) 构建连接我国多层次市场之间的转板机制

笔者认为,连接我国多层次市场之间的转板机制,应包括建设场外交易市场与场内市场、创业板和中小企业板与主板市场之间的转板机制。

1. 构建场外交易市场与场内市场之间的转板机制

如前所论,沪深主板市场的退市公司可以直接降级转板至代办股份转让系统挂牌,而代办股份转让系统中的挂牌公司却不能升级转板

^① 参见傅盛宁:“创业板股票未来或直接退市”,载《深圳商报》2011年7月28日。

^② 参见“关于《深圳证券交易所创业板股票上市规则(征求意见稿)》公开征求意见的通知”,载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztlz/chyeban/xgzc/200905/20090511_104117.htm, 2011年10月10日最后访问。

至创业板、中小板或者沪深主板市场上市。笔者认为,应建立并完善场外市场和场内市场之间的双向转板机制,从而通过上市和退市机制将整个多层次市场体系联结成为无缝隙的资本市场体系,具体如下:

第一,当主板市场、中小板市场和创业板市场中挂牌的上市公司难以满足相应的上市条件时,应根据一定程序从场内市场摘牌,降级转板至场外市场交易。笔者认为,考虑到场外市场作为多层次市场的“塔基”,对于场外市场挂牌交易的股票,不能再适用降级转板机制,因为,如果要求公司自最低层次市场摘牌,则该公司证券便不再具有广泛流通的可能性,在制度上可能导致对投资者的极大不公平。此外,笔者亦不赞同主张将退市公司最终退到区域性场外交易市场交易的观点,主要理由在于,主板市场、中小板市场和创业板市场均是全国性市场,将退市公司从全国统一监管下的场外市场降级至地方性市场进行交易,从保护投资者利益角度看显然存在不妥之处。

第二,应制定并细化场外市场转场内市场的升级转板标准,当场外交易市场挂牌公司满足升级转板标准时,便可申请启动转板程序,根据挂牌公司意愿转入相应的高层次市场,从而使以代办股份转让系统为代表的场外交易市场真正成为场内市场的预备市场。

2. 构建创业板市场向中小板或主板市场、中小板市场向主板市场的转板机制

从创业板和中小板市场的设立目标来看,推动这两个市场的上市公司发展壮大,并迈入更高层次市场或者更高端的主板市场为其应有题中之义。因此,应针对创业板、中小板市场上市公司的特点,设定相应的转板标准,当创业板和中小板市场上市公司经过一段时间的发展,规模、业绩达到转板标准后,便可申请启动转板程序,根据公司意愿升级转板至相应的高层次市场。

创业板市场运行以来,针对创业板市场的升级转板机制讨论甚多。笔者认为,考虑到创业板市场的特殊性,特别是其能否处理好与其他层次市场的关系可能是决定其成败的重要因素,故应从多个角度谨慎审视创业板的升级转板机制:首先,必须承认,创业板市场也需要升级转板机制,缺乏升级转板机制跟进的创业板市场,很难发展兴旺。综观全球主要国家和地区的创业板市场,一般都将创业板作为“主板的后备

梯队”来进行运作(但也有观点认为,一些由现有的证券交易所设立的创业板,由于担心创业板市场与主板市场争夺上市资源与市场份额,证券交易所一般不愿意令其创业板过分兴旺),如英美宽松、自由、灵活的转板机制都对其创业板的成功起到了一定的作用;其次,在创业板市场形成一定规模之前,应考虑相对谨慎的升级转板制度。这主要是考虑到在我国的多层次市场还在建设中以及创业板市场刚刚起步的大背景下,如果创业板上市公司转板太快,以至创业板尚未形成一定规模的时候,其中的优秀企业即已经转至中小板或主板,则可能导致创业板发展缺乏后劲,不利于创业板的持续健康发展。以香港为例,大量创业板公司申请转板至主板,即在相当大程度上影响了创业板上市公司的整体质量;最后,创业板市场不能设立自动转板制度。有观点主张,应在创业板市场设立自动转板机制,认为只要创业板公司发展到了一定程度,达到了主板市场的上市要求,就自然应该转到主板市场进行交易,既可以刺激投资者的热情,活跃市场交投,又可以督促企业进步。笔者认为,是否上市、在何种证券交易场所上市以及转板上市,均应视为一种市场行为,取决于上市公司根据市场发展情况作出的商业决定(如苹果公司作为 NASDAQ 市值最大的上市公司,只选择在 NASDAQ 和 LSE 两地上市,而未申请在 NYSE 上市),监管者不能硬性加以干预。本文前述澳大利亚二板市场失败的例子,即与其当初规定的“创业板上市公司股本总额一旦超过 2000 万澳元就必须申请转移到主板市场上市”不无关联。

笔者注意到,亦有观点主张,应借多层次市场转板机制建设之契机,合理整合沪深交易所两个主板市场。综合这些研究的观点认为:目前,尽管沪深交易所都属于全国性证券交易所,但是上交所仅营运单一主板市场,而深交所则营运从代办股份转让系统、创业板、中小企业板直至主板市场的相对完整的市场体系,而受中国证券市场发展的初始条件和路径依赖的影响,沪深交易所在组织体系、企业上市标准、交易方式和监管架构等诸多方面几近一致,实无重大差异,虽然深交所主板不再接受新股上市而上交所主板目前仅接受大中型企业上市,但是,沪深交易所主板市场在功能定位方面并无明显分工。从国际经验来看,当今全球各国都在致力于减少国内资本市场的交易成本,而沪深交易

所上市标准和交易规则相对一致的两个主板市场的存在和竞争,客观上导致了重复建设和市场资源的浪费,显然与这一趋势不符,不利于我国主板市场发挥资源配置功能,亦不能满足我国经济发展的需要。上述观点认为,合理整合沪深交易所两个主板市场,将有利于完善全国统一的多层次市场和进一步巩固上交所的主板蓝筹市场地位,有利于我国证券市场应对国际证券市场一体化和直面国际竞争,有利于上海国际金融中心的建设。^②

(二) 构建我国多层次市场之间的转板机制的制度设计

1. 升级转板自愿,降级转板强制

笔者认为,参考其他国家和地区转板机制的经验,在满足条件后应由低层次市场欲向高层次市场的升级转板,应由公司自主决定,而降级转板则应在一定时限内强制执行。2009年3月4日,全国人大代表、证监会市场部副主任欧阳泽华回应记者提出的“多层次市场各层级之间的转板机制是如何考虑的”,称“证监会借鉴国外的经验,已经形成一个成熟的理念。升板要企业自愿,达到上一层级的要求,通过某些程序就可以升板;同时,在某一层级上达不到要求,要采取强制手段让其降级”。^②

2. 关于转板的条件

对于升级转板而言,拟升级公司首先应当满足《公司法》、《证券法》以及证监会有关发行和上市的要求,同时,还应符合高层次市场的上市标准。特别是考虑到市场运作的公平性,应规定在股本规模、营业记录、盈利能力、股东人数、保荐机构、治理结构等方面,转板条件不应低于高层次市场直接申请上市的条件。对于降级转板而言,转板条件实际上也就是各层级市场有关强制性退市的规定,此处笔者不再赘论。

3. 关于转板的程序

对于升级转板而言,转板的程序主要包括:第一,从拟升级公司的

^② 参见张明喜:“关于建立资本市场转板制度的若干思考”,载《上海金融》2010年第1期;穆曼怡:“多层次资本市场中的创业板问题研究”,中国人民大学2008年硕士学位论文。

^② 于海涛:“转板八字方针:升板自愿、降板强制”,载《21世纪经济报道》2009年3月4日。

内部决策程序来看,应由公司股东大会以决议方式通过转板申请;第二,从接受转板申请的高层次市场的审核程序来看,应比照该高层次市场的上市审核程序进行简化处理,并报证监会备案。唯需要说明的是,此处审核程序仅指单纯申请升级转板至高层次市场上市而言,对于拟升级公司在申请转板同时提出增发股票等融资申请的,则必须另行取得证监会的行政许可。

具体可兹参考的是证监会2004年发布的《关于做好股份有限公司终止上市后后续工作的指导意见》有关上市公司终止上市以后“申请再次上市”审核程序的相关规定:(1)股份有限公司终止上市后拟再次申请上市的,应当聘请代办机构担任其上市保荐机构。上市保荐机构对公司进行上市前辅导并在再次上市后的两个会计年度内,持续履行下列督导职责;(2)股份有限公司终止上市后重新符合上市条件并具有持续经营能力的,可以直接向证券交易所提出其向社会公众发行的股票再次上市交易(以下简称再次上市)的申请。证券交易所根据证监会授权,依照法定条件和法定程序审核公司的再次上市申请;(3)证券交易所自受理公司提交的再次上市申请之日起20个工作日内,作出是否予以核准的决定。证券交易所在审核期内要求公司对报送材料予以补充或者修改的,补充或者修改的时间不计入证券交易所的审核期限;(4)证券交易所对公司的再次上市申请作出予以核准决定的,报中国证监会备案。中国证监会在15个工作日内未提出异议的,证券交易所的核准决定生效实行。对于降级转板而言,转板程序仍可以按照目前退市程序处理。

此外,为了鼓励符合条件的公司实现升级转板,应考虑:转板手续应比通过直接申请在高层次市场上市的程序简单快捷;转板费用相比直接申请在高层次市场上市给予优惠或减免;达到高层次市场准入条件的,只要该企业申请,高层次市场原则上不应拒绝。

(三)《证券法》相关条文修订建议

根据前文所论,建议未来修订《证券法》时,在“证券上市”一章,增列一条有关转板机制的规定,具体规定如下:

“公司股票在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的场外市场挂牌转让的,可以向上市条件更高的其他依法设立的证券

交易所申请上市交易,其上市申请由其申请的证券交易所审核决定,并报国务院证券监督管理机构备案。

公司不再符合其所上市证券交易所上市要求的,应及时转至国务院批准的场外市场挂牌交易,具体办法由国务院证券监督管理机构制定。”