

公司去哪上市？

于波 电话：(86) 13951077846

邮箱：yubo21@163.com

引言

在4月4日（周五）的例行新闻发布会上，中国证监会发言人邓舸表示：从统筹平衡两个交易所服务功能出发，证监会将均衡安排沪深交易所首发家数的原则，对具备条件的拟上市企业按照受理顺序进行审核；而此前，证监会关于发行监管的问答微博指出：拟上市企业上市地选择不再与发行股数挂钩。对此，市场普遍认为IPO上市地解禁。日前，上海证券交易所发行上市部起草发布了《关于发布市盈率问题解释口径的通知》，以回应市场普遍认为上交所“主板市盈率最低”的看法；与此同时，上交所理事长桂敏杰在“两会”期间提出要推进发展战略新兴产业板，上交所在4月2日专门召开关于资本市场服务战略新兴产业发展工作座谈会，战略新兴产业板建设还被列为2014年上海国际金融中心建设工作推进小组会议的重点工作安排。与此对应的是，3月21日《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》进行了修订，并公开征求社会各界意见。

一时间，原本风平浪静的沪深交易所之间似乎开始了不同以往的上市资源争夺战，部分拟上市公司也在适时择机选择股票上市交易地。不同的板块中公司上市的条件要求不一。公司去哪儿上市？成为拟上市公司所面临的重要抉择，也成为市场各界所关注的热点话题。

一、上市资源争夺战的背景与原因

上个世纪90年代以来，沪深两地相继设立证券交易所，这顺应了企业股份化、股票交易集中化的市场要求，搭建了市场化的投融资平台，化解了企业特别是国有大中型企业融资难的瓶颈制约。在资本市场发展早期，公司上市需求强烈而且巨大，大量企业排队申请上市，沪深交易所形成了齐头并进的发展态势。

进入新世纪以来，沪深两市在达到阶段性高点（2001年）后较长时间处于回落调整的格局，低迷的市场行情严重影响了公司正常IPO上市，深圳证券交易所一度暂停新股上市申请，直到2004年设立中小企业板块。中小企业板块定位于为主业突出、具有成长性和科技含量的中小企业提供融资渠道和发展平台，总体设计为“两不变”（现行法律法规不变、发行上市标准不变）和“四独立”（运行独立、监察独立、代码独立、指数独立），中小企业板块公司上市条件与主板相同，主要区别在于前者股票发行上市规模（5000万~1亿）小于后者。中小企业板块是创业板的过渡。为提供中小企业更方便的融资渠道，也为风险资本创造一个正常的退出机制，2009年10月创业板在深圳证券交易所推出，创业板上市公司发行后股本总额不少于3000万元。创业板定位于支持创新型、成长型中小企业发展的资本市场平台。

证券交易所各板块发展情况不一。中小企业板块和创业板块发展迅猛，中小企业板在不到10年的时间里目前有719家公司上市，年均上市70余家；创业板在不到4年的时间里目前有379家公司上市，年均上市近40家。反观主板市场，2003年沪深主板上市公司分别为770家和493家，到2014年3月底分别为959家和480家，总体发展速度不快。正是各板块发展不均衡性加剧，直接导致了沪深两市开始了上市资源争夺战，此为原因之一。

表1 沪深两市公司上市情况

市场	上市公司数(家)	发行总股本(亿股)	股票市价总值(亿元)	市盈率(倍)
沪市	959	2,6016	14,7742	10.651
深市	1578	8206.96	8,8883.5	25.21

注：1) 数据来源于上海证券交易所、深圳证券交易所。

2) 数据统计时间截止为2014年3月31日。

表2 深市各板块公司上市情况

市场	上市公司数(家)	发行总股本(亿股)	股票市价总值(亿元)	市盈率(倍)
深主板	480	4548	3,4624.7	16.74
中小板	719	2887	3,9927.5	34.53
创业板	379	797	1,7251.18	53.59

注：1) 数据来源于上海证券交易所、深圳证券交易所。

2) 数据统计时间截止为2014年3月31日。

其二，上市公司结构发生变化。早期资本市场侧重于服务于大中型企业特别是大中型国有企业，为国企“三年解困”做出了重要贡献。随着大中型国有企业密集上市，中小企业融资需

求开始得到关注和重视，越来越多的中小企业开始了上市融资之旅。上市公司结构的变化，导致了主板市场和中小企业板、创业板发展出现了发展差异。由于中小企业板和创业板设立于深圳证券交易所，上海证券交易所明显感受到了市场发展的巨大压力，拓展新的上市资源成为沪市可持续发展的必然选择。

其三，资本市场国际化带来机遇与压力。随着全球经济一体化，中国资本市场国际化进程加快，“中国（上海）自由贸易区”和“前海深港现代服务业合作区”上升为国家发展战略，为沪深两市国际化发展带来了历史性机遇。在证券交易所接轨国际市场过程中，质地优良、数量众多的上市资源成为吸引国际资本的重要优势，原有类型单一的上市资源成为新形势下证券交易所可持续发展的掣肘。

二、上市资源争夺战的问题实质

沪深两市开始的上市资源争夺战，表面上是出于各自发展的竞争压力，而该问题实质是如何健全多层次资本市场体系、实现沪深两市合理定位。健全多层次资本市场体系，已写入十八届三中全会文件，已经成为市场各界共识，接下来的关键问题是如何健全。

对于沪深证券交易所来说，是将沪市改造发展成为主板、深市改造发展成为二板，还是沪深两市各自发展主板和二板？目前，三板（全国中小企业股份转让系统）已经成立并且运行，我国多层次资本市场体系初具雏形。因其差异性和独立性，三板市场发展主要问题在于完善市场制度、提供优质服务。然而，由于历史因素等，我国主板和二板市场健全还将经历一个过程。沪深两市争夺上市资源，凸显了健全多层次资本市场、实现沪深两市合理定位问题的重要性和紧迫性。

三、沪深证券交易所发展的未来之变

沪深证券交易所如何合理定位，关系着两市的可持续发展，也关系着我国多层次资本市场的健全。根据目前运行情况，沪深证券交易所未来发展，主要有两种思路：

其一，专业型的发展模式。根据市场分工的原则，上海证券交易所定位于主板市场，深圳证券交易所定位于二板市场，实现交易所专业化发展。在这种发展模式思路下，将深市目前480家主板公司移至沪市上市交易。对于中小企业板块处理，又存在两种思路：一是将中小企业板块与创业板合并成为中国的二板市场；二是遵循自愿原则，中小企业板块上市公司可选择在沪市主板上市交易，也可选择进入创业板上市交易。专业型的发展模式，其优点是沪深两市

定位互补、实现专业化分工、实行专业化监管，其缺点是需要管理层协调、会存在一定的协调成本。

其二，混合型的发展模式。根据多元化发展的原则，沪深两市各自设立发展主板、二板。在混合型的发展思路下，意味着上海证券交易所可以发展战略新型产业版等类似二板，以丰富沪市上市资源。混合型的发展模式，其优点是协调成本少、公司上市选择多，其缺点是两市竞争加剧、市场监管难度加大。

国际比较来看，美国纽约证券交易所与纳斯达克市场的发展遵循了混合型的发展道路。在我国沪深证券交易所未来科学定位发展中，还需考虑以下几个因素：一是我国证券交易所均为会员制，而非公司制；二是在发挥市场资源配置基础性作用的同时，有效、适度的政府调控和监管必不可少；三是未来公司上市融资的需求趋向。

不管未来如何定位发展，降低投融资成本、提升资本市场服务水平是沪深两市能否实现可持续发展的试金石。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：(86) 13951077846

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>