

上市資訊

2017年2月号（总第8期）

发行上市部

2017年2月9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】

烟台市重点拟上市企业走进上交所

舟山市领导干部及拟上市企业走进上交所

长江商学院企业对接多层次资本市场培训会

【监管动态】

2016年A股市场IPO被否案例研究

【市场前沿】

2016 破百立新

【课题研究】

纽交所、纳斯达克和上交所对标分析及启示

【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26家，募集资金200.77亿元，股票再融资企业8家，募集资金584.72亿元。

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721家。其中，上交所在审企业332家，深交所在审企业389家（中小板128家、创业板261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25家，其中，上交所12家，深交所13家（中小板2家、创业板11家）。

■ 债券发行上市信息

1. 公司债发行情况

截至1月31日，上交所2017年已完成公司债公开发行53只，发行金额585亿元。

2. 资产支持证券发行情况

截至1月31日，上交所2017年已完成资产支持证券发行15只，发行金额117亿元。

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8,137只，比去年底增加3,499只，增幅75%；债券托管金额已达61,964亿元，比去年底增加2.61万亿元，增幅73%。

【交流动态】

1. 1月19日、20日，烟台市金融办组织当地十余家重点上市后备企业和部分县市区金融办相关负责人走进上交所考察学习。上交所发行上市部总监魏刚就目前资本市场形势、发行上市政策、上交所市场服务情况等内容与学员进行交流。上交所与中泰证券相关专家还就宏观经济形势等热点内容进行全面解读。山东区域主任何凌浩与曾从事审核工作的同事一起与来访企业家进行了交流。此外，学员们还观摩了烟台艾迪精密机械的上市仪式。（供稿人：何凌浩）

2. 1月6日，舟山市市长温暖带领全市主要领导及重点拟上市企业代表一行50人，赴上交所交流学习。学员们参观交易大厅，观摩上市仪式，参观陈列馆。温市长还与上交所张冬科副理事长进行座谈交流，签署合作备忘录。随后，魏刚总监就当前宏观经济形势、资本市场动向、上交所市场服务等方面进行主题发言。彭义刚总监助理从多层次资本市场、企业改制上市重点关注问题、发行审核要点等方面授课。（供稿人：陈力）

3. 1月3日，长江商学院主要负责人带领30余家企业及相关投资机构赴上交所，参观中原证券与浙江华正新材上市仪式，并深入开展交流研讨。在培训阶段，上交所发行上市部专家就企业上市、多层次资本市场发展等方面的最新政策进行了深入解读，并就资本市场特点、审核形势及企业具体应对策略回答了企业家提出的具体问题。（供稿人：葛托）

【监管动态】

2016年A股市场IPO被否案例研究¹

上交所上市公司监管二部 陈霖

2016年，A股市场IPO共18家企业被否，本文结合上述企业被否原因分析，梳理、总结了IPO审核中常见的典型问题。

一、IPO被否企业概况

2016年²，发审委共审核125家次主板申报企业的IPO申请，其中通过审核118家次、否决4家次、暂缓表决1家次³、取消审核2家次⁴；共审核52家次中小板申报企业的IPO申请，其中通过审核46家次、否决3家次、暂缓表决2家次⁵、取消审核1家次；共审核98家次创业板申报企业的IPO申请，其中通过审核83家次、否决11家次、暂缓表决2家次⁶、取消审核2家次⁷。

从交易所维度来看，2016年沪市申报企业上会通过率95.93%；深市申报企业上会通过率87.76%。总体来看，沪市申报企业的上会通过率高于深市。

¹ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市部联系。

² 2016年发审委审核情况数据来源wind资讯。

³ 博天环境集团股份有限公司，2016年12月一次上会被暂缓表决，2017年1月二次上会获通过。

⁴ 亚翔系统集成科技（苏州）股份有限公司，2016年8月取消审核，9月上会审核获通过；辰欣药业股份有限公司，2016年1月因申请撤回申报材料而取消审核，现已终止审查。

⁵ 新疆贝肯能源工程股份有限公司和深圳市科达利实业股份有限公司，两公司均为第一次上会审核结果为暂缓表决，第二次获通过。

⁶ 其中，诚迈科技（南京）股份有限公司，第一次上会审核结果为暂缓表决，第二次获通过。

⁷ 天津华迈燃气装备股份有限公司，2016年4月因申请撤回申报材料而取消审核，现已终止审查。宣亚国际品牌管理（北京）股份有限公司，2016年11月取消审核，2017年1月上会审核获通过。

从时间维度来看，下半年上会审核的企业家数多于上半年，尤其是 11 月份以来，上会家数明显增多。就半年度合计的被否决家数和上会否决率而言，下半年均略高于上半年。全年来看，上会否决率波动较大，有三个月出现了零否决率，分别是 1 月、2 月和 10 月；单月最高否决率出现在 5 月，为 18.75%。

2016 年 IPO 被否企业具体情况如下：

板块	企业名称	否决原因概述 ⁸
主板	上海锦和商业经营管理股份有限公司（以下简称“锦和商业”）	土地使用权实际使用情况与规划用途不一致，持续盈利能力存疑。
	吉林省西点药业科技发展有限公司（以下简称“西点药业”）	1. 专利权存在重大瑕疵； 2. 经销商核查问题； 3. 业务推广费和商业贿赂核查问题。
	中国南航集团文化传媒股份有限公司（以下简称“南航文化”）	1. 关联交易定价公允存在重大疑问； 2. 生产经营对关联方存在重大依赖； 3. 募投项目的可行性与影响。
	广东丸美生物技术股份有限公司（以下简称“丸美生物”）	1. 经销商模式及核查问题； 2. 合规经营与信息披露。
中小板	南京中油恒燃石油燃气股份有限公司（以下简称“中油恒燃”）	1. 未执行照付不议条款的潜在违约责任； 2. 子公司经营情况变化，持续盈利能力存疑。
	克拉玛依新科澳石油天然气技术股份有限公司（以下简称“新科澳石油”）	1. 大客户依赖问题； 2. 所处的行业经营环境发生重大变化，持续盈利能力存疑。
	北京信诺传播顾问股份有限公司（以下简称“信诺传播”）	1. 收入、成本确认问题； 2. 持续盈利能力存疑； 3. 社保公积金缴纳问题。
创业板	邯郸汉光科技股份有限公司（以下简称“汉光科技”）	1. 国外销售收入无法核查、国内销售毛利高； 2. 关联交易公允性。
	吉林科龙建筑节能科技股份有限公司（以下简称“科龙建筑”）	1. 现金流量表数据存在重大疑问； 2. 关联方资金拆借合规性存在重大疑问。
	筑博设计股份有限公司（以	1. 大量中止/终止合同，会计处理合规性存疑；

⁸ 对于上海锦和商业经营管理股份有限公司，证监会已公告不予核准决定，说明了发审委否决的原因和依据，因此，否决原因概述为根据不予核准决定整理。其余企业尚未公告不予核准决定，具体否决理由未明，其否决原因概述为根据发审委会议审核结果公告中“发审委会议提出询问的主要问题”整理。

板块	企业名称	否决原因概述 ⁸
	下简称“筑博设计”)	2. 业绩真实性问题：人员工资大幅下降从而利润上升，重大诉讼未计提预计负债。
	四川天邑康和通信股份有限公司（以下简称“天邑通信”）	1. 对单一大客户依赖而影响持续盈利能力； 2. 第三方回款问题； 3. 信息披露问题。
	深圳万兴信息科技股份有限公司（以下简称“万兴信息”）	收入真实性核查问题：通过第三方平台在线销售、收入主要来自于境外、最终客户主要为数量众多个人用户。
	北京巅峰智业旅游文化创意股份有限公司（以下简称“巅峰智业”）	1. 收入确认问题与核查； 2. 合规经营问题。
	武汉智讯创源科技发展有限公司（以下简称“智讯创源”）	1. 财务真实性严重存疑：毛利率高于同行、为供应商编制凭证及报表、市场推广费的真实性与合规性存疑、用工情况对成本费用影响； 2. 与高校的合作模式、后续持续经营问题、经销商核查。
	四川新闻网传媒(集团)股份有限公司（以下简称“四川新闻网”）	1. 业务持续性与发展前景存疑； 2. 现金收付、合同签署、市场推广的合规问题； 3. 独立性与关联交易问题。
	中山市金马科技娱乐设备股份有限公司（以下简称“金马科技”）	1. 关联交易相关问题； 2. 第三方回款问题。
	北京硕人时代科技股份有限公司（以下简称“硕人时代”）	1. 子公司股权转让合理性问题； 2. 劳务外包方资质问题； 3. 未确认股份支付的合理性及对业绩的影响。
	江阴润玛电子材料股份有限公司（以下简称“润玛电子”）	1. 应收账款大额高频债务重组问题； 2. 环保问题。

二、被否原因分析

2016年IPO审核倾向呈现明显的变化趋势。2016年初，受到注册制即将推出的预期影响，审核上加强了对信息披露的要求。后来，随着注册制暂缓推出以及证券监管工作不断强调“依法、从严、全面”监管，IPO审核的整体尺度相对年初有所趋严。11月以来审核节奏加快、上会家数骤增，但是证监会并没有因此而降低审核标准，对于存在问题的企业仍保持高压态势，

上会否决率略高于全年平均水平。

在 IPO 审核重视业绩真实性和持续盈利能力的大背景下，总结 2016 年被否企业存在的问题，我们可以发现 IPO 被否原因主要集中在财务真实性问题、持续盈利能力问题、关联交易问题和合规经营问题四大类。

（一）财务真实性问题

1. 严防财务欺诈始终是审核的首要关注点

从发审委问询问题来看，严防财务欺诈始终被作为审核中的首要关注点。对于财务欺诈的防范，体现在发审委问询中，就是对企业业绩真实性存在的疑问及中介机构的核查未能消除的疑问给予重点关注。在被否的 18 个案例中，汉光科技、科龙建筑、筑博设计、万兴信息、信诺传播、巅峰智业、智讯创源这 7 个案例的被否原因主要与会计处理的合规性和业绩的真实性相关。问询问题主要集中在收入、成本、费用的确认与核查，毛利率水平同行业对比，财务报表重点科目的异常情况等方面。

2. 特殊行业或经营模式的财务真实性的核查要求不断提高

从 2016 年被否案例的情况来看，发审委对于涉及特殊行业或经营模式的企业的审核尤为审慎；经销模式、在线销售、境外销售等的销售收入占比较高的企业在审核中受到了更高的关注，对其财务真实性的核查要求也在不断提高。

（1）经销模式：被否典型案例之丸美生物

丸美生物主要从事各类型护肤品的研发、设计、生产、销

售及服务，销售模式以经销模式为主，报告期内其经销收入占主营业务收入的比例均超过 90%。针对丸美生物以经销为主的销售模式，发审委主要关注问题包括：对经销的内控制度及执行情况、自营与非自营专卖店的销售占比及信用政策、前十大经销商的纳税与期末存货情况、对新增及报告期内主要经销商的核查情况、经销商向终端用户销售情况及核查情况、是否涉嫌传销等。

经销模式有其商业合理性、在部分行业较为普遍，当然经销模式的特殊性也给财务造假提供了便利，增加了核查难度。从过往案例来看，经销模式并非企业 IPO 的障碍，2016 年也有很多以经销为主要销售模式的企业成功上市。因此，并不是所有涉及经销模式的企业都不能上市，关键在于对经销商核查是否到位。总结过往成功案例和历次保代培训内容可知，证监会对经销商核查的要求较高，在投行业务实践中经销商及其终端客户销售实现情况核查最好超过 50%，若能覆盖 70%-80% 则更为理想。

（2）在线销售：被否典型案例之万兴信息

万兴信息为消费类软件开发企业，业务模式主要为个人消费者通过下载企业开发的软件并进行付费获取盈利，属于“B2C”类企业。针对万兴信息主要通过线上销售、最终客户主要为数量众多且支付金额较小的个人用户的特点，发审委主要关注了报告期内通过合作平台收款金额与终端用户订单数量

与金额、用以支付订单的银行卡数量的匹配情况，同时要求保荐代表人说明采取的核查程序、取得的支持性证据，并对万兴信息有无大量“刷单”情况发表明确结论性意见。

目前已成功上市的互联网企业中“B2B”类互联网企业较多，如上海钢联、三五互联等；而“B2C”类和“O2O”类电商在A股成功上市的公司凤毛棱角。相较而言，后者由于直接面对数量庞大的终端个人消费者，其收入真实性的核查难度更大。2016年，新三板挂牌公司爱尚鲜花在其公开文件中披露了自身的刷单问题，一石激起千层浪，将整个电商行业的刷单问题暴露在了公众面前。刷单行为在“B2C”类和“O2O”类电商行业普遍存在，其对企业营业收入和业绩真实性的影响显而易见，在从严监管的大背景下，对其核查要求的提高也就不难理解。

事实上，目前在A股已有一定数量上市公司的网络游戏和互联网视频企业也存在在线销售的上述问题。网络游戏企业往往通过个人客户的第三方支付或购买点卡的方式确认收入；而互联网视频行业，如果个人客户的会员付费在收入中占比较高，也会同样面临相似问题。2016年，电魂网络、吉比特、冰川网络等网络游戏企业均成功过会，而早年间网络视频企业乐视网也成功上市，这些均说明A股IPO并非完全拒绝以在线销售为主的互联网企业，能否通过审核的关键还是在于企业提高财务规范性、完善内部控制，中介机构进一步做好核查工作。

（3）境外销售：被否典型案例之汉光科技

汉光科技的主要产品有机光导鼓和墨粉是打印机、复印件、多功能一体机的核心消耗材料。报告期内，OPC 鼓销售收入中国际收入占比约 20%-50%，墨粉销售收入中国际收入占比约 45%-70%。发审委关注到：报告期末汉光科技国内前十大客户主要是最终用户，国外前十大客户不是最终用户，保荐机构回复无法按要求核查国外客户最终销售情况；对不同客户销售同类产品的毛利率差异较大，国外销售毛利率高于国内销售毛利率。发审委要求说明国内外交易的背景、汉光科技的销售情况与客户的业务规模是否匹配，并请保荐代表人说明其核查过程及核查意见。

“保荐机构回复无法按要求核查国外客户最终销售情况”着实令人吃惊，但这也许也从侧面反映了境外销售核查的困难程度。从过往案例来看，证监会对境外销售的审核关注度与企业境外销售的占比密切相关，企业境外销售的占比越高，中介机构的核查就应更加审慎。一般而言，保荐机构应从境外客户的区域分布、基本情况、境外销售数据与海关报关统计数据是否匹配、报告期内对各境外客户销售金额稳定程度、报告期内企业出口退税情况与其出口销售额的匹配性、应收账款的回款比例等多个方面去分析、验证企业境外销售收入的真实性。境外核查较难达到境内核查所要求的现场走访比例，可以执行现场走访境外客户在境内的办事机构、聘请当地的律师事务所协

助调查、电话访谈、积极函证等替代性程序。

3. 信息披露质量抽查的结果在发审委问题中得到体现

值得关注的是，被否案例中的科龙建筑和智讯创源曾出现在 2015 年 4 证监会公布的《首发企业信息披露质量抽查抽签情况》的名单中，从结果上看，信息披露质量抽查中发现的突出问题受到发审委的高度关注，可能影响最终的审核结果。科龙建筑在发审会上被问的第一个问题涉及大额现金采购与大额现金收取问题、以及收到其他与经营活动有关的现金畸高问题，然而其招股书中并没有相关内容的披露，因此可合理推测该问题可能是在信息披露质量抽查中发现的。智讯创源目前已无法获取更新版的招股说明书，从发审委问题中提到的申请文件披露内容来看，该公司核查中发现的财务规范性和真实性问题更为突出与具体。智讯创源的财务系统明细账未完整核算银行资金流水且未核算金额巨大；电子财务核算系统中有其供应商的账套，报告期内该供应商部分原始凭证和制单人员、记账凭证的记录人员均为智讯创源员工；未能提供有关市场推广费的完整资料、费用预算明细，服务价格没有基础数据支持，且无完整的服务成果资料存档，存在交易无法核查的情况。

（二）持续盈利能力问题

从近年来的情况来看，持续盈利能力问题始终是 IPO 审核最关注的问题之一。2016 年被否案例中，锦和商业、中油恒燃、新科澳石油、信诺传媒、天邑通信、智讯创源、四川新闻网的

发审委问询中都直接提到了持续盈利能力问题。

1.特殊经营模式：被否典型案例之中油恒燃

中油恒燃为天然气终端用户销售的公司，主要经营压缩天然气的母站和子站的销售业务，以及城市管道天然气的销售和配套建设业务。发审委问询中最为关注的是中油恒燃存在违反“照付不议”协议的潜在风险，该违约责任可能对其持续盈利能力产生重大不利影响。中油恒燃与中石油签订了多份含有“照付不议”条款的《天然气销售协议》，约定了年采购量，然而报告期内中油恒燃实际采购量小于上述约定量，累计差额达 0.525 亿立方米，金额合计超过一亿元。中油恒燃每年净利润仅有 3000 万左右，一旦执行“照付不议”条款可能导致亏损而不符合发行上市条件。

“照付不议”合同是国际上通行的天然气买卖合同模式，指在市场变化情况下，付费不得变更，用户用气未达到约定量，仍须按此量付款；供气方供气未达到约定量时，要对用户作相应补偿。“照付不议”合同约定了上游承担资源开发风险，下游承担市场开发风险，上下游通过合同约束实现风险共担、利益共享，是天然气行业特有的经营模式。

在中油恒燃被否之前，A 股市场上已经有重庆燃气、深圳燃气、陕天然气、长春燃气等天然气行业上市公司；在中油恒燃被否以后，安徽省天然气开发股份有限公司和新疆鑫泰天然气股份有限公司接连过会，且在安徽天然气发审会上，发审委

同样对“照付不议”合同进行了提问。可见，类似“照付不议”合同等对企业持续盈利能力构成重大影响的行业特殊经营模式确实会在审核中引起关注，但是真正可能导致被否的并非“照付不议”合同本身，而是不执行合同约定的违约责任对企业持续盈利能力的影响。

2.大客户重大依赖：被否典型案例之天邑通信

天邑通信的客户主要为中国电信、中国联通和中国移动三家通信运营商，其中报告期内对中国电信集团公司以及下属各地区分公司的合并收入占公司营业收入的比例均达80%以上且逐年增加。考虑到我国目前通信运营商的格局，天邑通信的这一客户情况本可解释得通，然而天邑通信向中国电信销售的产品价格多数高于中国联通、中国移动（部分产品售价差异高达一倍之多）这一情况受到发审委质疑。发审委关注到：销售给中国电信产品价格的合理性以及是否具有可持续性；主营业务集中于中国电信的原因；向中国电信销售的产品价格多数高于中国联通、中国移动的可持续性；天邑通信招投标是否符合法律法规、国家有关政策规定。

大客户重大依赖在审核中往往引起关注，但并不一定构成发行上市的障碍。从过往案例来看，大客户重大依赖有被否的（例如麦格米特、迪贝电气等），有主动撤回的（例如珠海越亚等），也有顺利过会的（例如华源包装、高伟达、网达软件、上海亚虹等）。对于大客户重大依赖问题的解决途径主要包括：（1）

通过扩大自身销售渠道降低第一大客户销售比例，证明发行人的产品确实具备竞争力，如华虹计通、华源包装、网达软件等案例都是通过此方式，最终过会；（2）发行人通过报告期甚至更长的一段时间证明与大客户的关系稳定，本身产品在市场上具备竞争力，盈利能力较为稳定，如全通教育、贝肯能源等案例，在上会前第一大客户的销售占比依然较高，但本身业务财务数据过硬，与大客户关系也较为稳定，在市场上具备竞争力。

（三）关联交易问题

从 2016 年被否案例来看，汉光科技、科龙建筑、南航文化、四川新闻网、金马科技的发审委问询问题均涉及关联交易问题。汉光科技的关联交易较多，与实际控制人中船重工的下属子公司中船重工财务有限责任公司之间有大额的资金往来，汉光科技向中船财务的借款既没有签订相应的金融服务协议，也没有履行应有的表决程序，关联交易的合规性存在重大疑问。科龙建筑与汉光科技的情况类似，吉林科龙向公司实际控制人频繁借入大额资金，该借款也未签订相关的借款协议或合同。南航文化拥有的主要航机媒体资源渠道均是从关联方取得，发审委问询对于关联交易定价是否公允予以重点关注。金马科技一案，发审委对关联交易进行了系列提问，非常具有代表性，具体内容包 括：关联交易的必要性、交易定价的公允性、与同期无关联第三方的销售毛利率差异原因、规范关联交易的承诺整改措施、减少关联交易对经营业绩影响等。

企业在 IPO 过程中，并不是禁止关联交易；但是如果关联交易不公允，发行人和控股股东、实际控制人之间存在利益输送；或者发行人的业务对于关联交易存在重大依赖，则极有可能成为被否的理由。

（四）合规经营问题

企业存在重大法律瑕疵一直是 IPO 审核的红线，因此合规经营就显得尤为重要。2016 年被否案例中，部分企业的发审委问询中涉及合规经营问题。

锦和商业主要承租运营的土地存在实际使用情况与规划用途不一致的问题，涉及超过 76% 的主营业务收入；西点药业未就其主营产品的专利使用权签订形式齐全的《专利授权使用协议》；中油恒燃与中石油签订“照付不议”合同，未按合同履行付款义务合计超过 1 亿元；硕人时代报告期内存在部分外包施工方不具备资质而从事相关业务的情形；巅峰智业在承接业务过程中应履行招投标程序而未履行，涉及的金额和比例较高，且签署了超越资质的设计服务合同；西点药业和智讯创源均面临市场推广费的确认与核查问题，背后潜藏的是是否涉嫌商业贿赂问题；丸美生物被发审委问到是否涉嫌传销。

【市场前沿】

2016 破百立新⁹

辞旧迎新，时代蝶变。2016年，对上交所主板来说是不凡的一年，充盈着“新意”的一年。

进入新世纪以来，上交所按年统计的新增上市公司首次破百。

在百余家新公司中，代表着新经济的因子不断涌现于沪市资本市场中。截至2016年底，沪市上市公司中，战略新兴公司的占比已接近三分之一。

2016年，那些代表“新”的因子如同细胞孕育、分裂和合成，不断演化，从“野蛮生长”走向“适者生存”。

2014年3月前，企业申请在上交所主板上市，企业公开发行股数需要达到5000万股以上，即需要具备1.5亿元以上的股本规模。

2014年3月政策调整后，企业上市地选择不再与股本规模挂钩。越来越多的中小规模企业与战略新兴产业企业申请在上交所主板上市，沪市上市公司结构持续优化，服务实体经济效能不断提升。

⁹ 来自“上交所发布”微信公众号；文章为精简版，如需全文，请与发行上市部联系。

截至 2013 年底，沪市 953 家上市公司中，战略新兴上市公司约 200 家，占比 21%，中小规模企业（总股本 2 亿股以下，下同）仅有 58 家，占比 6%。

2014 年政策调整后，当年沪市新增上市公司 43 家，其中，战略新兴上市公司 19 家，占比 44%，中小规模企业 17 家，占比 40%；2015 年 90 家新增上市公司中，战略新兴上市公司 28 家，占比 31%，中小规模企业 44 家，占比 49%。2016 年 103 家新增上市公司中，战略新兴上市公司有 34 家，占比 33%，中小规模企业 35 家，占比 34%。

截至 2016 年底，沪市 1182 家上市公司中，战略新兴上市公司 318 家，占比 27%，比三年前提升 6 个百分点，中小规模企业 101 家，占比 9%。（摘编：张冯彬）

【课题研究】

纽交所、纳斯达克和上交所对标分析及启示¹⁰

上交所资本市场研究所 廖士光、史婧 、缪斯斯、张晓斐

为将上交所建设成世界级交易所，更好地提升资本市场服务实体经济能力，本文从宏观环境、市场发展两个维度，将上交所同纽交所、纳斯达克进行对标，找不足，补短板，强基础。

一、宏观环境对标

（一）经济总量

从宏观经济规模看，美国和中国分别是全球第一和第二大经济体，但中国经济增速显著高于美国。中国经济的高速发展为资本市场的长期健康发展奠定了坚实基础。依托中国宏观经济总量的不断扩张，上交所市场的发展空间和增长潜力巨大，未来 5 到 10 年将是上交所实现赶超式发展的重要战略机遇期。

（二）产业结构

作为成熟市场国家，美国的三次产业结构相对稳定。从 2000 年至 2015 年，第一产业在 GDP 中的占比始终在 1% 左右，第二产业占比由 22% 缓慢降至 19%，第三产业占比由 77% 逐渐升至 80%。作为新兴市场国家，中国的产业结构不断优化。从 2000 年至 2015 年，第一产业在 GDP 中占比由 15% 大幅降至 9%，

¹⁰ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市部联系。

第二产业占比由 46% 缓慢降至 40%，而第三产业占比则由 40% 大幅升至 51%。2015 年，第三产业增加值占 GDP 的比重首次超过 50%，服务业成为推动中国经济快速增长的重要力量。

分析中美两国第三产业中占比最高的前五大行业，可以发现，中美两国第三产业均呈现金融地产业占比较高的行业分布特征，两者占 GDP 的比重分别约为 15% 和 20%。

随着中国经济领域供给侧结构性改革的深入推进，国民经济产业结构有望进一步优化，大量以新产业、新技术、新业态、新商业模式为代表的新经济将不断涌现。新经济快速发展，将上交所注入了新的增长动力。一方面输送大量优质上市资源，做大增量；另一方面，给提供大量并购重组资源，优化存量。

二、发展情况对标

（一）市场规模

截至 2016 年底，美国和中国的证券化率¹¹分别为 152% 和 75%，中国证券化率仅为美国一半左右。纽交所市场股票总市值约 19 万亿美元，排名全球交易所首位；各行业上市公司市值分布较为均衡，其中，市值最大的行业是金融业，市值占比 18%。纳斯达克市场股票总市值为 8.4 万亿美元，市值排名全球第二位；信息技术行业是市值最大的行业，市值占其全市场股票总市值的 46%。上交所市场的股票总市值为 4.7 万亿美元，市值

¹¹ 由于缺少 2016 年 GDP 数据，美国证券化率指 2016 年底纽交所和纳斯达克市场上市公司股票总市值与 2015 年 GDP 的比值，中国证券化率指 2016 年底沪深市场上市公司股票总市值与 2015 年 GDP 的比值。

排名全球第四位；以金融类上市公司为主，市值占比高达 33%。

纽交所市场上市公司的行业分布基本反映了美国宏观经济的产业结构，纳斯达克市场上市公司行业分布则反映了 20 世纪 80 年代以来美国新经济的发展状况，上交所市场上市公司行业分布同当前中国宏观经济的产业结构大致相同。从市场规模和行业结构角度考察，上交所亟需加强对创新创业型公司的服务，满足其多元化的投融资需求，这也从另外一个侧面反映出上交所市场的发展空间广阔、增长潜力巨大。

（二）市场层次

1、市场结构

目前，纽交所共有主板、中小板和高增长板三个板块。主板市场主要服务大中型企业，中小板市场主要服务市值规模较小、处初创阶段的高成长企业，高增长板市场主要提供股票交易、ETPs（交易所交易产品）的上市和交易服务。纳斯达克主要通过内部分层完善市场层次，下设全球精选市场、全球市场和资本市场三板块。全球精选市场上市标准最高，与纽交所主板竞争大型优质企业类上市资源。全球市场属于中间层次，主要服务中型企业。资本市场是纳斯达克建立初期最早设立的市场层次，上市标准最低，主要服务小微企业。纳斯达克全球市场、资本市场与纽交所中小板市场竞争中小企业类上市资源。

纽交所和纳斯达克市场结构趋同化的演变历程显示，双方都在积极向对方优势板块延伸，各自都形成了层次清晰、覆盖

广泛、互动良性的市场结构，能够更好地满足企业的多元化融资需求。同纽交所和纳斯达克相比，上交所只有主板市场单一板块，市场层次单一，企业上市条件单一，无法满足不同类型企业多元化的投融资需求。

2. 上市条件

目前，纽交所和纳斯达克各板块均提供多套上市标准供企业自主选择，且允许未盈利企业上市。纽交所和纳斯达克上市标准主要由财务指标和流动性指标组合而成，其中，财务指标主要包括“市值”“总收入”“税前利润”“现金流”“总资产”和“股东权益”等；流动性指标主要包括“公众持有股份”“公众持有市值”“全部股东”“整股股东”“成交量”和“做市商”等。上交所主板市场的上市条件单一，且对拟上市企业的持续盈利能力要求较高。根据证监会颁布的《首发办法》，盈利性仍是监管层核准公司能否发行上市的核心要求。

同纽交所和纳斯达克相比，上交所对企业发行上市的要求严格、标准单一、包容性低，很难满足一大批中小创新创业成长型企业多元化的融资要求，不利于提高资本市场服务经济转型与产业升级的能力。

（三）产品体系

纽交所和纳斯达克主要通过兼并收购方式，成功从传统单一股票市场转变成产品体系完备、现货和衍生品齐全、境内外产品并行发展的金融产品超市。纽交所的产品线主要包括股

票、基金、固定收益产品和衍生品等。纳斯达克的产品线主要包括股票、固定收益产品、基金、衍生品和私募股权等。上交所初步形成覆盖股票、衍生品、基金和债券等品种的产品体系，但产品规模结构并不均衡。

同纽交所、纳斯达克相比，上交所的产品规模结构有待完善，存在“大股票、中债券、小基金和微衍生品”的规模格局。同时，在每一大类产品中，细分产品种类有待丰富，特别是股票衍生品，仅有 50ETF 期权一只产品。

（四）收入结构

境外成熟市场证券交易所的收入通常来源于上市、交易、清算、信息和技术服务等业务。纽交所和纳斯达克主要通过兼并收购方式，迅速拓展业务覆盖面，实现交易所前后台业务一体化，优化了收入结构。2015 年，纽交所上市服务收入占比从 2013 年的 2% 大幅升至 9%；交易和清算业务收入占比接近 70%。纳斯达克的上市服务、交易服务、信息服务和技术解决方案收入比重分别为 8%、61%、15% 和 16%。上交所的收入结构仍以传统的交易业务收入为主，信息业务和技术业务收入占比较低，业务收入集中度过高。以 2015 年为例，交易业务收入占比高达 96%。

同纽交所、纳斯达克相比，上交所的收入结构仍然较为单一，主要以交易业务收入为主，而体现核心竞争优势的信息和技术业务收入占比过低。交易所收入来源过度依赖交易业务，

容易导致经营业绩稳定性低、持续性差。

（五）交易机制

纽交所和纳斯达克交易所的交易机制相似。在交易模式方面，纽交所证券交易采用基于交易大厅的代理-竞价混合交易模式，交易双方的买卖订单通过代理人参与市场竞价。另外，纽交所还新设补充流动性提供者角色，其职责是为市场提供额外的流动性。纳斯达克的证券交易采用竞争性做市商制度，每只股票由多位做市商负责做市。在订单类型方面，目前纽交所订单类型有 50 多种，纳斯达克有 20 多种。在价格稳定机制方面，纽交所和纳斯达克均设置指数熔断机制和个股涨跌幅限制机制。另外，纽交所和纳斯达克均允许证券日内回转交易。上交所的交易机制较为简单。在交易模式方面，采取竞价交易模式。在交易订单类型方面，有最优五档即时成交剩余撤销申报型市价订单、最优五档即时成交剩余转限价申报型市价订单以及限价订单。在价格稳定机制方面，对股票交易价格设置涨跌幅限制。不允许股票日内回转交易。

同纽交所、纳斯达克相比，上交所的交易机制较为简单，股票交易采取竞价方式，个股价格实施涨跌幅限制，不允许日内回转交易，在市场极端行情下容易出现流动性枯竭的异常现象。同时，上交所的交易订单类型有限，很难满足不同类型投资者多元化的投资需求。

（六）市场监管

为解决商业盈利和自律监管之间的冲突，纽交所和纳斯达克将监管会员和市场的职能移交至美国金融业监管局（FINRA），交易所仅承担日常市场监控和上市公司监管的职责。纽交所和纳斯达克均设有监管委员会，负责监督交易所的自律监管工作。监管委员会下设审查委员会和首席监管执行官。审查委员会负责审查董事会的纪律处分决定、限制或终止证券上市交易的决定，对违规行为处罚、证券上市和退市、监管工作、规则制定（包括监管、交易规则）等事项向董事会提出建议。首席监管执行官监督管理交易所的日常监管，并定期向监管委员会汇报工作。市场监察部和上市部主要负责日常市场监控和上市公司重大信息披露监管。上交所承担证券市场的一线监管职责，形成了上市公司监管、会员监管和市场交易监管为核心的“三位一体”式自律监管框架。上交所与证监会稽查执法机构开展合作联动，一旦发现违法违规行为或线索，立即上报证监会并由其负责调查。同纽交所和纳斯达克相比，上交所全方位监管上市公司、会员和市场交易。但也存在监管压力大、监管资源少、自律监管独立性低等问题。

（七）组织治理

纽交所和纳斯达克采取集团公司运营模式，以子公司或事业部制方式运营各类交易市场，拓展业务范围。根据产品和市场主体特点，纽交所集团下设多个子公司，主要负责主板、中小板和高增长板的运营。每个子公司的运营相对独立，均设有

董事会、专门委员会、管理层和业务部门。纳斯达克为控股集团，与纽交所集团类似，通过子公司运营不同类型交易市场。同时，纽交所和纳斯达克对高管、顾问和骨干员工设有多元化的股权激励计划，以市场化的薪酬福利激励员工。以 2015 年为例，纳斯达克发行 950 万新股（约 2.6 亿美元）用于股权激励计划。上交所为会员制交易所，组织结构较为单一，主要以职能划分部门。近年来，由于缺乏市场化薪酬激励和约束机制，尽管员工数量持续增长，但员工流动较大，部门负责人和骨干员工持续流出，给交易所长期发展带来一定的不利影响。

同纽交所和纳斯达克相比，上交所未能充分利用子公司或事业部制组织形式拓展产品和业务条线，存在内部管理机关化和行政化等问题，缺乏市场化的薪酬激励和约束机制。

三、对标启示

对标结果显示同纽交所、纳斯达克比，上交所在市场层次、产品体系、收入结构、交易机制、市场监管、组织治理等方面存较大差距，未来 5 到 10 年是上交所实现赶超式发展的重要机遇期。因此，据对标结果，上交所可从推动内部分层、丰富产品体系、优化内部治理三方面入手，补短板，提竞争力。

第一，推动市场内部分层。将现有主板分成主板精选、主板和新兴板。主板精选市场覆盖规模大、业绩优、流动性好、发展稳定、分红能力强的大型优质蓝筹企业；主板市场服务规模较小，盈利能力暂时较弱的中小成长性企业；新兴板市场服

务具有新技术、新产品、新业态等新经济元素的新兴企业。不同板块在发行上市条件、交易、监管、公司治理与运作、投资者准入等方面实施差异化安排，为不同类型企业和投资者提供差异化的融资和投资服务，形成主板精选、主板、新兴板差异化发展、互为补充、良性互动的新格局。

第二，丰富产品体系结构。以现货市场为基础，打造产品覆盖股票、债券现货的结构完备、种类丰富、功能健全、风控有效的场内衍生品市场。利用股票、债券现货市场优势，以产品创新为核心，横向拓宽产品类型，搭建覆盖期权、期货等基础衍生品和股票挂钩票据、牛熊证等结构化衍生品的产品体系；纵向开发以股票、债券、外汇、商品等为标的衍生品。完善现有产品体系的配套制度与机制，实现市场间良性互动。尝试通过自建或收购方式纵向整合衍生品业务链条，实现衍生品开发、交易、登记、清算、结算产业链的一体化。

第三，优化内部组织治理。尝试建立贯穿前中后台，分别覆盖债券、衍生品业务全流程的债券子公司（事业部）、衍生品子公司（事业部）。培养可以支撑和保障产品业务创新梯队式运作的人才团队，实现产品创新和发展的持续化和常态化。建立以业务导向为主、高效灵活的组织结构，推动“以岗定薪”为导向的薪酬制度改革。完善网状化的跨部门工作小组模式，增强内部运作的机动性和多变性，提升决策管理效率和业务执行能力。（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：王新苗)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市部

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：20120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构