北交所的三道关口
——专访太平洋证券原副总裁程晓明

北交所由新三板脱胎而来，它并不是一个新生儿，但也需要过三个关口：一是要降低交易门槛，二是要加速扩容，三是要实施做市商制度。

文 | 本刊访谈主笔　马力

北京证券交易所定位于服务中小企业，特别是专精特新中小企业。北交所的设立对于中国多层次资本市场建设意味着什么？它的推进路线图是怎样的？对于投资者而言，又该如何抓住其中的机遇？

近日，本刊专访了太平洋证券原副总裁、有“新三板第一人”之称的程晓明博士，请他解读北交所设立背后的深刻逻辑。

● **问**：您在2015年接受《英大金融》采访时谈到，从1993年您在中国证券业协会第一次翻译纳斯达克交易规则的那天起，就预感到中国必将有自己的纳斯达克，如今以新三板为基础的北交所设立对于中国多层次资本市场建设意味着什么？

● **答**：北交所的推出，意味着中国多层次资本市场建设的最后一块拼图给补上了，新三板的从业者也终于等到了最高规格的官宣。这15年里，新三板遇到很多挫折，也有很多机遇，历经全国股转系统，再到北交所，一系列的规定最终串联起来，未来将会是中国的“纳斯达克”。

中国经济格局现在面临的问题，不只是东西部差距，还有南北差距。GDP排名前十的城市中，整个北方地区只有北京一个城市，甚至连天津这个直辖市的GDP都滑落前十以外。究其原因，其中一个就是北方资本市场相对于南方落后。证券交易所是经济运行的心脏，沪深交易所每天成交量达数千亿元甚至万亿元，由于二级市场交易活跃，一级市场融资功能也被带动起来。比如深交所旁边的粤海街道居委会管着超过100家上市公司，这里的经济发展得又快又好。

除了地域因素，北交所这块最后的拼图还弥补了做市商的交易制度。证券交易需要定价，需要对企业进行估值。估值有两种方法，一种是竞价交易；另外一种是做市商报价。

主板为传统企业服务，采用竞价交易，

投资人可以根据公司披露的信息对企业进行估值；而科创板、新三板上市的企业代表着这高科技领域，意味着其发展有较大的不确定性，投资人难以独立判断公司价值，因此需要专业的做市商来引导。目前北交所已明确引入做市商交易机制。

● **问**：上海的科创板从 2018 年 11 月 5 日宣布建立到 2019 年 7 月 22 日首批 25 家企业在科创板鸣锣，用时 259 天，历经三道关口：确定坚持面向硬核科创企业，投资者门槛设为“50 万 +2 年”，“保荐 + 跟投”的制度创新。自 9 月 2 日宣布设立北交所以来，各项政策陆续发布，它的推进路线图会怎样？

● **答**：北交所由新三板脱胎而来，所以它并不是一个新生儿，但也需要过三个关口：一是要降低交易门槛，二是要加速扩容，三是实施做市商制度。

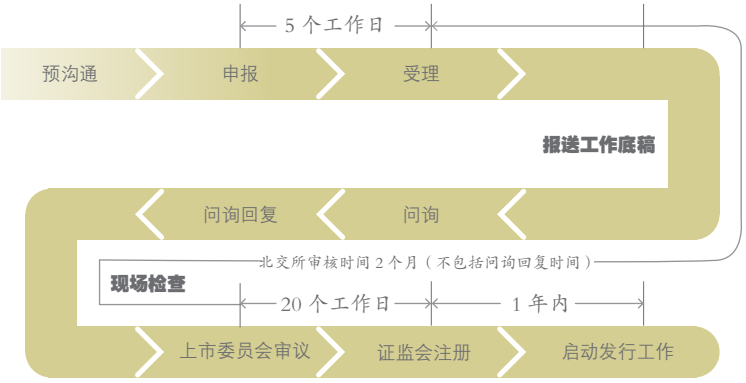
从新三板八年多的实践看，投资者规模对中小企业的价值发现和长期资金的入市都具有直接影响，适当调降创新层投资者门槛，有利于充分发挥市场各方合力。

9 月 17 日，北交所明确个人投资者准入的资金门槛为证券资产 50 万元，机构投资者准入不设置资金门槛。自规则发布之日起，投资者即可预约开通北交所交易权限。同时，创新层投资者准入资金门槛由 150 万元调整为 100 万元。此次投资者门槛的下降响应了市场呼吁，这些年圈内给我起了一个外号叫“程门槛”，我一直呼吁降低新三板的投资门槛、增加流动性。因为不降低投资门槛，交易起不来，交易起不来就没有股价，上市公司就不知道未来以什么样的价格能融到资金。

交易所最重要的功能之一就是“定价”。企业搞科技创新，如果没有后续的资金供给，科技创新就不可能持续，企业就是九死一生。证券市场不仅仅是简单的融资功能，还要给企业一个定价依据，给市场一个预期，即今天、明天、后天投资企业的成本和收益会是怎样。因此，通过活跃交易形成的股票价格非常重要，只要市场有流动性，投资人对企业有信心，股价就不崩盘，企业暂时亏损不是问题，再融资的时候，投资人对企业仍然有定价参考。从新三板八年多的实践看，投资者规模对中小企业的价值发现和长期资金的入市都具有直接影响，适当调降创新层投资者门槛，有利于充分发挥市场各方合力。

● **问**：关于第二个关口——扩容问题，《英大金融》在之前的封面策划《十问新三板》《新三板大改革》也关注到，新三板自 2013 年扩容后，到了 2017 年年底，挂牌企业数量达到 11630 家。但到了 2018 年和 2019 年，新三板陷入了低谷，不断有企业选择摘牌退市。现今，根据规则，精选层公司将全部平移到北交所，北交所新增上市公司将在新三板创新层公司中产生。您如何看北交所扩容的速度和数量？

北交所 IPO 规则——审核与注册程序



> 资料来源：中金公司

● **答**：困扰中国企业上市最大的一个问题，就是门缝太窄。中国企业上市难，表面上是上市门槛太高，内里则是门缝太窄，每年的 IPO 企业上市的数量太少、审批太慢。我相信北交所会在相当程度上解决这个问题，扩容速度会比科创板、创业板快得多，沪深交易所一年上市企业 300~500 家，我相信北交所头两年上会有 1000 家企业上市，以后按照市场情况该多少是多少，一开始扩容快一点很重要。

这里面也包括对注册制的理解，可以有三条。第一条是“打开门缝”，降低上市门槛，增加上市企业数量。第二条用退市来倒逼上市，真正的上市条件不仅包括企业上市时的条件，更应该包括企业上市以后需要保持的条件，某种意义上，退市条件才能说明最有意义的上市条件。真要抓上市公司的质量，与其抓上市环节，不如抓退市环节。第三条就是用股价和交易量作为退市标准。股价代表投资人对公司价值的判断，交易量代表公众的关注度。

● **问**：您刚才提到北交所要实施做市商制度，请您就这北交所的第三道关口深入谈谈。

● **答**：1993 年我在中国证券业协会第一次翻译纳斯达克交易规则时，就意识到做市商制度的重要性。双向报价机制迫使做市商在一般情况下会老老实实地把他对一个公司的估值直接告诉投资者，以引导投资者、引导市场对高科技公司合理定价。纳斯达克定下的上市条件实际不是企业挂牌上市的条件，而是其上市以后保持持续上市资格的条件，股价过低也是退市的标准之一。所以，北交所引入做市商制度，一定程度上保证了上市公司股票价格的合理性，这也为退市标准提供了参考，有助于引导投资者对创新企业进行合理定价。

● **问**：对于投资者而言，北交所有哪些值得关注的机会？

● **答**：北交所适合规模偏小但成长性好的创新型企业，特别是未来行业景气度比较高、被普遍看好的企业。2019 年至 2021 年，工信部公布了三批专精特新“小巨人”企业名单，共计 4762 家，其中在新三板挂牌的有 369 家，沪深上市公司有 292 家，合计 661 家，占总数的 13.88%，还有数千家“小巨人”尚未上市，这是机会。

对投资者来说，任何事情都有两面性，既然是投资就有风险。北交所的中小科技企业业绩波动很大、风险也很大。从交易制度看，北交所每天的波动上限是 30%，而科创板、创业板是 20%，A 股是 10%。所以，投资者自己要对交易规则做足功课，对自身的风险承受能力有一个合理预估。还是那句老话，股市有风险，投资需谨慎。