从新三板到北交所，关键要破解流动性难题

北交所要想真正发展起来，就要改变永远当“学前班”的定位，不能把在北交所上市作为企业去沪深交易所上市的培育过程。

文 | 刘彪

建设多层次资本市场体系，是指资本市场能够针对企业不同的成长阶段，匹配不同的融资规模及风险，以此实现资本市场的供求平衡。

而我国发展多层次资本市场，改革的深水区就在新三板。

2021 年 1 月，根据国家统计局的初步核算，2020 年我国 GDP 首次突破 100 万亿元，在受疫情冲击的情况下仍然比上年增长 2.3%，成为疫情中全球唯一保持正增长的主要经济体。根据国家市场监督管理总局公布的 2020 年全国市场主体发展基本情况统计，我国注册的市场主体已经达到 13840 万户，其中企业法人就超过 4000 万户。作为世界第二大经济体，中国企业数量庞大且层次分明，呈现了明显的多元化特征，它们既有挺进世界 500 强的大型集团和市值全球领先的科技巨头，也有以民营企业为代表的中小企业，尤其是中小企业数量最大、活力最强，贡献了超过 80% 的就业、70% 的技术创新和 60% 的经济增长，是国民经济的重要支柱。

从需求端看，中国的经济和企业结构首先就决定了中国需要一个多层次且重点考虑中小企业的融资环境，只有多层次的资本市场才能更好地为不同层次的企业提供服务，也只有这样才能最终推动经济健康发展，促使中国的战略新兴产业从无到有，从小到大。其次，从投资角度看，投资者资金量、投资目标和策略、风险承受能力不同，也有不同的投资需求。

从供给端看，我国沪深交易所企业上市资源供给严重不足，千军万马过独木桥的局面始终没有解决，仅靠沪深交易所无法完全发挥资本市场服务实体经济的作用，必须发展多层次的资本市场。虽然我国已经有中小企业股份转让系统（即“新三板”），但是由于交易制度、门槛限制等问题，不仅流动性匮乏导致企业挂牌的意愿日趋下降，许多企业甚至后悔挂牌，投资者由于无法获得相应的投资收益也大量离场，新三板已经到了必须转型的瓶颈期。

北交所和未来的新三板既然是层层递进关系，就应该伴随企业的优胜劣汰，大力探索较为便捷的上升下沉机制，让“新三板+北交所”形成类似美国纳斯达克市场的组合。

设立背后有何深意

过去两年，全球宏观环境云谲波诡，但综合研判世界发展大势，经济全球化是不可逆转的时代潮流。北交所在这个时候宣布设立，首先就标志着中国对外改革开放的信心将毫不动摇，而中国的经济也只有沿着改革开放的思路奋进，才能健康持续地发展。

其次，今年国务院发布《中国国民经济和社会发展第十四个五年规划（2021~2025 年）》，提出“提高金融服务实体经济能力，健全实体经济中长期资金供给制度安排，创新直达实体经济的金融产品和服务，增强多层次资本市场融资功能”。大国崛起必然需要强大的资本市场作为后盾，北交所的成立影响深远、意义重大。

再次，当前金融风险化解仍然不能掉以轻心，而克服过去以传统商业银行业务为代表的间接金融的风险问题，就需要大力培育以资本市场为代表的直接融资，形成双轮驱动。我们的资本市场不仅要成为中国金融发展的重要组成部分，还需要在今天金融改革和化解金融风险的进程中挺身而出。

最后，传统商业银行的抵押贷款模式更有利于大型企业、国有企业，金融业对中国的科技创新尚未起到足够的支撑作用，民营企业融资难、融资贵也成为难以逾越的鸿沟。北交所作为服务创新型中小企业的阵地，将在未来为民营企业、中小企业、创新企业提供有效的融

资场景，而这三类企业也将成为北交所成长中的三面重要旗帜。

“上中下”关系如何处理

20 世纪 90 年代初，为了发展中国的资本市场，我们成立了两所两网，即沪深交易所和北京的 STAQ 系统和 NET 系统。北交所的前身——中小企业股份转让系统虽然于 2013 年才开始正式运营，但之所以被叫作“新三板”，就是和北京的“老三板”STAQ 系统相对应，新三板成立以后，它到底是交易所还是交易场所的争论也一直不断，所以北京摸索建立交易所历史悠久且历经坎坷。

北交所由新三板改组而来，将原来的精选层进行总体平移，提出与沪深交易所进行“错位发展”，并同步试点证券发行注册制，而基础层和创新层则保留在新三板，维持了过去三个层次不断递进的关系。至此，北交所的设立自然就存在三个最重要的关系问题需要回答。

一是北交所与证监会的关系。在处理新三板的问题上，过去监管机构总认为已经有沪深交易所，新三板主要为企业提供基础的股权流动平台，在多类别的交易制度和更低的投资者门槛方面，新三板都被认为尚不具备条件。北交所作为新试点，不仅未来上市的企业更加有创新意识，在监管政策上也应该有更高的容错率和更精确的针对性。特别是在监管理念上，北交所要克服传统针对货币金融的监管理念，比如在沪深交易所，曾以股票价格的“波动率”为指标进行市场引导，在新三板就完全不适用，因为作为初创市场就应该先保证活力和价格波动。北交所应该探索与证监会之间更合理的分工，譬如从股权结构和治理结构入手，探索全新的模式，而不再把交易所当做证监会的“前哨阵地”，这对完善我国整体的交易所体制具有重要意义。

北交所应该探索与证监会之间更合理的分工，譬如从股权结构和治理结构入手，探索全新的模式，而不再把交易所当做证监会的“前哨阵地”，这对完善我国整体的交易所体制具有重要意义。

二是北交所与沪深交易所的关系。京沪深三个交易所在多层次资本市场建设中，要想避免同质化发展，就必须明确各自的定位。目前来看，三大交易所中，北交所的企业规模相对较小，未来面临的风险相对更大，因此对投资者的限制更多，而选择在北交所上市的企业在短时间内的估值和流动性都难以达到沪深交易所的状态。但北交所要想真正发展起来，就要改变永远当“学前班”的定位，虽然目前继续保留和沪深市场的转板制度安排，但北交所作为一个独立发展的市场而非预备市场，转板主要应该理解为上市地的转换，而不能把在北交所上市作为去沪深交易所上市的培育过程。三个交易所虽各有侧重，但是仍应该在政策层面尽量一致，以实现竞争中的繁荣，而北交所尤其需要为创新型的中小企业量身打造一套合适的交易和监管基础制度。

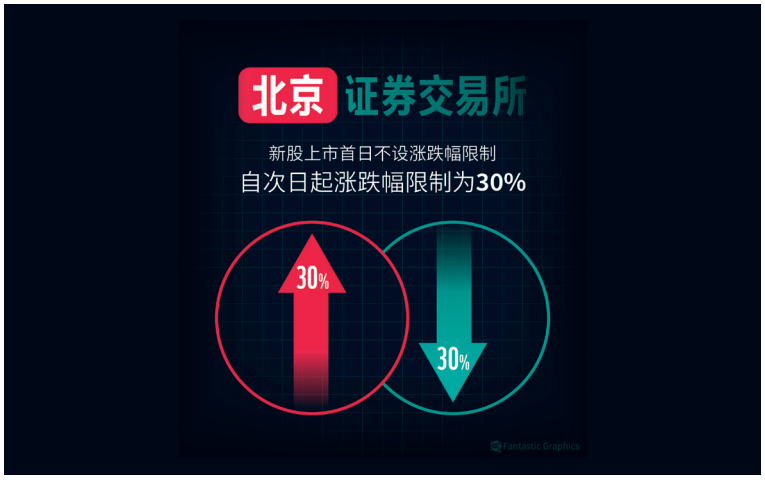
三是北交所与新三板的关系。如何理解中国多层次资本市场建设中“错位、递进、互通”三种关系？北交所成立以后，最大的受益者是原新三板精选层企业，它们可以无需转板直接就成为上市企业，原来的基础层和创新层企业，还可以在发展后继续申报成为北交所的上市企业。美国也有多个不同的证券市场，因为小公司在发展中自然壮大，所以不同的市场必然存在一定的交叠，但是美国多层次资本市场“金字塔”结构明显，要求越低、规模越小的企业数量越多，板块上下之间可以随着企业的发展或萎缩而流动，有比较完善的升降转板机制。北交所和未来的新三板既然是层层递进关系，就应该伴随企业的优胜劣汰，大力探索较为便捷的上升下沉机制，让“新三板 + 北交所”形成类似美国纳斯达克市场的组合。

新三板旧疾怎么破

大力发展直接融资特别是股权融资，推动多层次资本市场建设，已经成为金融创新发展的共识。北交所的成立更是拉开了新一轮金融改革的序幕。过去新三板定位不清，直接导致制度建设无法向前，诸多暴露出来的制度缺陷也没有弥补。

比如交易制度上，协议转让和做市商制度严重落后于市场普遍性的交易需求，最终导致交易需求方交易成本极大提高，甚至扭曲了市场价格。新三板分层制度出来以后，引入了更便捷的交易制度，过高的投资者门槛又极大限制了交易效果。特别是精选层企业，本身作为新三板中的“优中选优”，有更高的监管和披露要求，付出了大量的合规成本，但是完全无法享受类似在沪深交易所一样的差异化待遇，正是这样，才导致无论是挂牌公司。投资人，还是中介机构都如同被“困”在了新三板中。

打破曾经新三板时期的尴尬局面，流动性是关键中的关键。



股票的价值分为两部分，一部分是本身对应的公司价值，另一部分是方便交易带来的流通性溢价，有流动性溢价才能针对“预期”交易，这是资本市场存在的基石。但过去新三板总体交易规模小、投资不活跃，某些公司虽然挂牌但是股票却长期没有成交量。如今全新建设北交所，制度改革允许试错，应该分阶段大胆推进各种办法解决过去困扰新三板的流动性问题。

加强北交所的流动性，具体可以在融资侧和投资侧发力。

从融资侧看，过去新三板以定向增发为主要融资手段，条件相对沪深交易所也更加宽松，但是定向增发向符合条件的少数特定投资者非公开发行股份，对公司本身的情况和社会认可度要求很高，无论是企业常用的可转债还是信用债，新三板公司都仍需要上交所和深交所的配合作战才能实施。

从投资侧看，A 股中具备一定资金规模的社保基金、险资和公募基金等，过去投资新三板精选层企业都有一定限制，证监会也制定了包括《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》等一系列文件。未来，随着北交所的转型，这些束缚原精选层的制度都应根据实际情况进行大量调整。

自北交所宣布设立以来，一系列改革新三板、振兴北交所的措施纷至沓来，对许多传统的观念都带来了冲击。但这些改革对首都北京而言，对目前在新三板挂牌的近万家企业而言，却是在漫长的等待中刚刚迎来春天。从新三板到北交所，一定要认识到中国建设多层次资本市场的理论逻辑和实践逻辑，从全面提振流动性入手化解过去新三板的痼疾，才能不负中央化解中小企业融资难题、推动我国金融市场从间接融资向直接融资转型的厚望。

（作者系中国政法大学资本金融研究院研究员、商学院世界经济博士后）