

打造服务创新型中小企业主阵地

北京证券交易所设立两周年特刊

A04

2023/9/4 星期一 责编/钟志敬 美编/韩景丰

北京大学教授刘力：

北交所深改推动多层次市场互联互通迈上新台阶

“从区域性股权市场到新三板，允许优质中小企业在北交所上市，再到稳妥有序推进北交所公司转板，多层次市场互联互通机制功能不断增强，将更好地发挥资本市场服务中小企业创新发展。”9月3日，北京大学光华管理学院金融学教授刘力接受中国证券报记者采访时表示，“《关于高质量建设北京证券交易所的意见》（简称《意见》）为广大高质量、具有良好发展前景的‘更早更小更新’的创新型高科技中小企业开辟了一条独具特色的资本市场发展路径：先到北交所上市融资，经过几年北交所市场的培育后，如果企业愿意并具备相应资质，就可以转去沪深市场，可谓是攻守兼备。”

《意见》提出，“坚持敬畏市场、敬畏法治、敬畏专业、敬畏风险，形成合力的监管理念”。刘力说：“这将为北交所高质量发展奠定坚实的制度基础，有助于市场主体形成良好预期，进而有利于市场主体界定自身行为，更好地在北交所发展。”

●本报记者 吴科任

中国人民大学赵锡军：政策有望壮大北交所投资者队伍

●本报记者 傅苏颖

中国人民大学中国资本市场研究院联席院长赵锡军在接受中国证券报记者采访时表示，中国证监会发布关于高质量建设北交所的意见，为北交所进一步发挥作用，特别是发挥其特色方面的作用提供了一个路线图。

在赵锡军看来，此次监管层推出的举措很多是针对北交所目前发展过程中存在的薄弱环节而提出的针对性措施。他表示，投资者是交易所活跃交易、发挥功能的基础性要素。目前，北交所投资者数量与上交所和深交所相比相对较少，未来随着投资者适当性管理的进一步完善，部分个人投资者或将成为北交所投资者的重要来源。

“考虑到机构投资者配置原则是需要对不同类别的资产做相应配置，一般机构投资者短期内不会对配置做太大调整。为吸引这部分机构投资者进入，应不断提高服务水平，为其提供更好的服务。”赵锡军称，可考虑吸引一些相对较为新型的机构投资者进入北交所，如海外机构投资者，北交所可以考虑通过制度的完善将其吸纳进来。

赵锡军认为，目前北交所提供给投资者的交易产品相对单一，好处是专业性强，但对于扩大吸引力和影响力，特别是吸引更加丰富的投资略显不足。建议北交所增加除股票交易之外的品种，不断提升服务能力，方便投资者做各种各样的配置，以便平抑其投资风险。

赵锡军表示，此次北交所提出融资融券标的股票扩大至全市场的重要举措将有助于活跃市场，为投资者资产配置提供更多的工具。

赵锡军认为，转板并不是硬性要求。作为交易所，应朝着能够满足交易对象和投资者要求的方向不断提升自身的服务水平，以适应不同发展阶段企业的要求，为其提供优质服务。

中央财经大学教授贺强：供需两端发力 活跃北交所市场

●本报记者 杨洁

有效支撑。”

在需求端，《意见》提出，一是引导公募基金扩大北交所投资，支持北交所主题公募基金产品的注册和创新；二是允许私募股权基金通过二级市场增持其控股公司的股票。贺强表示，这些措施都有助于吸引并增加市场资金、活跃市场，“关键在于各方要落实到位，让这些举措真正发挥出我们希望的作用。”

贺强表示，活跃市场除了在供需两端发力，交易环节的各方面制度也需要改革创新，此次《意见》以优化做市机制为重点，进一步完善北交所交易制度，例如，扩大北交所做市商数量；允许做市商通过参与战略配售获取做市库存股；降低做市交易费用，降低做市成本，提升做市商参与积极性等。

贺强表示，做市商制度功能有两个方面，一是增加股票流动性、交易量，活跃市场，二是抑制价格波动、维护市场稳定性。

同时，贺强也提示：“在发挥做市商制度功能同时，也要警惕做市商不应是投机商，要防止搞偏，保护投资者利益。”

贺强表示，做市商制度功能有两个方面，一是增加股票流动性、交易量，活跃市场，二是抑制价格波动、维护市场稳定性。

同时，贺强也提示：“在发挥做市商制度功能同时，也要警惕做市商不应是投机商，要防止搞偏，保护投资者利益。”

武汉科技大学董登新：抢抓深改机遇 争做制度创新先行者

●本报记者 吴科任

“落实高质量发展要求，北交所一定要善于利用政策优势发展自我，进行突破、创新，让北交所市场定位更清晰、更具特色、更具生命力。当下，北交所已经迎来重要的发展机遇，这也是历史赋予它的使命。”董登新说，“更重要的是强调自身的独立性和市场特色，一定要主动出击寻找优质的上市资源。”

董登新希望北交所将中小型高科技企业作为重点培育对象，为此他建议：“北交所互联互通机制要进行大刀阔斧的改革，无论是上游对新三板和区域性股权市场，还是下游对科创板和创业板，都应该更包容、更开放。”

所自身的发展壮大，企业的转板需求也会减少。”

投资者门槛有调整空间

扩大投资者队伍，刘力认为是《意见》中比较有特色的一项安排。“很多声音希望降低投资者门槛，但北交所的定位是服务‘更早更小更新’的创新型中小企业，相对于沪深两市的上市公司，这些企业的风险程度更高，对投资者的投资能力和风险承受能力的要求也更高。因此，设计一定的投资者门槛是必要的，在扩大投资者队伍时也应该谨慎。《意见》提出来的制度安排，比较稳妥。”刘力表示。

近日，北交所发布实施修订后的《北京证券交易所投资者适当性管理办法》及其配套业务指南，明确已开通科创板交易权限投资者申请开通北交所交易权限时，各证券公司不再核验投资者证券资产和交易年限，不再进行知识测评，投资者签订风险揭示书后即可开通北交所交易权限。

刘力表示：“科创板对投资者有一定的资金能力和风险承受能力要求，同时北交所公司与科创板公司在科创属性上具有较高相似度，将科创板投资者与北交所进行联通具有可行性。”

北交所投资者门槛有无进一步调整空间？刘力建议，北交所可以多维度设立投资者门槛，投资经验也不应该仅以开户时间长短为依据，开了户不交易，跟没经验一样。随着北交所的发展和成熟，逐步放宽投资者门槛是可以的，也是应该的。

刘力表示：“在讨论市场流动性时，有时人们会将北交所市场的流动性与沪深两市直接对比。但北交所刚刚成立两年，沪深交易所已有30多年的发展历史，而且北交所与沪深交易所发展阶段、发展任务、市场定位等多个方面存在较大差异，将北交所与沪深两个交易所的流动性进行简单的直接对比是不太合适的，也不够公平。”

建议简化转板机制流程

服务更早更小更新的创新型中小企业，是北交所坚守的市场定位。“但是，现实中一些满足北交所上市条件，同时也期望有机会能够到上交所、深交所相应板块上市的中小企业对到北交所上市存在着一定的疑虑，它们担心一旦进入北交所，再想转入沪深交易所的相关板块，恐面临较大的难度，所以一直犹豫彷徨。但这种犹豫也可能使得这些企业不能及时进行股权融资，进而错失发展机会”。刘力说，“《意见》提出稳妥有序推进北交所上市公司转板的建议如果能够有效实施，则会在很大程度上消除这类企业的顾虑，提升他们及时到北交所上市的意愿，避免因无法及时融资而导致企业发展遭遇阻碍乃至停滞的现象发生，更好地发挥多层次资本市场促进创新型中小企业发展的作用。”

转板机制的意义不仅于此。刘力表示：“转板机制还有利于引导投资者进行长期投资、价值投资，与上市公司共成长。同时，在某种程度上，转板机制也有助于改善北交所市场流动性，提升北交所乃至整个资本市场的活跃度，为沪深交易所市场提供一些优质上市公司资源。”

“由于转板机制同时牵涉三家交易所的监管规则与实施，如何协调、有序推进转板机制非常关键。要做到有效实施，转板机制不能过于复杂和成本过高。企业在北交所上市，已经经历了在中国监管规则内的培育辅导和注册发行的全部过程并达到标准，上市后又始终在北交所和证券监管部门的监管之下。因此，北交所上市公司转板沪深交易所的审核过程完全可以合理化，降低企业转板时的成本和时间，这样才能有效地发挥转板机制的作用。”刘力说。

至于转板机制是否动摇北交所上市公司的基本盘，发生北交所上市公司流失的现象，刘力认为：“这个问题不必过度担心，因为一旦转板机制运行畅通，会吸引更多优质的中小企业进入北交所上市，填补转板企业留下的空白，而且随着北交

全力打造服务创新型中小企业主阵地的行动纲领

——评《关于高质量建设北京证券交易所的意见》

●湖南大学金融与统计学院教授、首都经贸大学创投研究中心主任 刘健钧

在北京证券交易所（简称“北交所”）宣布设立两周年之际，证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》（简称《意见》）。《意见》对于全面引领北交所高质量创新和稳健发展，进而更好发挥创新型中小企业主阵地作用，具有重要的现实意义和深远的历史意义。

坚持打造服务创新型中小企业主阵地的大局观和系统思维

《意见》强调，“支持中小企业创新发展，深化新三板改革，高质量建设北交所，打造服务创新型中小企业主阵地，切实提升资本市场服务国家战略的能力”“将健全市场功能与促进中小企业健康发展、支持高水平科技自立自强等紧密结合起来，助力‘科技—产业—金融’良性循环”。这不仅彰显了运用多层次资本市场支持创新驱动发展的大市场视野，也进一步凸显了北交所建设创新型国家建设这盘大棋中的独特地位。

《意见》提出，“争取经过3到5年的努力，北交所……契合市场特色定位的差异化制度安排更加完善，……与新三板层层递进、上下联动、头部反哺、底层助推的格局初步构建，服务创新型中小企业的‘主阵地’效果更加明显”。“再用5到10年时间，将北交所打造成……具有品牌吸引力和市场影响力的交易所，带动新三板成为创新型中小企业蓬勃发展

的孵化地、示范地、集聚地”。《意见》所明确的中长期目标不仅为北交所自身发展指明了方向，还为新三板作为北交所预备板的联动发展规划了光明路径。

明确全力打造服务创新型中小企业主阵地的一系列战略举措

在有效改善新增上市公司结构方面，《意见》提出，“按照质优、量适、步稳的要求，统筹包容性和精准性要求，……促进能够支撑市场深度、体现市场优势、具有品牌效应的企业上市，使北交所成为创新型中小企业运用资本市场发展壮大的重要平台。”其中“包容性和精准性要求”最契合创新中小企业融资的风险特点和成长性特点。

在优化发行上市制度安排方面，《意见》提出，“在坚守北交所市场定位前提下，允许符合条件的优质中小企业首次公开发行并在北交所上市”。如此，优质中小企业无需如过去那样，必须经过新三板“预科阶段的学习”才能到北交所上市，这显著提升了优质中小企业到北交所上市的便捷性。与此同时，《意见》明确，“充分发挥新三板持续监管优势和规范培育功能，优化新三板挂牌公司申报北交所上市的辅导备案要求，优化连续挂牌满12个月的执行标准。探索建立新三板优质公司快捷升级至北交所的制度安排”。如此，又可更好发挥新三板对北交所预备上市公司的培育作用。借助于“直通车”和“接力车”的双轨运行，创新型中小企业进入公开资本市场的通道将更加宽广而快捷。

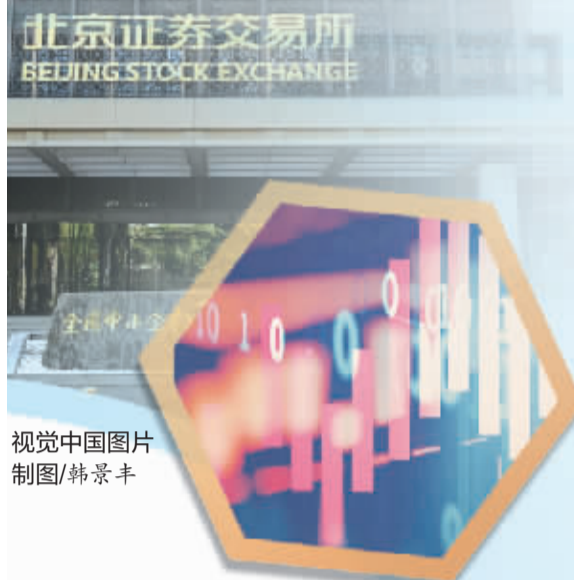
在改进和完善交易机制方面，《意见》指出，“进一步研究特色交易机制，促进市场保持合理流动性水平。扩大北交所做市商队伍，允许符合条件的新三板做市商参与北交所做市业务。丰富做市商库存股来源。”中外实践证明，创新型中小企业的中小市值股票需要投资者具有较强的价值发现能力；为避免被恶性炒作，还要求投资者具有长期投资理念。因此，最适合采取做市交易制度。《意见》明确了两项促进做市交易的战略举措，无疑将更好发挥做市交易提升北交所股票交易活跃度和平稳度的作用。

在加强多层次市场互联互通方面，《意见》提出，“稳妥有序推进北交所上市公司转板”。有序转板制度的建立和完善无疑有利于更好发挥各板块市场功能，为优质企业提供多元的发展路径和上市地选择，进而形成“为有源头活水来”的多层次资本市场体系格局。同时，《意见》还对带动新三板与区域性股权市场联动发展做出安排，有利于形成促进中小企业发展的合力。

此次《意见》从酝酿到调研，再到出台，时间紧、任务急，有些更进一步的措施值得深入研究。例如，与证券公司比，股权和创投基金管理机构对发现创新型中小企业的投资价值更具有独到眼光，也更具长期投资意识，允许这些专业投资机构参与北交所做市，不仅能够迅速扩大做市商队伍，而且还能有效提升做市的有效性，进而显著提升市场活跃度和平稳性。因此，建议积极研究股权与创投基金参与北交所做市的问题。

在加强多层次市场互联互通方面，《意见》提出，“稳妥有序推进北交所上市公司转板”。有序转板制度的建立和完善无疑有利于更好发挥各板块市场功能，为优质企业提供多元的发展路径和上市地选择，进而形成“为有源头活水来”的多层次资本市场体系格局。同时，《意见》还对带动新三板与区域性股权市场联动发展做出安排，有利于形成促进中小企业发展的合力。

此次《意见》从酝酿到调研，再到出台，时间紧、任务急，有些更进一步的措施值得深入研究。例如，与证券公司比，股权和创投基金管理机构对发现创新型中小企业的投资价值更具有独到眼光，也更具长期投资意识，允许这些专业投资机构参与北交所做市，不仅能够迅速扩大做市商队伍，而且还能有效提升做市的有效性，进而显著提升市场活跃度和平稳性。因此，建议积极研究股权与创投基金参与北交所做市的问题。



视觉中国图片 制图/韩景丰

金长川资本董事长刘平安：深改重构北交所估值体系 打造高质量发展良性生态

●本报记者 吴科任

中国社会科学院金融学硕士生导师、北京金长川资本管理有限公司董事长兼总裁刘平安接受中国证券报记者专访时表示，本轮北交所深改坚持北交所发展定位，遵循市场化改革导向，通过全面、深入及市场各环节统筹协调的改革，有望重构北交所估值体系，打造高质量发展的良性生态，探索一条资本市场为创新型中小企业服务的新模式。

“‘北交所深改19条’以提升市场流动性为重点，推出包括投资、融资、发行和交易等三大维度八大核心改革举措，以重构北交所估值体系，把北交所打造成为优质创新型中小企业融资的主阵地，以及多层次资本市场体系价值投资的主战场。”刘平安说。

投资端方面，以扩大投资者规模，放宽投资者范围，优化投资者结构为改革目标。融资端方面，以供给市场优质标的为核心改革目标，旨在夯实北交所市场可持续发展的市场基础。

刘平安表示，本轮深改进一步完善发行交易机制，有望提高市场流动性。包括：安排优质中小企业直接到北交所首次公开发行并上市，为北交所提供了优质增量企业资源；废除现行的底价发行制度，由发行人和保荐机构通过市场化定价机制以实现企业的合理估值；扩大北交所做市商数量，在带来增量资金同时，充分发挥市场的价值发现功能，并为私募做市预留制度空间等。

刘平安预计，未来三到五年，北交所高质量发展的良性生态系统将至少实现“五大平衡”。

一二级市场估值平衡。随着北交所深改逐步落地，市场流动性将大幅提升，市场整体估值水平将会提高，二级市场会给一级市场留下合理的价值空间，以实现一二级市场合理的估值平衡。

投融资两端发展平衡。扩大投资者规模，优化投资者结构，吸引各类机构投资者入市北交所，以吸引更多创新型中小企业到北交所上市融资为前提和基础。投资端和融资互为依托，相互促进，以实现投融资两端高水平交易的发展平衡。

市场主体利益平衡。优质企业上市路径更加多元，上市预期更加明确，融资成本降低，融资能力增强，产业资源整合能力大幅度提高；为投资者带来更多投资机会，退出机制更加通畅，投资价值得以实现；为券商等中介机构带来更多业务机会，有利于它们提升专业化水平和能力，探索形成可持续发展的商业模式。

北交所与多层次资本市场体系的资源共享与资源配置效率之间的平衡。北交所转板机制的落地，打通了北交所与多层次资本市场体系的联结机制，使北交所成为多层次资本市场的重要有机组成部分，满足了优质企业在不同发展阶段的融资需求和产业资源整合需求。

存量市场价值与增量市场的动态发展平衡。北交所深改在激活市场存量价值的同时，更重要的是吸引新的优质创新型中小企业到北交所上市，以带来市场的增量价值，助力实现北交所未来三到五年高质量扩容的战略目标。