



北交所开市，资本市场十大 关键影响全解读



作者：张奥平 经济学家、创投专家，增量研究院院长

本文核心观点：

对早期创新型中小企业而言：实现 IPO 资本化的大门彻底打开；

对投资者而言：得到分享高增长型中小企业成长红利的机会；

对上市公司资本价值而言：一九分化加剧，资金将更偏向中小型高增长企业；

对上市公司退市而言：退市更为严格化，退市公司将大幅增加；

对公司上市发行定价而言：更为市场化，破发常态化；

对一级市场投资机构而言：退出渠道更为畅通，价值投资时代正式来临；

对中介服务机构而言：商业机会大幅增加的同时提出更高要求；

对资本市场其他板块而言：短期分流影响不大，长期良性竞争发展；

对资本市场体系而言：重塑长期价值为核心的多层次资本市场体系；

对中国经济发展而言：补齐科技一体两翼，推动经济平稳跨过中等收入门槛

自 2021 年 9 月 2 日晚，习近平总书记在 2021 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会发表视频致辞时指出，“将继续支持中小企业创

新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地”后。近 2 个月的时间内，北交所相关建设全速推进，制度框架确立、业务规则出炉，首次、二次全网测试顺利收官。2021 年 10 月 30 日，证监会发布了北京证券交易所基础制度，初步构建了北京证券交易所发行融资、持续监管、交易所治理等基础制度体系，并明确了基础制度的生效日期为 11 月 15 日施行。

11 月 15 日，北京证券交易所迎来开市。从宣布设立到实现开市 75 天内完成，这是中国资本市场，乃至全球资本市场中从提出设立到正式开市最快的交易所。在这“北交所速度”的背后，充分体现出了中国特色资本市场此轮注册制改革的全面性与效率，以及支持中小企业创新发展的紧迫性。

北交所是中国特色多层次资本市场体系中的重要组成部分，在全面注册制改革的大方向下，将对中国资本市场的市场化、法治化、国际化的长期发展产生深远影响。

对早期创新型中小企业而言：实现 IPO 资本化大门彻底打开

进入 2000 年互联网时代后，中国新经济独角兽企业在全全球独角兽 500 强中，数量与估值均常年排名第一。但是，如网易、搜狐、新浪，百度、腾讯、阿里、京东、小米、蔚来、理想汽车等等，大量优秀的独角兽企业却频频流失海外或香港资本市场。

其主要原因是，在此前的 A 股 IPO 审批制与核准制的框架之下，企业能否实现 IPO，更看重企业过去的盈利能力，也就是过去的“赚钱能力”，而不是企业未来的价值成长预期。这便造成了资本市场在帮助处于快速成长期中的优秀中小企业融资发展的功能缺失。

全面注册制改革后的中国资本市场，开始逐步补足这一缺失的功能。2020 年 3 月 1 日新版证券法落地，将发行股票应当“具有持续盈利能力”的要求，改为“具有持续经营能力”。新版证券法这一根本性的改变，使得在中国资本市场中，第一个试点注册制的科创板，截止目前已有 19 家尚未实现盈利、未达到盈亏平衡点的企业实现了 IPO 融资发展。其中，第一家未盈利便实现科创板上市的泽璟生物在上市时市值达到近 180 亿。

但是，即便注册制与核准制对企业 IPO 要求有了根本性的变化，A 股市场对于企业 IPO 时的发展阶段与规模的要求仍是同质化的，实现 IPO 的企业依旧更多的是处于成熟期、发展阶段相对靠后的高利润企业。这也是此前市场在核准制阶段产生的认知与业务惯性所造成的。

数据显示，科创板近两年来，首发上市企业上市前一年度净利润中位数为 7400 万元，净利润小于 5000 万的企业占比仅在 15% 左右；创业板企业规模也居高不下，2020 年以来，创业板注册制首发上市企业共有 182 家，上市前一年净利润中位数为 7600 万元，净利润小于 5000 万的企业仅有 5 家。

北交所的设立，从根本意义上补足了中国资本市场无法为中小企业服

务这一功能性缺失，也彻底打破了资本市场只能帮助大利润企业融资发展的市场惯性认知。

首先，北交所是由新三板深化改革而来。此前，新三板作为中国资本市场中的场外市场，重点服务于广大的中小微创新型、创业型企业，曾累计服务超过 13000 家企业，具备充足的中小微企业服务经验。

其次，新三板的企业挂牌、交易、分层、转板、摘牌等制度更加贴合中小企业。而以新三板精选层为基础进行相关制度设计的北交所，也将更加贴合中小企业的发展阶段。

最后，北交所设立的初心与其他交易所及相关板块不同，北交所是为支持中小企业创新发展，打造服务创新型中小企业主阵地。这个是北交所诞生的基因，基因是难以改变的。

关于北交所的行业定位，市场一直存在一个较大的误区，就是北交所仅服务于“专精特新”型企业。

全国股转公司，北京证券交易所董事长徐明在公开演讲时曾谈到：“从创新领域看，中小企业覆盖国民经济各行业各领域，其创新不仅体现在新兴产业，也会体现在传统产业中，创新主体不仅包括以制造业为主的‘专精特新’中小企业，也包括战略新兴产业中创新能力突出的中小企业、向专业化和价值链高端延伸的生产性服务业企业、向高品质和多样化升级的生活性服务业企业。”

所以，北交所的行业定位是创新，创新不仅仅有“专精特新”。此外要注意的是，北交所突出创新并不代表其行业定位会宽泛无边，行业定位上是有“红绿灯”的。

行业“红绿灯”中的“绿灯”便是：服务于中国在高质量发展新阶段实现科技强国战略中的重点行业，如新一代信息技术、高端制造、科学技术服务、新能源、节能环保、新材料、生物技术等战略新兴行业。这些行业需要资本市场为其提供持续有效的服务，从而实现产融结合，提高行业整体的发展效率。

而行业“红灯”则是：近期高层会议所提及的“防止资本无序扩张”的重点行业，如房地产、建筑、教培等行业。此外，目前正处于行业整治期的影视、游戏等行业也将是资本场所不会重点支持的行业。

此外，证监会在新闻发布会中，讲到“北京证券交易所如何实现与沪深交易所错位发展”时表示：在市场功能方面，北京证券交易所聚焦创新型中小企业，服务对象“更早、更小、更新”。所以，“更早、更小、更新”便是在企业所处发展阶段定位上，与目前沪深交易所，主板、创业板、科创板的核心区别。对于早期创新型中小企业而言，实现 IPO 资本化的大门彻底打开。

对投资者而言：得到分享高增长型中小企业成长红利的机会

从投资端来看，中国资本市场与海外相对成熟的资本市场相比，最大

的区别便是牛短熊长，市场投资者“炒小、炒差、炒新、炒壳”等投机行为盛行。而这背后的一大原因是，大量上市公司资产的长期投资价值相对较低。在此前的审批制与核准制框架下，资本市场上市公司存在“难进难出，只进不出”的特征。

这便造成了，具备高增长型的中小企业“进不来”，投资者“投不到”，而已经不具备投资价值企业“出不去”，投资者“只能炒”的尴尬局面。在任何情况下，投资者都最应该是被市场重视的一方，我们过去习惯去教育投资者，做理性长期价值投资，但更应关注的是资产端出现的本质问题。

在中国资本市场全面注册制改革，退市新规落地以及北交所开市下，将会有更多处于价值早期，具备快速成长能力的中小企业实现登陆资本市场，也将有更多不具备长期成长能力与投资价值的企业被退市。资本市场在资产端将会实现更好的“新陈代谢”，留下更多具备投资价值的高增长型中小企业。从而逐步出清资本市场目前投资端“炒小、炒差、炒新、炒壳”等投机行为特征。

2021年，A股市场成交额突破一万亿的交易日已经打破了2015年5月8日至2015年7月8日，连续43个交易日成交额超过一万亿元的记录。可见，投资者对资本市场的投资热情是愈渐充足的。目前，北交所个人投资者准入门槛为“50万元+2年”，与科创板齐平。可预计，伴随着市场逐步发展，制度建设逐步完善，将有更多投资者得到分享高增长型中小企业成长红利机会。

对上市公司资本价值而言：一九分化加剧，资金将更偏向中小型高增长企业

纵观全球范围内，任何运行注册制，成熟的资本市场中都是行业的头部公司占据着市场大量的资金、市值与交易量。

以同样运行注册制，运行时间更长、更加成熟的美股市场为例，截止 2021 年 9 月 30 日，市值大于 50 亿美元的上市公司只占到美股总企业数量的 20%，但这前 20%的大市值公司，却占据美股市场总市值的 93%，占美股近一年总交易量的 87%。运行注册制的港股市场也同样如此，市值大于 100 港元的上市公司占港股总企业数量的 19%，但占据了港股 95% 的总市值和 95% 的近一年的总成交额。

而中国资本市场，在全面注册制改革下，企业价值分化也正在向“一九分化”演变。目前 A 股百亿市值以上的企业占到 34%，这些企业占据着 A 股市场 85% 以上的市值以及 78% 的近一年成交量。

伴随着同样运行注册制的北交所开市，早期高增长型中小企业的 IPO

上市+TTT 机次主司进授的位氏次立瑞夕 次公出收市加陆白丁进授北六

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29471

