



如何建好北交所与新三板?



作者：

刘玉珍 北京大学光华管理学院教授 北京大学金融发展研究中心主任；

黄鑫铭 北京大学光华管理学院博士

近日，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上的致辞拉开了中国建设北京证券交易所（以下简称“北交所”）的序幕。北交所是在现有新三板精选层基础上组建的第三大全国性证券交易所，是新三板成立以来最具分量的制度改革内容。北交所定位于服务中小企业，特别是“专精特新”中小企业。依托新三板原有的基础层、创新层和精选层，构建了从权益挂牌、pre-IPO 交易到公开发行募股的企业全生命周期资本市场服务体系，补足了中国多层次资本市场的关键一环。

过去，作为北交所前身的新三板曾长期饱受匮乏的流动性之苦，不但挂牌企业价值被严重低估、而且再融资难、再融资贵等问题长期为市场参与者所诟病。市场参与者普遍认为，流动性不足是这一系列市场顽疾的症结所在。因此，北交所的成立，无疑将对新三板流动性的提升起到一个非常重要的作用。交易制度是一个资本市场的重要基础性制度，科学有效地设立与投融资主体相匹配的交易制度，以最大化市场参与者的整体福利是一个资本市场取得成功的重要保证。

基于此，笔者首先回顾新三板过去的流动性之殇与制度改革经验，然后总结我们对新三板的做市制度与分层制度进行的研究，进而提出以完善

多层次资本市场功能为核心，推动北交所和新三板在发展多元轨道的市场竞争生态蓝图与建议。

新三板的流动性之殇与制度改革

对于金融资产而言，流动性是其定价的重要因素，资产的预期回报应包含流动性溢价。在不同国家和地区的金融市场，流动性在资产定价中均扮演了重要角色。学术界对金融资产的流动性问题也开展了大量研究，根据笔者长期从事资本市场制度设计的经验，对于中小股票流动性的设计尤其应该重视交易的即时性和连续性。交易的即时性和连续性对于交易稀薄的公司起到重要而独特的作用。这是因为持有这类资产的投资者需要以合理的价格获取流动性但却难以找到交易对手方时，他们只能延迟交易资产并承担由此带来的交易损失。然而这一损失常常是巨大的，最高可使得资产交易的折价幅度超过 30%。过去新三板市场中，大量股票长期缺乏成交，即属于这类交易稀薄的金融资产，因而也不可避免地面临折价估值与“融资难、融资贵”的双重困境。

在北交所成立之前，新三板也曾推进了一系列重要的基础制度改革以改善市场流动性，缓解企业的估值与融资困境。2014 年 8 月 25 日，为了满足挂牌企业对其股票交易的连续性、流动性和公司估值的更高要求，新三板开始实施做市交易制度，允许挂牌企业引入做市商，以做市转让的方式交易公司股票。

2016 年 5 月 27 日，在挂牌企业数量超过 5000 家之际，为了降

低投资者的信息成本，同时合理匹配市场与监管资源，引导企业建立规范的信息披露制度和公司治理体系，新三板又推进了市场分层制度，依据净利润、营业收入和做市市值等三套并行标准，将挂牌企业分别划入创新层和基础层。

我们对于新三板市场的发展与改革也一直进行持续的关注和研究。在北大光华金融学系刘玉珍教授、刘琦教授与黄鑫铭博士合著的《新三板分层与交易制度研究——股权流动性与公司估值》中，实证检验了新三板实施做市交易与市场分层的制度改革对挂牌企业股票流动性、估值和投融资行为的影响。实际上，早在新三板成立之前，笔者就曾经在政府相关机构的内部研讨会上对新三板的流动性与市场定位提供了许多实践经验和政策建议。站在深化资本市场多层次开放合作与设立北交所这一历史性改革的交汇点上，笔者满怀激动而期待的心情，特别希望能够通过进一步厘清过去重大改革带来的实际影响，为北交所未来的发展带来具有借鉴意义的政策建议。

新三板的做市交易与市场分层改革

我们对新三板的做市制度与分层制度进行的研究发现，这两项重要制度改革的实施都对较为优质的挂牌公司，特别是它们股票交易的流动性和公司估值产生了正面的积极影响。

具体来看，我们分别对挂牌企业选择做市交易、做市交易对股票流动性和估值的影响、做市商的做市策略以及市场分层如何影响挂牌企业等议

题开展了研究，结果如下：

“质量”越好但缺乏流动性的企业，越渴望流动性。

解构挂牌公司选择做市交易的内在原因是观察它们对资本市场服务需求的一个重要窗口。我们对挂牌企业选择做市交易的研究发现，资产规模越大、投资扩张能力和盈利能力越强、估值水平越高但股票流动性却较差的公司，更倾向于将股票交易方式由协议转让变更为做市转让。这说明公司本身质地较好，但股票的交易却缺乏流动性是促使挂牌公司将其股票交易方式由协议转让变更为做市转让的重要原因，高质量的挂牌公司渴望通过做市转让来“解绑”股票的低流动性。

做市交易能够大幅提升交易连续性与公司估值。

做市制度果然也不负所望。我们的研究发现，做市交易有力地提升了挂牌企业的股票流动性和公司估值。从协议转让变更为做市转让的挂牌公司，以有成交天数衡量的股票流动性提升了 90% 以上，以市净率衡量的公司估值提升了 20% 以上，并且协议转做市后流动性提升得越多的股票，其估值的提升也越大——平均来看，大约每增进 5% 的股票交易流性能够提升 1% 的公司估值。

做市商偏好成熟企业，小微企业流动性需求还是难以得到满足。

针对做市商做市策略的研究则发现，做市商普遍偏好规模较大、盈利能力较强的挂牌公司，同时也更愿意为市值、股价波动率和成交金额较大

的股票做市。这说明新三板的做市商选择做市标的主要从降低股票的库存风险和提高做市利润的角度进行考量，亦即通过权衡做市的价格风险、库存成本与交易收入选择做市股票。但是，这也意味着那些规模较小、盈利能力较差的公司难以找到做市商，显示现有做市制度还不能很好地覆盖规模较小的挂牌企业。

事实上，境外许多资本市场对于做市制度常常调整优化以满足小微型公司对其股票流动性的需求。因此，未来建设北交所应充分吸收新三板的制度改革经验，更加关注市场流动性的提供，积极引入做市交易并尝试多元化的做市制度设计以满足不同类型企业对股票流动性的需求。

市场分层能够大幅提升优质层级公司的股票流动性和估值水平，并改善投融资效率。

市场分层是资本市场不断发展和完善的内在要求。良好的分层制度安排能够有效地保证资本市场资源配置的效率性，世界上的主要资本市场都在其发展进程中逐渐地实现了市场的分层。围绕新三板推出的分层制度，我们检验了市场分层对挂牌企业股票流动性、估值与投融资行为的影响。

我们发现，市场分层打造的创新层为优质公司吸引了更多投资者，同时提升挂牌企业的股票流动性、公司估值和资本投资效率。平均来看，进入创新层公司的投资者人数增加了 48%—66%，机构投资者数量增长了 56%—78%，机构持股比例则上升了 39%—50%；股票流动性提升了 12%—24%，公司估值提升了 25%—30%。由于融资约束导致的资本投

资效率也得到了显著提升，其中，盈利能力良好的创新层公司还获得了更多的 PE/VC 股权投资和股权质押贷款等外部融资。

市场分层系通过创新层的“品牌效应”产生影响，“信息效应”尚未发挥显著作用。

从新三板的分层制度来看，一方面，能够按照分层标准进入创新层的公司具有经全国股转系统筛选并核实后的优良基本面，这使得创新层成为了高质量公司的代表，将为入选其中的挂牌企业赋予创新层的“品牌效应”，吸引更多投资者，进而提升股票流动性、公司估值和资本投资效率。另一方面，创新层公司面临更高的信息披露、公司治理和监管要求，这应使得投资创新层公司的信息成本和信息不对称相对更低。

学术界的研究发现，“信息效应”将有效地降低公司的资本成本、提升股票流动性和公司估值并改善投融资行为。因此，入选创新层也应产生对挂牌企业具有正面影响的“信息效应”。但是，我们进一步的检验发现，虽然新三板实施的市场分层制度对优质公司的股票交易、股东结构、融资和资本投资效率都起到了积极的促进作用，但这些影响主要是由于创新层的“品牌效应”为公司吸引了更多的投资者所带来的，而备受市场各方期待的“信息效应”却没有产生显著的影响，这是目前新三板分层制度的一大遗憾。

如何建好北交所与新三板？

毫无疑问，以中国第三大全国性证券交易所为标准打造的北交所，在完善我国多层次资本市场核心功能的同时，配套更具活力的交易制度设计，厚植更优渥的资本市场土壤，将能够为上市企业带来更强、更突出的“品牌效应”。

在此背景之下，我们建议立足于打造北交所的新起点，吸取此前历次的制度改革经验，推动北交所和新三板在高质量发展多元轨道走深走稳。

深化交易制度改革，借北交所成立之势进一步做活新三板。

做活新三板是奠定一个活络的北交所的重要基础。我们建议一是针对新三板市场中交易非常不活跃的小型企业，可参考意大利证券交易所、泛欧证券交易所的指定做市商制度，允许挂牌公司通过向做市商支付一次性的年费以换取做市商对股票最低流动性的保证。

二是尝试在创新层中，参考日本 JASDAQ 的流动性提供商制度，推出升级版做市商制度，即在做市商制度的基础之上，引入连续竞价拍卖的交易制度，允许做市商与合格投资者共同在市场内，按照价格优先和时间

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_35089

