



发掘“专精特新”中小企业市场价值，北交所可以做什么



文 | 刘锋 杨筱燕

中国正处在新一轮科技革命、产业变革与发展方式转变的历史交汇期，需要大批像微软、谷歌、苹果和特斯拉等类型的科技领先创新型公司来引领经济转型升级。中国资本市场要为经济转型做出贡献，就应以高效、便捷的直接融资渠道助力中国企业，尤其是“硬科技”企业的发展。在此背景下，设立科创板并试点注册制，创业板注册制改革，设立北京证券交易所（以下简称“北交所”）等建设多层次资本市场的重要举措纷纷出台，以服务实体经济、助力经济增速换挡。

当前，科创板、创业板、北交所等正按照错位发展原则，共同推进资本市场深化改革。伴随中国多层次资本市场体系不断丰富完善，资本市场促进科技、资本和产业高水平循环的枢纽作用显著增强。

北交所是经国务院批准设立的中国第一家公司制证券交易所，以打造服务创新型中小企业主阵地为目标，其成立对支持中小企业创新发展具有重要意义。从行业属性看，北交所上市公司集中于机械设备、电力设备等行业，逾9成企业为高新技术企业，超过6成企业属于战略性新兴产业。与科创板类似，北交所同样也秉持产业创新发展培育理念，上市公司中超2成是“专精特新”中小企业。

服务创新型中小企业是北交所区别于科创板、创业板独有的特点，但其发展定位上也不宜局限于服务中小企业。对比来看，纳斯达克在设立之初也是定位为纽约证券交易所的“预科班”，并建立了比较畅通的转板组

交所渠道。但是，随着纳斯达克市场活力的增强，顶尖科技企业，如微软、谷歌等，尽管早已满足了转板条件，但仍然选择留在纳斯达克。时至今日，纳斯达克已因其独具特色的交易机制和上市公司群体，与纽约交易所鼎足而立。

北交所与沪深交易所、区域性股权市场之间虽在上市挂牌条件等方面的侧重点不同，但交易所的本源是维持市场秩序，要始终坚持公平、公正、公开的基本规则。因此，北交所与上交所、深交所在保障交易秩序等方面应尽量追求共性、避免过多个性，做到不破坏市场的基本原则。

作为服务创新性中小企业的主阵地，北交所未来应在入口和出口两方面同时做好管控工作。一是把好入口关。北交所在准入环节应加强对上市公司质量的把关和筛选，选择真正有创新和增长潜力的好企业，对创新型中小企业构建明确的筛选标准；二是完善中间环节。建立上市后的配套机制，为投资者提供衍生品等交易工具和手段，建立健全做空机制，如尽快推出北交所市场指数和 ETF 基金、融资融券制度、股票期权等，为投资者提供市场对冲机制。三是管好出口。北交所应提前于其他交易所，论证和实施严格的退市机制，实施更为严格的信息披露要求，通过兼并重组、主动或强制退市等手段实现优胜劣汰，真正形成市场化的资源优化配置生态。

北交所坚持与沪深交易所、区域性股权市场实行错位发展，本文认为北交所真正的特色和核心竞争力主要体现在四个方面：为引入做市商制度预留空间、信息披露机制、退市制度和投资者保护机制。要激活并提高北

交所的市场活力和吸引力，必须充分利用这几点优势。

做市商制度有助于实现市场价格发现功能，改善交易中斷、股票价格大起大落等市场失灵现象。具体而言，关注度低、交易量少的股票，常会因交易对手不足导致竞价机制下交易无法连续发生，或在极端情况中因买卖数量高度不平衡而出现单边市场，导致成交价严重失真。在引入做市机制后，做市商有义务随时与买方或卖方成交，不仅维持交易连续性，而且可提高价格反映信息的效率。

新三板在中国率先引入做市商制度，已实行做市商制度 7 年，但仍存在流动性较低的问题。本文认为这与现阶段未能充分利用好做市商制度的现实情况有关。一方面，新三板对于做市商的准入准出门槛要求过低，做市商参与和退出做市自主选择权过大，同时，新三板的股票规模普遍较小，但部分股票做市商多达 30 家，导致每家做市商做市规模偏小，盈利能力较弱，整体上表现出“小而散”的状态。对此，可以考虑限制单只股票做市商数量。另一方面，做市商做市需要库存股，在持有库存股并以此给市场提供流动性的过程中，做市商承担了较大风险，需要通过价差获取风险补偿。新三板做市规则对做市商报价有上下限要求，即 $(\text{卖价} - \text{买价}) / \text{卖价}$ 不超过 5%，对做市商盈利空间或可获得的风险补偿进行了较大限制，使其承受的风险和所获收益难以对等。如果做市商制度不能给予做市商充分盈利空间，做市交易规模就很难发展壮大，也就无法达到提高流动性的目的。所以，建议借助做市商之间的良性竞争，而非用行政手段来限制价差。

另外，做市商的“做市”能力不足和经验欠缺也是制约做市机制发挥的重要因素。相对于连续竞价机制的被动撮合，做市商要通过自己对市场和标的证券的判断和价格走势对买卖双方的交易进行主动撮合，这对做市商的资质（如研究分析能力、掌控资金的实力、以及交易商对其的信用等）要求甚高。因此，对做市商要设置一定资质门槛，防止恶性竞争。

2020年3月，“做市业务”作为与自营、资管、投行、经纪业务相独立的业务条线，首次被纳入《证券法》进行独立管理。随着做市商制度被正式引入市场，做市商业业务将成为中国券商未来着重开发的蓝海，而衍生品市场的快速发展也将为做市商制度提供更广阔的应用平台。此外，从业务模式看，以高盛、摩根大通为代表的美国顶级投行采用的都是重资产做市商业模式，与国内券商自营业务为主的模式不同。相比自营业务，做市商业业务更加强调价定价能力，受系统性风险影响较小，为券商带来的收益相对稳定，性价比也会更高。

目前北交所实行连续竞价交易，同时为引入做市机制，实施混合交易预留了制度空间。建议北交所尽快引入做市机制，提升市场定价功能，同时，发挥好做市商制度特色应考虑以下三点：一是完善做市商制度，提高市场流动性和定价效率，充分发挥券商在市场定价交易过程中的价格发现功能；二是强化信息披露和鼓励研究覆盖，降低信息不对称；三是拓宽投资者参与范围，在门槛准入标准上与主板一致，避免不合理的结构化套利，聚拢市场人气，扩大市场流动性，提升价格发现效率。

信息披露制度方面，北交所信息披露要求低于沪深交易所，新三板基础层和创新层对信息披露的要求更低。对比国外成熟市场，美国证券市场实行集中统一监管体制。尽管 NASDAQ 三层市场中的纳斯达克资本市场和纳斯达克全球市场对中小企业上市的财务标准相对较低，但在上市公司信息披露要求方面，各市场并没有显著差异。因此，需要打破一个关于信息披露的认知误区，即认为随着上市门槛降低，信息披露要求也会减少。虽然中小企业信息披露需要承担“合规成本”，但有能力在交易所挂牌的企业，完全可以承担信息披露成本，这也是其履行对投资者信托责任的底线。因此，即使北交所、新三板的上市门槛相对较低，信息披露要求也不能减少，要对标沪深市场信息披露标准。

市场交易信息的统计和发布是市场信息被及时、全面、完整、准确披露的重要环节。股票价格指数的功能体现在多个方面：一是综合反映一定时期内某证券市场上股票价格的变动方向和变动程度；二是为投资者研究、判断股市动态提供信息，便于其分析股票市场变动趋势；三是可作为市场基准收益用以评价各类投资的业绩；四是可以作为指数衍生产品和其他金融创新工具的基础标的。因此，建议北交所尽快推出全市场股票价格指数，有助于提高市场关注度，促进市场价格发现效率，增强市场流动性。

研究覆盖是信息披露的重要补充。中小型或创新型上市企业通常市值规模较小、交易量较低，市场分析师和券商研究所的研究覆盖度不足，导致企业信息不对称程度较高，投资者难以对其真实价值形成合理预期。建

议监管机构出台措施，鼓励券商加强对新兴企业和行业的研究覆盖。例如，在对券商分类监管评分体系中，增设对券商研究覆盖北交所上市公司和新三板挂牌公司的打分项；全国股转公司或证券业协会定期公布券商对“专精特新”公司的研究覆盖排名；监管机构在受理北交所上市企业承销业务和做市商资格申请时，给予研究覆盖较多的券商一定优先处理便利等。

资本市场对各种信息高度敏感，当前中国上市公司信息披露质量不足，财务造假事件屡有发生。现行防范财务造假制度和机制在执行过程中容易被消解、绕开或“规避”，需要进一步完善和改进制度细节。

首先，坚持“倒查责任”。发现财务造假行为，应当倒查上市公司董事会、高管、财务部门、内控部门和外部中介机构的责任，弄清为何造假行为能够冲破内部控制的层层防线且审计机构没有及时识别出这些造假行为。

其次，强化个人追责，实现精准打击。目前监管机构对上市公司在信息披露和其它操作违规行为方面的惩处以上市公司或外部中介机构为惩戒主体，对参与财务造假和其它违规操作的具体人员的惩处力度偏弱。在推行“行政、民事、刑事”三位一体惩戒机制背景下，更应当强化个人追责。通过大幅度提高个人违法成本，是预防违法违规行为的一个有力武器。例如，对于参与财务造假的主要责任人，除了罚款或市场禁入，还应当建立相关机制允许受到侵害的投资者对这些责任人发起民事诉讼，情节严重的还应当追究主要责任人刑事责任。

再次，鼓励内部人吹哨。国际经验表明，内部人举报是发现财务造假的重要渠道。财务造假往往是经过了重重伪装和精心计算的，这给外部监督者、信息使用者识别财务造假制造了很大困难。监管机构有必要建立畅通举报制度，鼓励内部人士向有关机构举报财务造假等各种违法违规行为。同时，应当免除举报人员责任，并给予一定奖励。

中国资本市场退市制度尚不健全。退市制度有利于保障股市优胜劣汰，实现市场资源的合理优化配置，尤其在注册制全面推行背景下，其重要性更为凸显。从历史退市数量上来看，1999~2021年，A股总计有148家公司退市，其中兼并重组40家，私有化退市9家。2020年退市20家，退市新规发布日至2021年10月22日共退市23家。相较之下，美国股市多年来始终保持较高的退市率，平均每年退市300家公司左右。美国资本市场每年承接大量企业IPO，退市机制可有效避免上市企业数量激增。

2012年NYSE、NASDAQ、AMEX市场上市股票合计4621只，2021年上市股票合计6628只，十年间股票数量约增长43%。从退市形式看，美股主动退市公司数量较多，根据上海证券交易所2019年《全球主要资

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_39153

