



# 张奥平：北交所具备充足后 发优势的制度创新五支箭



文/意见领袖专栏作家 张奥平

本文核心观点：

- 1、2022 年，全市场注册制改革已箭在弦上，将实现最终落地；
- 2、北交所单日涨跌幅限制为 30%，提升市场价格发现功能；
- 3、北交所上市企业持股 10%以下股东没有锁定期，极大的利好股权投资机构；
- 4、投资机构将“倒逼”大量投后企业实现北交所上市，资源、资金将更高效的使用；
- 5、2023 年北交所资产端将迎来新一轮增量价值释放；
- 6、北交所上市需“先挂牌新三板 12 个月”，上市时间并非更长，而是更短；
- 7、北交所不需新股增发时必须稀释 25%，减少上市过度稀释压力；
- 8、北交所税收优惠政策减少了个人股东的税负，提升了流动性与资金使用效率，增强吸引力；
- 9、退市与转板制度使得企业“进可攻，退可守”；
- 10、北交所差异化退市制度安排给予了企业实现资本化的“试错”机会；

11、北交所转板制度使得企业“进可攻”，但要注意这个“进”是带引号的；

12、北交所实现创新式发展是当前中国经济高质量发展的必然要求。



2021年底,在中央经济工作会议作出“全面实行股票发行注册制”的决策部署后,中国资本市场全面注册制改革走到了关键阶段,目前全市场仅剩沪深主板未实现注册制。2022年初,证监会制定了2022年度立法工作计划,对全年的立法工作做了总体部署,其中包括制定《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》等规章。2022年,全市场注册制改革已箭在弦上,将实现最终落地。

而全面注册制改革的本质意义是完善资本市场的两大核心功能,一是帮助优秀的企业实现融资发展,尤其是处于早期阶段的优秀企业;二是让

市场中的投资者实现资产配置效率与效益的最大化。自北交所正式开市以来，全面注册制改革再次迈出了实质性的关键一步，弥补了中国资本市场此前难以帮助“更早、更小、更新”的企业实现融资发展，以及让投资者投资分享早期高增长型企业成长红利的功能缺失。

同时，北交所因发行上市制度、持续融资制度、并购重组制度、交易制度、会员管理制度、投资者准入制度、持续监管制度、退市制度、转板制度等多项关键制度创新，相比沪深交易所则具备充足的后发优势。对于企业家和投资者而言，理解以下北交所制度创新的五支箭，抓住北交所目前的关键机遇期，才能分享北交所带来的长期发展红利。

一、制度创新第一箭：单日涨跌幅限制为 30%，提升市场价格发现功能

北交所单日涨跌幅限制为 30%，而目前科创板、创业板涨跌幅为 20%，主板为 10%，对比全球运行注册制相对成熟的资本市场，港股及美股市场均不设置涨跌幅。北交所单日 30%的涨跌幅给予了市场更加充分的价格博弈空间，使得市场更具企业价值发现功能，提升交易效率与价格发现效率。

此外，北交所上市首日不设涨跌幅限制，当盘中成交价格较开盘价首次上涨或下跌达到 30%、60%时，临时停牌 10 分钟，给予市场充分冷静时间。在确保价格充分发现的同时，避免了过度投机，抑制了资金端不成熟的“炒新”现象。

二、制度创新第二箭：持股 10%以下股东没有锁定期，资金使用效率提升

北交所上市企业持股 10%以下股东没有锁定期，超过 10%的股东仅有 1 年锁定期。而目前科创板、创业板、主板上市，都将面临小比例财务投资人锁定 1 年，实际控制人锁定 36 个月。

首先，此项制度创新对于股权投资机构 PE、VC 而言是极大的利好，投资退出将更为高效。股权投资机构的商业模式链条是“募资-投资-投后管理-退出”，而中国资本市场因此前的企业上市难，上市后退出的慢，造成了投资机构从投资到退出完成商业模式闭环效率低下的问题。

北交所第一步先解决了早期优秀企业上市难的问题。将企业实现上市的市值门槛大幅降低至 2 亿元以上，财务要求为最近两年净利润不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%。

在北交所设立之前，上市市值最低门槛便是科创板的 10 亿元以上，同时最近两年净利润均为正且累计净利润不低于 5000 万元，或者最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元。企业上市市值门槛从 10 亿元降低至 2 亿元，同时上市财务要求相应降低，从上市难的角度提升了股权投资机构的投资退出效率。

北交所第二步解决了企业上市后机构退出慢的问题。北交所上市企业

持股 10%以下股东没有锁定期，超过 10%的股东仅有 1 年锁定期，相比于科创板、创业板、主板，小比例财务投资人将减少 1 年的退出期限，这将更大程度上提升股权投资机构的退出效率。投资机构的退出效率提升，投资资金使用则更为高效，也将促进更多的优秀企业高效实现股权融资。

其次，此项差异化制度创新更为重要的是，投资机构将“倒逼”大量投后企业实现北交所上市。因股权投资机构的退出效率大幅提升，“募投管退”商业模式链条更为畅通，股权投资机构将“倒逼”其投资企业实现北交所上市，上市后可通过更加灵活的资本运作选择退出时机。这里我们所讲的“倒逼”并不是贬义词，“倒逼”所体现的是效率的提升以及资源、资金更高效的利用。

而伴随着大量被股权投资机构所投资的优秀企业实现北交所上市，北交所资产端将迎来新一轮增量价值释放，资金端也将更为活跃。从市场发展预期来看，大量被投企业实现北交所上市的时间节点将在 2023 年。2022 年将进行北交所资产端的初步扩容，即目前近 1200 家符合北交所上市门槛的新三板创新层、基础层企业逐步实现北交所上市。此外，被投企业也需先挂牌新三板满 12 个月，并成为创新层公司后才可实现北交所上市。

这里需要注意的是，“先挂牌新三板 12 个月”也是北交所的一大制度优势。此项制度安排与其他板块上市流程相比，从实际操作来看，上市时间并非更长，而是更短。

首先，企业在新三板挂牌的 12 个月内，可以同步做上市前的准备工

作。如申请证监局辅导备案、撰写招股书、准备募投项目这些工作，申请其他板块上市同样需要，基本需要 6-12 个月才能完成。其次，从交易所审核时间来看，北交所大概在 3-4 个月左右，而目前科创板需要 9 个月左右，创业板则需要 12 个月左右。整体看来，目前北交所上市时间效率更高。

此外，企业挂牌新三板基础层或创新层后，将提升其股权融资效率。因为大量投资机构将从新三板基础层、创新层选择具备北交所上市预期的企业投资，所以对于股权投资机构而言，新三板基础层、创新层将成为北交所上市公司的预备资产池，挂牌新三板后的企业也将更为高效的实现股权融资。

三、制度创新第三箭：不需新股增发时必须稀释 25%，减少上市过度稀释压力

根据北交所上市要求“公开发行后，公司股东人数不少于 200 人，公众股东持股比例不低于公司股本总额的 25%；公司股本总额超过 4 亿元的，公众股东持股比例不低于公司股本总额的 10%”。

目前，资本市场其他板块要求企业在上市时至少增发 25%或 10%（股本总额超过 4 亿元）的股份。而上述制度创新表明，企业在基础层、创新层增发及上市时公开发行新股后，公众流通股累计占比达到 25%或 10%（股本总额超过 4 亿元）即可。

首先，此项制度创新可以减少企业股份在上市时一次性被过度稀释的

压力。创新型中小企业在上市前往往需要通过融资来实现发展，而创新型中小企业缺乏大量的固定资产作为抵押，难以实现通过银行等金融机构的债权融资满足其实现发展所需的资金，所以，需要进行股权融资。

可以看到，在 2000 年中国进入互联网时代后，大量独角兽企业、优秀的创新型企业，在其发展路径中均实现了多轮股权融资，创始人及其核心高管团队往往在企业上市时所具备的股权已相对较低。而此项制度创新对于一些处于快速发展期，股权稀释程度相对较高或股东较为分散的企业而言，发行比例更加灵活，减少了企业股份在上市时一次性被过度稀释的压力。

其次，使得企业可以在不同发展阶段融到更为“合理”的资金。此前，企业在做上市路径规划及融资路径规划时，往往需要将上市时至少增发 25% 或 10% 的股份作为最终上市时所“预留”的股份，这会限制企业在上市前释放更为合理的股权，从而融到相应的资金。而此项制度创新则打破了此前的瓶颈，企业可以更为合理的规划其融资路径。

总体而言，北交所的此项差异化制度创新将使得企业在不同发展阶段

**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\\_37308](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37308)

