

研究报告

(2021年 第11期 总第100期)

2021年 10月 20日

北交所新规对中小企业融资影响分析

鑫苑房地产金融科技研究中心

【摘要】北京证券交易所成立发布的系列新规，将帮助改善“企业质量低-制度不健全-市场环境差-投资者离场”的恶性循环，形成新的良性循环。新规引导公司内部治理，市场制度逐步完善，信息披露越发透明，违规行为惩罚加大，市场环境与日俱新，吸引合格投资者逐步进场，促使北交所的融资供需端逐渐平衡。寻求金融支持的中小企业进入基础层，有更大目标的公司通过转板制度从新三板向二板进军，获得更广阔的融资支持，多层次资本市场互联互通，整个市场的融资流转出现良性循环，释放经济活力。

Research report

2021-10-20 Edition

How Beijing Stock Exchange affects SME financing

XIN Real Estate Fintech Research Center

Abstract:

The series of new rules issued by the Beijing Stock Exchange will help to improve the vicious circle of "low enterprises quality - unsound system - poor market environment – decreasing investors" and form a new virtuous circle. The new rules guide the internal governance of the company to be stricter, the market system to be more comprehensive, the disclosure to be more transparent, the penalties for violations to be more serious and the market environment to be better, thereby attracting qualified investors to gradually enter the market and balancing the financing supply and demand sides of Beijing Stock Exchange gradually. Small and medium-sized enterprises seeking financial support enter the base layer, and companies with greater goals enter the second board with broader financing support through the board system from the National Equities Exchange and Quotations. With the connective multi-level capital market, the entire market financing flow appears a virtuous circle, showing economic vitality.

目录

1 北交所的发展及意义.....	1
2 中小企业融资及发展现状、问题及成因.....	3
2.1 中小企业融资现状.....	4
2.2 中小企业质量问题.....	6
2.3 新三板制度问题.....	8
2.4 投资环境问题.....	10
2.5 新三板融资的恶性循环.....	11
3 北交所新规将如何改善中小企业金融环境.....	13
3.1 北交所新规如何影响企业.....	13
3.2 北交所新规下基础制度的特点.....	18
3.3 北交所新规将净化市场环境.....	23
3.4 新规对于投资者的影响.....	24
4 北交所成立后的融资良性循环.....	25
5 参考文献.....	25

北交所新规对中小企业融资影响分析

殷子涵 王艺熹

(鑫苑房地产金融科技研究中心)

2021年9月2日，国家主席习近平在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上发表视频致辞，发表重要指示：“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。”北京证券交易所（后称“北交所”）正式成立。

1 北交所的发展及意义

北京证券交易实行试点证券公开发行注册制，由全国中小企业股份转让系统中的精选层整体平移而来。三板市场在2001年由代办股份转让系统组成，主要承接“两网股”和主板退市股。2006年中关村科技园区非上市股份公司进入代办转让系统，现被称为“老三板”。2013年，新三板试点扩大至全国，全国中小企业股份转让系统正式成立，成为中小企业的全国性非上市股份有限公司的股权交易平台，标志着新三板的成立。2016年实施分层管理，出现基础层、创新层。2020年7月27日精选层正式上线，为北交所的成立奠定基础。至此，新三板形成基础层、创新层、精选层“层层递进”的局面。（后文称此时双层结构的三板市场为“旧新三板”，而“新三板”泛指精选层成立后的全国中小企业股份转让系统。）

表 1 新三板发展历程

2001	2006	2013	2016	2020	2021
代办股份转让系统	中关村园区非上市公司进入代办转让系统	全国中小企业股份转让系统	新三板分层，出现基础层、创新层	新三板精选层	北交所成立
老新三板	老新三板	旧新三板	旧新三板	新三板	“新”新三板

习近平总书记宣布北交所成立后，各个层级积极相应，推进部署北京证券交易所的设立工作。2021年9月3日，北京证券交易所有限责任公司成立。同日，证监会召开新闻发布会，并发布《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》（征求意见稿），充分授权北交所建立以上市规则为中心的持续监管规则体系。9月5日，北交所发布首批规则，包括上市规则、交易规则、会员管理规则¹；9月10日北京证券交易所官方网站正式上线，并发布第二批规则，包括首次公开发行股票上市审核规则、再融资规则、资产重组审核规则²；9月17日北交所发布《北京证券交易所投资者适当性管理办法（试行）》，对投资者做出具体要求；9月23日开户申请正式办理。

北京证券交易所秉承“坚守一个定位、处理好两个关系、实现三个目标”的原则，其大致内容为：坚持服务创新型中小企业的市场定位，处理好与沪深交易所、区域性股权市场，与新三板现有创新层、基础层的关系，完成构建契合创新型中小企业特点

¹ 第一批规则文件具体为《北京证券交易所股票上市规则（试行）》、《北京证券交易所交易规则（试行）》、《北京证券交易所会员管理规则（试行）》。

² 第二批规则文件具体为《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则（试行）》（征求意见稿）、《北京证券交易所上市公司证券发行上市审核规则（试行）》（征求意见稿）、《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（试行）》（征求意见稿），及其起草说明。

的基础制度、畅通北京证券交易所在多层次资本市场纽带作用、培育一批专精特新中小企业的目标。

在新制度下，其融资准入、交易机制、投资者门槛的不同，及转板、信息披露、退市制度的完善，为创新型中小企业不同阶段的持续成长提供了差异化服务。北京交易所新规是充分总结科创板、创业板设立及过往金融制度改革的经验，为切实解决经济问题而凝结的智慧结晶。它的成立使中国金融供给侧改革与创新驱动发展战略的融合更为紧密，有望切实改善中小企业融资环境，改善当今社会主要矛盾，助于实现“共同富裕”奋斗目标。

北京证券交易所的成立，不仅象征着中国证券市场的进步，更象征着深入中小企业、引导创新发展、关心服务人民的普惠金融发展势头与日俱增。

2 中小企业融资及发展现状、问题及成因

北交所成立的定位是成为服务创新型中小企业主阵地，为中小企业提供直接融资的场所是其职能所在。中小企业在中国市场结构中是至关重要的组成部分。截至 2020 年底，中国市场主体总数已达到 1.4 亿户，而其中中小企业数量占比 95.68%，营业收入占比 62.98%，利润总额占比 53.46%。中国市场经济进步离不开中小企业高质量发展，解决中小企业所面临的金融问题，是中国金融体制改革的重点，与改善人民群众的生活质量息息相关。

2.1 中小企业融资现状

总体而言，融资难、融资贵是中小企业发展中最为显著的一个问题，也是北交所成立希望解决的问题。中国近年来一直持续努力解决中小企业融资的重要问题。今年初举办的金融稳定发展委员会第十四次会议中强调了推动中小企业发展的重要性，提出应当持续加大支持力度，缓解融资难、融资贵等问题。目前资本市场上中小企业的融资情况可以从信贷市场、债券市场、股票市场分开来看。

信贷市场方面，作为中小企业重要的稳定间接融资，是目前中小企业融资的基础。然而，在整体以评级作为基准的信贷市场中，中小企业无法像国有企业或行业龙头企业一样满足较高的评分分级条件，参与信贷融资时会遇到的手续繁杂、抵押费高等问题，中小企业想要从信贷渠道获得充足的融资显然是相当困难的。央行研究局的研究显示，我国中小企业的中长期贷款余额占比为 58.4%，远低于发达经济体的 70%。同时，从信贷市场中获取的间接融资有成本高、信息流通性低的问题，且由于中小企业稳定性较差，持续经营和盈利能力也存在一定的不确定性，信贷本身严格的借款还款条件设置对于资金波动较大的中小企业来讲不够灵活，企业经历困难时也容易出现无力偿还的情况。

债券市场方面，中小企业由于自身体量特征，面临着难以达到发债要求的困难。债券市场偏保守的投资特征与中小企业普遍具有的高风险高不稳定性较为不匹配。考虑到风险控制问题，企

业债券的发行主体仍受到严格的条件约束，满足条件的主体多为大企业、发展极其优良的中小企业，中小企业的整体市场占比仍有待提升。根据央行的数据，截至 2019 年末，中国针对中小微企业的债券余额占比仅为 1.3%，是同期中小微企业贷款余额的 3.41%，且其中 70% 以上来源于银行发债，在全国中小企业股份转让系统（新三板）中发行的债券仅有约 20 家，中小企业自身的企业发债仍需进一步发展。

股权市场方面，直接融资对中小企业的发展非常有利，偏高的风险定位也与中小企业的特征有良好的适配性。股权市场作为一个重要融资来源，可为中小企业提供更加充足的直接融资。相比间接融资而言，直接融资中交易双方选择更丰富，融资成本低、投资收益高。无法通过股权市场获得高效的直接融资，中小企业的发展将会受到极大的阻碍。党的十九届五中全会强调，提高直接融资比重是重要的战略任务。全国中小企业股份转让系统作为针对性地为中小企业提供融资的交易系统，自 2013 年运营来，经历了多次改革提升，为大量中小企业提供了股权交易的场所，着实帮助不少中小企业解决融资需求。

然而旧新三板的成效却不尽人意。根据国家统计局的数据，截至 2018 年底，全国中小企业共 263.1 万家，旧新三板挂牌公司共 10691 家，借助证券市场力量融资的中小企业只占约 0.4%，且这个比例有进一步下降的趋势。中小企业通过证券市场获取到的融资金额与他们在市场中的庞大体量无法匹配。在成交额方

面，旧新三板 2019 全年累计成交金额仅有 825.69 亿元。精选层正式上线后，2020 年全年累计成交金额 1294.64 亿元，增长 57%，不过较成熟市场仍有巨大差距。股权市场作为企业融资的关键渠道，应当为中小企业的融资提供更加强劲的支持。新三板市场上，仍存在着显著的融资额下降、交易不活跃、挂牌公司数量减少等问题，并未真正为中小企业融资提供便利高效的渠道。

新三板的成效见微从某种程度上削弱了中小企业挂牌意愿。分析解决新三板问题原因，有助于帮助中小企业疏通资金渠道。原因大致从中小企业质量、新三板制度、投资环境三个层面分析。

2.2 中小企业质量问题

中小企业多为民间创办的创业型企业，难免遇到管理团队不专业、经验不充足的问题，导致公司治理效率不高。首先，一些公司内部的运作流程仍处于探索阶段，还不够成熟，执行层面存在步骤冗余、人员职责混乱等现象，导致公司利润流失。此外，不完善的管理层架构也会使公司应对外部冲击能力偏弱，在出现突发情况时，无法及时采取有效应对手段度过难关。中小企业内部较为突出的问题可以分为以下几个方面。

中小企业管理结构不合理。中小企业做上市筹备的过程中，公司的治理架构不规范、部分必要职位人员缺失、关键职责分配不合理等问题是一部分中小企业无法获取金融支持从而持续稳定发展的重要原因之一。刚起步的中小企业对公司的管理尚在探

索中，需要在结构方面更加明确的指引，具体区分内部人员的岗位和职责。

中小企业金融实践经历不足。部分企业团队架构不合理，缺乏有专业金融知识的人才，在公司财务审计方面没有专业能力。相关人才缺失不仅会导致公司内部财务管理混乱，还会影响公司利用金融工具获取融资支持、抵抗长短期风险。稳定的资金链不仅可以节省运营成本，也可以在企业面临波动时提供稳定的支撑，财务和金融方面的合理管理是企业发展的基石。金融实践经验的缺乏将导致企业无法合理应用金融工具壮大企业发展。

中小企业创新动力受限。中小企业本身的信息网络、资源优势、培养体系不如大企业，且缺乏与同行沟通交流、相互学习、共同进步的机会，导致其创新能力受到限制。同时，创新型公司发展前期投资产出比低、运营风险大的特点将削弱公司信用，在此情况下若缺乏合适的融资渠道，创新型公司的运营压力将愈发增大。

中小企业公众形象不佳。中小企业的发展特点导致其投资风险大，公众形象不佳，这会从多个方面阻碍他们自身的发展。对比大企业，中国大部分中小企业在公众心中仍然有不正规、不稳定、劳动强度大、产品质量不可靠等不良印象。本身中小企业的宣传力度较弱，一部分劣质企业的负面新闻经报道，影响了一些同类型中小企业的公众形象。如部分在新三板挂牌后从未有过交易的“僵尸股”，在 2017 年占新三板挂牌公司总数超过 30%，给

许多投资者造成了新三板股票流动性差、质量不好的印象。如果这些受影响的企业未能有效地进行信息披露和公众宣传，则很难改变留在公众心中的刻板印象，不仅会流失一批融资资源，还会造成吸引人才和客户两方面的竞争力衰弱，非常影响企业的整体发展。

2.3 新三板制度问题

在改革前旧新三板的规则制度中，仍存在着一些不合理的安排以及遗漏的要点，导致旧新三板未能向中小企业提供充足的融资，具体由以下几方面分析。

旧新三板的转板规则不够具体。早在 2013 年国务院发布的《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》中便提到了符合交易所上市条件的新三板挂牌公司，可以直接申请转板上市，但直到新三板改革之前，都没有出台相关具体的转板上市文件³。没有转板上市的细则，将导致中小企业转板上市流程不清晰，执行受阻，多数企业选择先主动摘牌，后上市的方法寻求二板或主板融资。

已经满足上市条件的优质中小企业将被转板上市流程阻碍，这将导致中国多层次金融体系的间断，严重影响优质中小企业的成长。

旧新三板的交易制度限制了流动性。旧新三板股票中缺乏连

³ 最早与新三板相关的转板文件为《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，发布日期 2020 年 6 月 3 日。

续竞价机制，只有集合竞价、做市交易、大宗交易几种交易方式。集合竞价频次偏低，基础层为 1 次/天，创新层为 5 次/天，投资者最低申报数量偏高，为 1000 股。种种规定从一定程度上限制了资产流动性，导致投资者减少，随后又引发流通更加不易的情况。

旧新三板融资成本过高。在旧新三板中，中小企业持续融资的主要途径为定向增发，而定向增发需要挂牌企业寻找投资者协商谈判收购价格、股份等细节，对于匹配融资的时间成本极高。中小企业若与当前投资者未谈拢，又需花费大量时间寻找下一个投资人。在需要募集资金的情况下，没有即时获得融资可能导致企业错过最佳调整发展机会。所以如何降低融资成本到合适位置，也应该是制度需要考虑的地方。

新三板融资项目审核有待改进。根据证监会的规定，新三板精选层公司新三板融资项目的财务报表的有效期为六个月，特殊情况下可延长一个月，如果未能在财报有效期内通过审核，便需要重新提交材料申请,降低了审核挂牌的连续性。对于一些财报发布频率偏低，如只出年报、半年报的企业，需要等待很长时间才能重新申报挂牌，大大降低了审核挂牌的效率。此外，在新三板挂牌的企业需要有券商保荐，双方签署《推荐挂牌并持续督导协议》，根据协议中的内容，保荐券商需要始终持续对挂牌企业进行信息披露和公司治理的合规性监督。在中小企业本身管理不够规范、不够完善的情况下，保荐机构作为信息披露规则将券商

与公司监管绑定过长、过紧，令券商担责过大，无疑会打击券商的积极性，使得券商为中小企业保荐的意愿减弱。

2.4 投资环境问题

新三板中出现诸多违规行为。新三板中，屡屡出现包括信息披露违规、控股股东违规占用资金、违规使用募集资金、备案违规、股东大会程序违规等行为。2020年11月11日，全国股转公司通报10月给予纪律处分违规行为3宗，采取自律监管措施86宗。2021年4月7日，全国股转公司披露2021年3月给予纪律处分违规行为5宗，采取自律监管措施105宗。

恶意违规行为严重破坏了新三板的健康秩序，损害新三板多方利益。除去部分恶意违规外，大多违规均为信息未披露、未及时披露信息、披露信息不符合规定。旧新三板的一些信息披露制度较为简略，没有明确的指引文件，在中小企业本身就缺乏专业知识的情况下，企业的披露存在大量格式、内容不规范的情况，导致投资者的信息收集成本增加。在中小企业对披露信息的准确性、时效性存在把握不准确的情况下，投资者的知情权得不到保障，从而削减投资意愿，不利于企业发展。

不仅如此，旧新三板对于部分违规情形的惩罚规定不够具体，追责系统不够立体，导致旧新三板存在企业套利减持，操纵市场价格等情形，投资者权益无法得到保障。

2.5 新三板融资的恶性循环

新三板挂牌本应是中小企业获取直接融资的重要渠道，然而在 2020 年精选层试点之前，新三板的定位职能并没有充分发挥，中小企业并没有通过挂牌新三板的基础层和创新层改善直接融资困难的局面，精选层成立后，部分规则依旧需要完善。为了更好地理解问题关键并找到突破口，梳理旧新三板存在问题之间的联系与传递关系变得重要。

从短期波动来看，在新冠肺炎疫情的影响下，中小企业防范外部环境打击的能力较弱，资金流动性的阻塞和供需两端的严重不匹配对中小企业的打击更甚。在面临着经营危机的情况下，中小企业的融资形势更加严峻。

从长期发展来看，新三板的融资形成恶性循环。

首先从中小企业入手，在北交所成立、精选层开始试点之前，旧新三板主要服务的中小企业普遍具有抗风险能力弱、经营风险较高等特点，这是中小企业发展规律中难以避免的部分。除去该问题以外，中小企业还伴随着以下问题：（1）中小企业治理水平低下，欠缺完善系统管理制度经验；（2）缺乏金融实践经验与督导教育，不擅长利用金融工具改善经营；（3）中小企业创新难度大，创新动力及所需资源的缺乏导致发展潜力受限；（4）旧新三板融资成本过高。

部分制度的不合理同样成为公司融资的阻碍：（1）转板制度上，旧新三板缺乏转板机制。最早关于新三板转板制度指导文件

发布日期为 2020 年 6 月 3 日。优质中小企业为了到主板上市故意摘牌，导致优质企业离开新三板；（2）交易制度上，缺乏连续竞价交易机制，限制了资产流动性。在流动性匮乏的情形下，加上旧新三板没有涨跌停限制，导致股价的大幅异常波动；（3）发行条件上，财务有效期过短造成企业挂牌申请的难度加大；（4）上市保荐上，由于中小企业合规意识不足、自身运营风险大等特点，在终身保荐制下券商的保荐成本过高，需要合理调节。（5）信息披露与监管处罚层面，违规减持、内幕交易、恶意操纵股价行为屡禁不止，恶化市场环境。

投资者层面，专业机构投资者往往追求稳健且长期的投资。当整个市场优质标的减少、资产流动性变差时，机构投资者自然倾向配置稳定的大公司股票。同时违规违法交易使得市场交易环境逐渐恶化，投资者合法权益得不到保护，投资资金自然逐渐离场。

投资者因合法权益得不到保护、标的质量堪忧，逐渐减少新三板资产的配置，同时优质的企业追求主动摘牌寻求二板、主板上市，有融资需求、有潜力的中小企业得不到资金的支持，经营情况更加恶劣，从而旧新三板市场的交易标的质量进一步下滑，形成恶性循环。

综上所述，企业治理水平有待提高、转板等制度不完善、投资环境恶劣成为关键问题。如何在“建制度、不干预、零容忍”的监管方针下，以信息披露为中心，完善具有针对性、精准性和

包容性的规则制度，符合中小企业发展规律和成长阶段，鼓励创新发展，从而吸引投资者增加市场流动性，成了打破僵局的关键。

3 北交所新规将如何改善中小企业金融环境

根据中小企业融资现状的概况，可知造成中国中小企业融资困难现状的原因是多角度、相互影响的。而北交所的新规也从多个角度入手，落实改善中小企业金融环境。

3.1 北交所新规如何影响企业

北交所新规将引导企业完善内部治理。与科创板、创业板相比，北交所发布的规则中，大多数新增内容都与规范募集资金及公司内部结构相关。证监会在 2021 年 9 月 3 日发布的《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》（征求意见稿）（后称“《北交所持续监督办法》”）中，也明确强调了对公司内部治理问题的指导意见。

在证监会发布的《北交所持续监督办法》中，第五条指出“上市公司应当设立独立董事”，第六条指出“鼓励上市公司根据需要设立审计、战略、提名、薪酬与考核等专门委员会，专门委员会对董事会负责，依照公司章程和董事会授权履行职责。”对比科创板、创业板的《持续监督办法》，此两条内容为新增内容，属证监会首次通过对交易所建立规则的指示来间接表达对中小上市公众公司内部治理的要求。打铁还需自身硬，从中可看出上

层高度重视中小企业治理的规范问题，该问题是决定上市公司质量的关键因素之一。

北交所 2021 年 9 月 5 日发布的《北京证券交易所股票上市规则（试行）》（征求意见稿）（后称“《北交所上市规则》”）更是新增大量章节来规范指导上市公司的募集资金管理及公司内部治理问题，强调上市公司责任义务，堪称“上市公司管理指南”。三份上市规则关于范募集资金及公司治理的差别具体为：

（1）《北交所上市规则》第二章“股票上市和交易”新增第三节“募集资金管理”，共 8 条，《科创板上市规则》、《创业板上市规则》无完整对应章节；

（2）《北交所上市规则》第四章“公司治理”共 29 页，共 8 条，《科创板上市规则》第四章“公司治理”共 15 页，《创业板上市规则》第四章“公司治理”共 7 页；

（3）《北交所上市规则》第四章第一节“股东大会、董事会、监事会”共 38 条规则，《科创板上市规则》第四章第一节“规范运行”（内容与“股东大会、董事会、监事会”对应）共 17 条规则，《创业板上市规则》第四章第一节“股东大会、董事会、监事会”共 10 条规则；

（4）《北交所上市规则》第四章第二节“董事、监事和高级管理人员”共 24 条，《科创板上市规则》第四章第二节“董事、监事和高级管理人员”共 11 条规则，《创业板上市规则》第四章第二节“董事、监事和高级管理人员”共 6 条规则；

（5）《北交所上市规则》第四章新增第五节“承诺事项管理”、新增第六节“投资者关系”、新增第七节“社会责任”，《科创板上市规则》、《创业板上市规则》无完整对应章节。

三份上市规则关于范募集资金及公司治理的差别如下表：

表 3.1 北交所、科创板、创业板上市规则公司治理部分篇幅差异

《北交所上市规则》	《科创板上市规则》	《创业板上市规则》
第二章“股票上市和交易”新增第三节“募集资金管理”，共 8 条	无完整对应章节	无完整对应章节
第四章“公司治理”共 29 页	第四章“公司治理”共 15 页	第四章“公司治理”共 7 页
第四章第一节“股东大会、董事会、监事会”共 38 条规则	第四章第一节“规范运行”（内容与“股东大会、董事会、监事会”对应）共 17 条规则	第四章第一节“股东大会、董事会、监事会”共 10 条规则
第四章第二节“董事、监事和高级管理人员”共 24 条	第四章第二节“董事、监事和高级管理人员”共 11 条规则	第四章第二节“董事、监事和高级管理人员”共 6 条规则
第四章新增第五节“承诺事项管理” 第四章新增第六节“投资者关系” 第四章新增第七节“社会责任”	无完整对应章节	无完整对应章节

从内容上，《北交所上市规则》在第二章第三节有意指导募集资金的储存、使用、监管、追责和披露方式。在第四章第一节，文件有意加强对股东大会、董事会、监事会的职能分化，规范约束各自权利，并对合法权益的行使做出细致规定。其中第 2-21 条、第 22-29 条、第 30-36 条分别仔细描述了股东及股东大会、董事及董事会、监事及监事会的具体职能、责任及权益，规定了三会发起及召开的频率、事宜、流程、表决权、选举等细节内容，体现了公司内部相互约束、相互监督、共同受益的新局面，压实各方职责，监事的监督权变得更加独立，中小股东的地位也得到有效提升，合法权益得到进一步保护。

在第二节，北交所还对董事、监事、经理、董秘等公司运营重要人物的关系、职能、责任进行了描述，为中小企业上市公司的内部治理结构提供清晰蓝本，体现了制度的精准性。

相信《北交所上市规则》公司治理部分能够切实指导中小企业改善内部治理能力，从而强化其运营水平与金融实践能力。

北交所新规将引导中小企业创新发展。北交所主要通过两种方式鼓励中小企业创新发展，一是对创新型中小企业放低挂牌、上市财务要求，二是通过培育一批专精特新中小企业模范，影响鼓励中小企业创新创业热情。

自北京证券交易所成立，基础层、创新层、北交所层层递进。每一次递进，申请条件中都会对公司财务情况进行审核。从挂牌基础层的市值及财务条件⁴，及基础层进入创新层的市值及财务条件⁵来看，全国中小股份转让系统充分尊重中小企业的发展规律，理解中小企业初期创新难点，将重点考核重心放在了公司基础持续运营能力上。在从创新层到北交所上市的市值及财务条件中，规则对创新型企业的上市工作提出差异化安排，从而通过金融制度引导鼓励中小企业往创新方向发展。北交所上市市值及财务条件规则⁶如下：

发行人申请公开发行并上市，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：

(一) 预计市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1500 万元且加

⁴ 具体规则请查阅《全国中小企业股份转让系统股票挂牌条件适用基本标准指引》二. (三). 2

⁵ 具体规则请查阅《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》第十一条

⁶ 具体规则请查阅《北京证券交易所股票上市规则（试行）》（征求意见稿）2.1.3

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%；

(二) 预计市值不低于 4 亿元，最近两年营业收入平均不低于 1 亿元，且最近一年营业收入增长率不低于 30%，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正；

(三) 预计市值不低于 8 亿元，最近一年营业收入不低于 2 亿元，最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于 8%；

(四) 预计市值不低于 15 亿元，最近两年研发投入合计不低于 5000 万元。

从规则中的（三）、（四）可看出北交所上市条件针对创新型企业的引导。横向对比科创板，科创板对研发类财务指标的要求为“预计市值不低于人民币 15 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%”⁷；横向对比创业板，创业板市值及财务条件未涉及研发类财务指标⁸。

通过对比可知，北交所对创新型中小企业上市的引导结合了科创板的宝贵经验，从累计研发投入占比及绝对研发投入金额两个维度考核中小企业创新能力，切实为具备创新潜力的中小企业提供直接融资便利。

另一方面，《北交所上市规则》的 1.4 条对北交所的使命做出描述：本所充分发挥对全国中小企业股份转让系统（以下简称全国股转系统）的示范引领作用，深入贯彻创新驱动发展战略，聚焦实体经济，主要服务创新型中小企业，重点支持先进制造业

⁷ 具体规则请查阅《上海证券交易所科创板股票上市规则（2020 年 12 月修订）》2.1.2

⁸ 具体规则请查阅《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2020 年 12 月修订）》2.1.2

和现代服务业等领域的企业，推动传统产业转型升级，培育经济发展新动能，促进经济高质量发展。

在整体平移精选层的过程中，有 66 家精专特新属性明显的中小企业直接上市北交所，其中有 12 家为工业和信息化部所评专精特新“小巨人”企业。从行业分布来看，数量前五的行业为机械设备 18 家，生物医药 8 家，信息服务 8 家，化工 6 家，交运设备 5 家，多为对创新依赖较高的行业，符合北交所服务创新型中小企业的市场定位。

专精特新企业的茁壮成长，定将改变投资者对旧新三板企业质量低下的刻板印象，对挂牌公司的成长和发展，有着巨大的借鉴与鼓舞意义。

3.2 北交所新规下基础制度的特点

无论纵向对比基础层、创新层，还是横向对比科创板、创业板，北交所发布的多项基础制度都体现针对性、精准性和包容性的特点，都切实考虑了中小企业发展规律。

上市准入方面，将《北交所上市规则》中第 2.1.3 条上市市值及财务条件与科创板、创业板规则横向对比，北交所条件单独对上市公司对加权平均净资产收益率、营业收入增长率做出要求，符合中小企业应追求高成长性的规律。其对预计市值、累计净利润、营业收入、研发投入占比的要求都远远小于科创板、创业板，也体现了制度的包容性。

股权变动方面，第 2.4.6 条对未盈利情况减持做出规定，公司实现盈利前，经过 2 个完整会计年度后重要人员可减持。而横比《科创板上市规则》2.4.3 条、《创业板上市规则》2.3.5 条，其公司实现盈利前，3 个完整会计年度不得减持。减持时限的缩短有助于吸引更多中小企业到北交所上市。

股权激励方面，在 2021 年 9 月 3 日的《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》（征求意见稿）第 24 条，规定了北交所上市公司在有效期内的股权激励计划股票总数累计不得超过公司股本总额的百分之三十，横向比较科创板和创业板均为百分之二十⁹。加大股权激励额度有助于中小企业持续奋进成长，体现制度的针对性。

停牌与复牌方面，《北交所上市规则》新增第九章，对各情况的停复牌时间进行细致规定，例如重大资产重组停牌不超过 10 日，披露重组方案做出重大调整、筹划控制权变更、要约收购、破产重整等情况不超过 5 个交易日等，明确了停牌的时间预期，体现制度的精准性。

退市规则方面，《北交所上市规则》第 10.2.1 条规定交易类强制退市的考核周期缩短为 60 个交易日，横向对比科创板及创业板均为 120 个交易日。流动性充足情况下，加速劣质公司出清速度将利于市场的健康发展。

由于与北交所的分层管理办法尚未颁布，介于北交所由精选

⁹ 具体规则分别查询《科创板上市公司持续监管办法（试行）》第 25 条、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》第 29 条。

层整体平移而来，根据《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》中第 28 条规定，挂牌公司被调出精选层，符合创新层进入条件的，进入创新层；不符合的，进入基础层。预计北交所上市公司若非特定情节恶劣原因退市，将按条件退回创新层或基础层。

交易规则方面，横向对比科创板、创业板，北交所上市首日不设置涨跌幅限制，而科创板、创业板前五个交易日不设立涨跌幅限制；北交所的常规涨跌幅限制为 30%，而科创板、创业板仅有 20%。纵向对比，基础层和创新层集中竞价交易的涨跌停幅度分别为跌幅 50%、涨幅 100%，做市商交易相对买卖价差不得超过 5% 或两个最小价格变动单位。同时，营业部及交易单元的公示条件也发生相应改变¹⁰。涨跌停幅度的扩大，留给投资北交所上市公司的投资资金充足的博弈空间，反向要求投资者提高投资水平，正确面对投资决策。

另外，在基础层、创新层继续采用做市商交易、集合竞价交易、大宗交易的同时，北交所采用连续竞价交易、盘后固定价格交易、大宗交易；除做市商交易允许 T+0 以外，其他交易机制均为 T+1¹¹。北交所交易机制的改进有效提升了交易资产的流动性，提升定价与成交效率。

上市保荐方面，《北交所上市规则》第 3.1.2 条规定保荐机构持续督导期间为股票上市当年剩余时间及其后 2 个完整会计年

¹⁰ 具体规则查询《北京证券交易所交易规则（试行）》（征求意见稿）5.4.1

¹¹ 具体规则查询《全国中小企业股份转让系统股票交易规则》

度，横比科创板及创业板，两者均规定时限为剩余时间及后 3 个完整会计年度。同时，北交所规则取消科创板 3.1.3 条“上市公司原则上不得变更履行持续督导职责的保荐机构”。可知，北交所削弱了保荐机构在持续督导中的负担，凸显了上市公司作为信息披露和规范的第一负责人的地位。

首发上市与再融资方面，上市公司首次公开发行及再次公开发行的条件决定着企业的直接融资难度。

在新规下，《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则（试行）》第 43 条规定，招股说明书的有效期为六个月，特别情况下发行人可以申请适当延长，延长至多不超过三个月，放宽了招股说明书财务有效期的时长，变相降低企业发行审核的难度。

在《北京证券交易所上市公司证券发行上市审核规则（试行）》（征求意见稿）（后称“《再融资规则》”），第 20 条规定北交所会在接到发行上市文件的 5 天内做出是否受理决定，并给予上市公司材料补交的机会；第 26 条要求收到审核询问的负责单位需在 20 个工作日内回复文件，规定最长延期 20 个工作日的规定；第 35 条规定存在尚待核实问题的上市公司，无法形成审议意见的，可以申请发行上市申请暂缓审议，暂缓审议时间 2 个月。横向对比，在科创板、创业板的规则中并没有规定如此细致的时间期限。

此方面规则的改进体现了北交所制度设计针对中小企业

“短、小、频、急”融资特点的针对性，对中小企业提供可靠的时间预期体现了其精准性，同时多项延期申请许可也体现了北交所规则对中小企业的包容性。

转板规则方面，“处理好‘两个关系’”原则中，北交所须与沪深交易所、区域性股权市场坚持错位发展与互联互通，发挥好转板上市功能。转板机制不仅是实现互联互通，构建多层次资本市场的核心，还是防止北交所优质企业流失的关键。2020年6月3日，证监会指示全国中小企业股份转让系统探索建立转板制度，直到2021年2月26日，此时精选层已正式成立近8月，上海证券交易所及深圳证券交易所先后公布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司向上海证券交易所科创板转板上市办法（试行）》（后称“《科创板转板方法》”）、《深圳证券交易所关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市办法（试行）》（后称“《创业板转板方法》”），标志着转板制度的正式推出。

北交所关于转板制度的相关办法还未公布，但由于北交所整体平移精选层，所以原先转板上市办法具备参考作用。精选层公司转板需要在精选层连续挂牌一年以上，并且阅读对比《科创板转板方法》第十三条与《创业板转板方法》第十二条关于转板条件的规则，唯一的差异是应满足相同规定对应板块的市值及财务指标符合所属板块的《上市规则》。

若北京交易所的转板制度成功运行，将标志着创新型中小企业主阵地“新‘新三板’”与二板市场的成功对接，不仅解决了

优质企业主动摘牌离场的问题，提高市场企业质量，还为创新型中小企业的发展打通了直接融资的各层级通道，帮助中小企业茁壮成长。

3.3 北交所新规将净化市场环境

北交所新规不仅改进了市场基础职能，更在严惩违法行为、加强信息披露、限制投机套现层面，通过完善制度，净化市场环境，切实保护投资者及上市公司的利益。

严惩违法行为层面，北交所通过限制上市加强了对历史违法行为惩罚。《北交所上市规则》第 2.1.4 条规定了多种因公司主要相关人物存在历史违法、涉嫌犯罪、失信等记录而不得上市的情况；第 2.4.8 条规定了控股股东、大股东、实际控制人因多种违法、违规行为不得减持股票的情况；第 2.4.9 规定了董事、监事、高管因多种违法、违规行为不得减持股票的情况。以上均为科创板、创业板上市规则未有的新增细则内容，体现北交所规则对违法行为的惩罚具备历史追溯性。

加强信息披露方面，北交所在新规中不仅增加了信息披露的范围，更明确了信息披露的责任主体。证监会在《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》（征求意见稿）第二十条，向北交所对公司关键角色通过集中竞价减持的信息披露工作做出要求和指示；《北交所上市规则》第五章对信息披露做出一般性规定；在新增第二章第三节募集资金管理中上市公司资金管理

及使用情况的信息披露做出规定，并强调独立董事与保荐机构的披露职责。

限制投机套现方面，由于北交所上市门槛相对二板市场、一板市场相对较低，为杜绝投机分子利用上市规则的包容性进行投机性套利行为，北交所在《北交所上市规则》第四节股份变动管理中做出更细节的要求。第 2.4.2 条，上市前持有股东及控股股东、实际控制人的规定明确控股股东及实际控制人的亲属¹²持股列入不得转让或委托范围内；第 2.4.6 条，规定上市时未实现盈利，在实现盈利前，控股股东、实际控制人、董高监自公司在 2 个完整会计年度内，不得减持。

3.4 新规对于投资者的影响

由于新三板对投资者的定位主要为成熟的机构投资者，在 2019 年 12 月 27 日前，以基础层和创新层为主的旧新三板的投资者资金入场门槛为近 10 个转让日的日均金融资产 500 万元人民币以上。随后 2019 年 12 月 27 日发布新的《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理办法》，规定基础层准入金额门槛为 200 万人民币，创新层为 150 万人民币，精选层为 100 万人民币。（此时精选层仅为宣布成立，并未正式成立。）

直到 2021 年 9 月 17 日，全国中小企业股份发布《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理办法》，规定基础层投资者

¹² 规则中亲属，是指上市公司控股股东、实际控制人的配偶、子女及其配偶、父母及配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶

准入条件为申请权限开通前 10 个交易日日均资产高于 200 万人民币，规定创新层投资者准入条件为申请权限开通前 10 个交易日日均资产高于 100 万人民币。同时北交所发布《北京证券交易所投资者适当性管理办法（试行）》规定其投资者应参与证券交易 24 个月以上，并在开通前 20 天日均资产不低于 50 万。

4 北交所成立后的融资良性循环

当北交所上市公司内部治理水平得到改善，运营水平和公司质量稳步提升，市场制度逐步完善，信息披露越发透明，市场环境与时俱进，保荐机构不断挖掘沉淀新的业务需求，再配合合格投资者逐步进场，促使北交所的融资需求端和供给端逐渐平衡，释放经济活力。需要融资发展的高质量创新型企业得到了持续的资金支持，茁壮成长发展壮大，此时投资股东的合法权益获得保护，与中小企业共同成长。寻求金融支持的中小企业设法进入基础层，在北交所获取金融经验且有更大发展目标的公司通过转板制度从三板向二板进军，获得更广阔的融资支持，整个市场的融资流转出现良性循环。

此时的北交所不仅成为服务创新型中小企业的主阵地，更是与沪深交易所保持错位发展，与基础层创新层保持统筹协调，拥有符合中小企业发展规律的基础制度，成为三板市场与二板市场的纽带，成就众多“专精特新”的优秀公司。整个三板市场呈现欣欣向荣的新局面。

参考文献：

- [1] 2021；中国人民银行研究局课题组，《完善中小微企业融资制度问题研究》；
- [2] 2021；北京证券交易所，《北京证券交易所股票上市规则（试行）》
- [3] 2021；北京证券交易所，《北京证券交易所交易规则（试行）》
- [4] 2021；北京证券交易所，《北京证券交易所会员管理规则（试行）》
- [5] 2021；北京证券交易所，《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则（试行）》（征求意见稿）及起草说明
- [6] 2021；北京证券交易所，《北京证券交易所上市公司证券发行上市审核规则（试行）》（征求意见稿）及起草说明
- [7] 2021；北京证券交易所，《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（试行）》（征求意见稿）及起草说明
- [8] 2020；中国证券监督管理委员会，《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》
- [9] 2019；全国中小企业股份转让系统，《全国中小企业股份转让系统股票挂牌条件适用基本标准指引》
- [10] 2019；全国中小企业股份转让系统，《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》
- [11] 2020；上海证券交易所，《上海证券交易所科创 5 板股票上

市规则（2020年12月修订）》

[12] 2020；深圳证券交易所，《深圳证券交易所创业板股票上市规则》（2020年12月修订）》

[13] 2019；中国证券监督管理委员会，《科创板上市公司持续监管办法（试行）》第25条

[14] 2020；中国证券监督管理委员会，《创业板上市公司持续监管办法（试行）》

[15] 2019；全国中小企业股份转让系统，《全国中小企业股份转让系统股票交易规则》

PBCSF