



赵建：北交所的深意



文/新浪财经意见领袖专栏作家 赵建



如果说中国有一个真正意义的注册制资本市场，或者符合资本市场内生演化规律的“原生态市场化”的股市，那可能就是我们说的“新三板”，或即将成立的北京证券交易所。因为作为一个场外市场，新三板的上市的确符合注册制的一般标准（上市简单，最多的时候 12000 家；退市也容易，已经累积退市近 5000 家；定价合理，无一二级双轨）。而在成立北交所后，场外转场内，则又符合一个内生演化的资本场所具有的一般历程。从这个意义上来说，中国的“纳斯达克”不是科创板，而是新三板转场后的北交所。

注册制一直是中国资本市场和广大投资者的“心结”。似乎只要改成

注册制，所有的问题都会一劳永逸的解决。发达金融市场似乎就是这样，没有 A 股这么多的问题。A 股的问题可以用两个“堰塞湖”来形容：一方面申请上市的公司排成队，导致“IPO 堰塞湖”，另一方面投资者的资金也水漫金山，泡沫遍地、波动频繁、熊长牛短，也就是“资金堰塞湖”。这两个堰塞湖迫切需要通过注册制打通，平滑湖面，消除供需错配。

然而这么急切的制度需求，竟然一直拖了几十年都没有解决。注册制真的很难吗？理论上很容易，从审批转到注册，从政府主导转到市场主导（交易所和中介）。但现实中却存在着各种障碍，从制度经济学的理论来看，就是制度变迁动力学的问题，主要有两个：一是谁主导着中国股票市场的制度建设和转型；二是怎样的动力（激励）让主导者心甘情愿推动这一项制度变革。回答了这一问题，一切都很容易理解了。注册制迟迟推不动，原因很简单：

掌握注册制改革的主导者，恰恰是这一项改革的利益受损者。

站在理性经济人的视角，他们怎么可能有动力推动损害自身利益的改革？因为在审批制的权力中心模式下，围绕审核权以及上市公司的壳价值、地方政府政绩等，已经形成了一条深厚的利益链，牵一发而动全身。如果看到了这一点，就会明白看似很简单的注册制制度建构如此困难，会拖延了这么多年，连换多届领导都很难搞定。

然而，更高层面的领导则是这项改革的受益者，他们有志于砥砺前行切实推动中国资本市场的改革。在既得利益链根深蒂固的情况下，顶层设

计者继续采用了中国改革开放以来的成功经验，或者说是中国智慧——增量改革。在不触动已有审批制的利益格局下，成立新的证券交易所（科创板）或着允许场外交易所的建立和发展。这是一种用“增量撬动存量”的边际改革思路。这个改革的实施必须跳出既得利益者的权力范畴，让“置身事外”的新组织作为主导者。这就要求更高层面的领导出面。因此我们看到一个令人印象深刻的现象，那就是：

无论是科创板还是北交所，都是习总书记在重要的场合亲自宣布的。

这就印证了我上面说的，注册制改革的制度变迁动力学假说：改革受损者不会推动改革，只能依靠更高权力层面的推动。然而科创板建立以后，虽然在上市条件等方面有了很大的放松和自主性，但就当前的情况来看，并没有承担起当时期望的“注册制改革尖兵”的时代使命，相反，还有点向审批制的方向“内卷”。这其实也是一个客观现象，本质原因是因为在权力的磁力辐射下，很多市场范畴内的行为开始发生偏离。另外一个更重要的原因是，大家都没有意识到一个基础性的概念：

注册制是一个生态体系，它可以进行制度建构，但无法短期内真正运行。真正的注册制需要各主体的集体演化。

这句话的意思是，注册制是一个看上去很简单的制度设计，但是运行起来却非常复杂，需要非常多的软性基础条件，需要各个市场参与主体之间形成良性互动，最终达到一种生态平衡，才能称为真正的注册制，这需要时间的沉淀。这是对注册制基本概念的理解，其本质是让非政府的力量

(交易所、券商、律所、投行、审计机构、会所等市场中介机构、行业协会机构和媒体等监督机构)成为制定交易规则、决定谁来上市的主导。审批制下,主要是监管部门的审批小组帮着投资者把关,集体投票选择可以上市的公司,一旦公司上市就“鸡犬升天”,被白白赠送一个“壳价值”,相当于一二级市场之间的制度套利。但是问题是,由这十几个人几十个人组成的上市审批小组,如何能:第一有效甄别申请 IPO 的公司的真正质量,第二如何不被利益捕获产生寻租问题。这两个问题始终解决不了,才导致中国的资本市场长期处于“病恹恹”的状态。

因此,相对于审批制,注册制的内涵其实更加丰富,它的本质也是一种信息生产机制。只不过,审批制是中心化的,注册制是去中心化的。注册制下,上市的流程相对简单,但是信息的生产方却更多了,是一种分布式的机制。在注册制下,投行、保荐人、律所、会计所等更加重要,他们作为市场中的专业中介机构,要负更大的责任。最重要的是,与审批制相比,对上市公司及相关利益机构(中介)的违规违法惩处发生巨大的变化,变的更加严格。一旦触碰某项法律,基本上没有回旋的余地。所以,我经常说注册制的本质是“依法治市+市场化运营”的结合体

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_34775

