



邵宇：北交所是新三板改革的“质变”



意见领袖 | 邵宇（东方证券首席经济学家） 陈达飞



9月2日晚，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的致辞中表示，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。这是继习主席在2018年11月5日首届中国国际进口博览会开幕式上宣布在上海证券交易所设立科创板并试点注册制之后，中国多层次资本市场的又一次完善、进步与地位的跃迁，也必将提升资本市场服务实体经济的能力。

设立北京证券交易所是新三板改革的题中之意。自2013年正式揭牌运营以来，新三板已经走过了九个年头，已经成为资本市场服务中小企业融资的主要平台。但在早期，由于挂牌公司质量参差不齐和投资门槛过高等原因，新三板的流动性较低，未能很好的发挥资本市场的投融资功能，出现了“劣币驱逐良币”现象。自2019年一系列改革举措之后，如降低

投资者资金门槛（基础层从 500 万降到 200 万，创新层降至 150 万，精选层降至 100 万）、正式设立精选层等，新三板秩序得以重建。

截至 9 月 2 日，新三板挂牌公司总数为 7304 家（2016 年 12 月 19 日突破 1 万家），总市值近 2 万亿元，合格投资者超 170 万户（为 2019 年年末的 7.3 倍）。信息技术行业挂牌公司数量位居第一，为 1278 家，总市值占比 31.3%，紧随其后的为工业，挂牌公司数为 1170 家，市值占比 28.6%。

中小企业的重要性可从就业、产出或税收等多个视角去论证，但笔者更想强调其在制造强国、“卡脖子”技术攻坚和创新驱动发展战略中的作用。这又可以从中小企业与“专精特新”的关系中窥见一斑。“十四五”规划期间，中国将要培育一万家专精特新“小巨人”企业。据不完全统计，共有近 800 家正在或曾经在新三板挂牌的企业被纳入工信部专精特新“小巨人”名单。在今年 7 月 19 日公布的第三批专精特新“小巨人”企业名单中，有 213 家为新三板挂牌公司，还有 211 家曾经在新三板挂牌。从目标与现状比较看，资本市场服务实体经济任重道远，新三板服务创新型中小企业前景可期。北京证券交易所的设立，是新三板改革从量变到质变的跃迁，整体上抬升了创新型中小企业发展定位，也更有助于发挥资本市场的直接融资功能，提升要素配置效率。

竞争性市场有助于实现资源的“帕累托最优”分配和社会福利最大化，是福利经济学第一定理的基本要义。这种静态效率只是自由市场经济的一

个稳态，而非常态。常态是非稳态，是向稳态无限趋近，阶段性反复，而后再再次趋近的过程。经济增长就是在这种波浪式的非稳态中实现的。在《创新：经济增长的奇迹》一书中，经济学家威廉·鲍莫尔 (W. Baumol) 认为，自由市场经济之所以有效的机制是：竞争导致的利润被平均化的压力迫使企业不断地进行创新。

当下，中国正在掀起一轮“反垄断”的监管热潮。对于这个问题的讨论，大多是从垄断不利于创新的角度去谈的。实际上，在一定程度上，获取部分垄断势力是企业开展创新的动能，也是创新成功的奖赏。但是，随着互联网经济的兴起和“零边际成本”社会的到来，规模越来越成为企业垄断势力的来源。这不仅可能降低在位企业自发创新的内在动力，还将阻碍竞争者的创新，无助于整个社会的进步。

关于市场结构、企业规模与创新的关系，不是简单地大企业更有助于创新，还是小企业更有助于创新的问题，大企业和小企业在创新中都发挥着重要作用，他们在创新的不同阶段、不同领域有着各自的分工，发挥协同效应，形成创新的“多样性红利”，也共同受益于这种红利。所以，反垄断不能陷入反对大企业的怪圈。大企业的高利润如果是更富于和更善于创新的结果，就具有一定的合理性。专精特新“小巨人”也都是细分领域的领军企业，市占率均较高。反垄断监管应更多的关注企业行为和市场准入，而非经济绩效这些基本面信息。高利润、高研发投入、高劳动报酬是一个良性循环。

技术变革带来的“连续的工业革命”是经济社会向前发展的第一推动力，这是创新理论奠基者熊彼特的核心信条。熊彼特还认为，在推动技术变革和创新的扩散中，信用制度发挥着至关重要的作用。在《商业周期》这本奠基性的作品中，熊彼特将资本主义定义为“通过借贷而实现创新的私有制经济形式”。他强调，重大创新的集聚依赖于资本的力量，“信用制度以这样活那样的形式发挥了关键作用”。实际上，在这本谈商业周期的作品中，谈论金融资本的篇幅甚至超过了前者。

在《政府、市场与增长：金融体系和经济转型的政治》中，齐斯曼 (Zysman, 1983) 将金融体系分为三种类型：第一是以资本市场为主导，发行股票是企业进行长期融资的主要类型，银行更多的是提供短期融资，以英国和美国为代表；第二种类型是以银行信贷为主导，资本市场的作用相对有限，以法国为代表；第三种也是以银行信贷为基础，但金融机构可以自主支配资金和定价，政府较少干预，以德国为代表。在第一种类型与第三种类型的金融体系中，市场在金融资源配置中起决定性作用，但在第二种类型中，非市场力量起决定性作用。

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_34831

