

中泰证券首席经济学家李迅雷：

# 服务中小企业融资 北京证券交易所助力经济转型升级



视觉中国图片

## 有序推进资本市场改革

中国证券报：设立北京证券交易所释放哪些积极信号？

李迅雷：一是我国融资结构正处在拐点，其背后是经济结构的转型升级。过去我国间接融资占比一直处于高位，对应的融资方式是银行贷款。目前经济增速有新的变化，而未来经济发展切换为以消费、科技等新兴行业拉动，中小企业、初创企业发展将加速，在推动经济增长、促进科技创新、增加就业等方面具有重要作用。而相比传统信贷融资，直接融资更适合新经济、中小企业发展模式。

二是资本市场能够更好地满足增量经济的融资需求，为成长型创新创业企业提供支持。成长型创新企业的核心要素是技术、人力和数据，具有发展速度快、股权结构复杂以及盈利不确定等特点，而且缺乏银行所青睐的可以用来作为信贷抵押的固定资产。如何给这些企业进行风险定价成为难题，只有直接融资的风险共担、收益共享的市场化融资机制可以满足，因此发展直接融资是大势所趋。

三是通过市场化手段发展资本市场，补齐多层次资本市场发展的普惠金融短板。本轮资本市场改革定调“建制度、少干预、零容忍”，以注册制为代表的基础制度改革有序推进，推出科创板、改革创业板以及设立北京证券交易所，市场化及法制化程度不断提高，资本市场吸引力持续提升。北京证券交易所与新三板协同发展、与沪深交易所错位发展，在信息披露、公司治理、市场化退市等层面不断优化，解决中小企业融资难、融资贵的痛点，补齐多层次资本市场发展的普惠金融短板。

四是政策注重可持续发展，提升市场机构化程度。从海外市场发展经验来看，中长期资金对于资本市场发展具有重要作用。上半年基金发行提速，通过居民理财机构化模式，把短钱汇聚成长钱，从而逐渐降低波动，改善权益资产持有体验。北京证券交易所考虑到创新型中小企业业绩波动较大、经营风险较高，未来投资端将以合格投资者为主，与以一般散户为主的市场形成差异，可能呈现低频、理性、持股时间较长的投资特征，并且更加关注中长期收益。

## 与沪深交易所错位发展

中国证券报：北京证券交易所如何与沪深交易所实现错位发展与互联互通？

李迅雷：北京证券交易所成立，真正打通了中国多层次资本市场，各个市场互相补充，助力中小企业成长。

在错位发展方面，一是北京证券交易所的服务对象“更早、更小、更新”。平移精选层发行标准，采用预计市值方法，为市值为2亿元至15亿元及以上创新型中小企业提供融资服务，相比创业板、科创板，预计市值更小、盈利、研发等条件更符合中小企业特点。

二是北京证券交易所提供多种定价方式，交易弹性更大、更为灵活。将提供直接定价、网上竞价、网下询价三种定价方式，新股上市首日不设涨跌幅限制，次日起涨跌幅限制为30%，相比科创板、创业板更具弹性。

三是北京证券交易所再融资制度“小额、快速、灵活、多元”。对发行价格、规模等不做行政干预，引入授权发行、自办发行、储架发行机制，夯实“小额、快速、灵活、多元”制度安排，提高发行效率。

四是北京证券交易所强化监管，鼓励“量力而行”，平衡中小企业融资需求和规范成本。凸显上市公司作为信披和规范运作第一责任人，不再实行主办券商“终身”持续督导，强化公司治理与信息披露监管，同时鼓励“量力而行”。例如，在明确回报股东和履行社会责任原则性要求的基础上，不对现金分红比例、社会责任履行方式等作强制性规定。

五是北京证券交易所将坚持以合格投资者为主，与沪深交易所形成差异。预计北京证券交易所的投资者以机构投资者为主，与其服务中小企业的风险特征相匹配。

六是北京证券交易所建立差异化退出安排，符合条件可以退至创新层、基础层继续交易，重大违法直接退市。明确主动退市与强制退市条件，设置强制退市四类情形，财务类明确净利润、营收、净资产指标。通过多元化设置，交易类退市条件更贴合中小企业需求，退市路径体现与创新层、基础层层层递进特征。



中泰证券首席经济学家李迅雷日前在接受中国证券报记者专访时表示，北京证券交易所的设立使资本市场更具包容性，增强中小企业挂牌以及上市信心，为引入做市机制、实行混合交易预留制度空间，也将推动A股机构化发展，拓宽一级市场退出渠道，助力风险投资发展。

他表示，专精特新“小巨人”名单上的企业，经过创新层挂牌规范运作满一定时间，符合四套上市标准之一的，有望成为未来北京证券交易所重点支持上市的“种子选手”。

● 本报记者 焦源源

## 增强中小企业挂牌上市信心

中国证券报：设立北京证券交易所，将在资本市场改革哪些方面发挥哪些作用？

李迅雷：北京证券交易所的设立，一是使资本市场更具包容性，增强中小企业挂牌以及上市信心，做大资本市场。北京证券交易所在发行上市、交易、持续监管上更具包容性。随着企业成长，给予企业留存或转板的双向选择权，将大大增强企业挂牌及上市信心。科创板坚守“硬科技”、创业板擦亮“三创四新”以及北京证券交易所服务创新型中小企业的差异化定位，三管齐下拓宽新经济直接融资渠道，做大资本市场，更好地服务经济结构转型发展。

二是北京证券交易所孕育增量改革，为引入做市机制、实行混合交易预留制度空间。新三板可采用做市、集合竞价、连续竞价方式。参考海外市场经验，做市商机制、混合交易机制有助于增强股票流动性、提高定价效率，北京证券交易所有望推动交易机制等方面的增量改革。

三是北京证券交易所构建以合格投资者、机构投资者为主的运行机制，推动A股市场机构化发展。A股机构化比重提升仍然是长期趋势，2020年境外投资者持有A股资产突破3万亿元，公募基金持有A股市值接近5万亿元，两者合计占总市值的比例超过10%。而与成熟市场相比，A股的机构占比依然偏低。北京证券交易所构建以合格投资者、机构投资者为主的运行机制，有望吸引社保、保险、银行理财资金等参与权益市场投资，持续推动A股机构化发展。

四是北京证券交易所的设立，完善了多层次资本市场布局，增强对境外资金的吸引力，促进资本市场高水平对外开放。设立北京证券交易所，将吸引越来越多国际金融机构积极参与，引入更多境外中长期资金，完善A股市场稳健运行的机理和生态，同时提高资本市场的国际影响力。

五是北京证券交易所进行差异化制度安排，拓宽一级市场退出渠道，助力风险投资发展。北京证券交易所在企业上市标准、减持等制度上的差异化安排，拓宽了VC、PE基金的退出渠道，提高其资金使用效率。同时，北京证券交易所将吸引更多优质企业挂牌、上市，风险投资可投标的增多。随着政府引导基金不断发展，风险投资行业有望做大做强。风险投资是直接融资的重要环节，行业发展壮大将为经济结构转型发展提供更多助力。

中国证券报：未来哪类企业更容易登陆北京证券交易所？

李迅雷：国内具有“专业化、精细化、特色化、新颖化”特征的中小企业，即使目前阶段的收入和利润水平还不高，但具备较强的创新能力和较大发展潜力。在政策上，会重点支持先进制造业和现代服务业，以及能够推动传统产业转型升级、培育经济发展新动能的领域。以上类型的企业只要在公司治理上合法合规，并且在财务的规范性和信息披露的规范性等方面达到公众公司的标准，就有希望成为北京证券交易所重点服务的对象。

整体来看，专精特新“小巨人”名单上的企业，经过创新层挂牌规范运作满一定时间，同时收入和利润达到一定规模，符合四套上市标准之一的，有望成为未来北京证券交易所重点支持上市的“种子选手”。

## 不断加强制度建设

中国证券报：为了更好地服务创新型中小企业高质量发展，北京交易所需要从哪些方面推进制度建设？

李迅雷：目前北京证券交易所立足服务创新型中小企业的市场定位，总体平移精选层挂牌、交易、转板、退市等基础制度，同时坚持合适的投资者适当性管理要求，形成了一套契合中小企业特点的差异化制度安排，走出了一条资本市场支持服务中小企业科技创新的普惠金融之路，在国内资本市场体系中起到非常重要的承上启下作用。当然，北京证券交易所作为一个新兴的资本市场板块，面对国内数量众多、行业类型多样和发展阶段不一的创新型中小企业的上市需求和融资需求，制度建设有进一步提升的空间。

首先，北京证券交易所作为服务创新型中小企业的资本市场板块，解决的就是企业的股权交易流动和融资问题，这两点都离不开资金支持。建议在实行差异化投资者适当性管理的基础上适当降低投资者准入门槛，同时大力鼓励基金、保险等大型金融机构以现有产品或募集成立专项产品的方式积极参与北京证券交易所市场。另外，积极探索引入做市商等混合交易制度，增强市场流动性。

其次，在上市制度方面，目前符合该要求的企业接近1000家，虽然已具备一定数量基础，但是国内仍有众多优质的创新型中小企业尚未登陆新三板的创新层甚至基础层。建议适当缩短企业申报北京证券交易所上市时对于其在创新层挂牌时间的要求。同时，对于部分属于国家战略新兴行业、符合专精特新属性的小巨人企业、符合一定财务指标要求的企业开设绿色通道。

第三，为了便于中小企业能够更好地选择专业中介机构为其上市保驾护航，同时促进各券商间的充分竞争，促进券商提高执业质量和发挥资源匹配的优势，建议北京证券交易所根据各券商在新三板企业辅导、申报、上市等过程中的执业质量给予分类评价，进行差异化管理。分类评价较高的券商在审核过程中可以享受优先受理、减少现场检查次数等待遇。

## 加强ESG基础建设 推动资本市场高质量发展

● 英大证券研究所副所长 臧宁宁

ESG（环境、社会和公司治理）投资与责任投资、绿色投资等理念一脉相承，是全球可持续发展重要议题。目前对ESG并未形成统一权威认识，但ESG是一种关注企业环境、社会和治理绩效的投资理念和企业评价标准，与当前绿色低碳转型发展相契合，并与企业传统财务评价相补充，符合机构投资者长期价值投资理念。根据全球可持续投资联盟数据，2020年初，可持续投资资产管理规模已占全球资管规模的35.9%。

目前我国经济进入高质量发展阶段，高质量发展内涵丰富。ESG关注企业在环境、社会和公司治理三个维度上的表现，与高质量发展理念一致，有利于推动企业实现经济、社会和环境效益协调统一。与国外成熟ESG市场相比，我国仍处于探索发展阶段，需要进一步推进ESG基础建设。

推动上市公司加强ESG信息披露。ESG评级及ESG披露的基础是上市公司ESG信息披露。目前国际相关组织和机构逐步建立了完善的ESG报告框架和通用标准，如GRI准则、SASB准则等。对于上市公司ESG信息披露，越来越多的国家逐步从鼓励引导走向半强制和强制，“不遵守就解释”原则得到了广泛应用。近几年，相关部门陆续出台新政策，逐步重视企业在环境、社会和公司治理方面的表现，目前排污、环评、因环境问题受到的行政处罚等属于强制披露范围，其余仍属自愿披露。

因此，需要监管机构从上而下推进我国上市公司ESG信息披露制度，建立完善统一披露框架，推动企业ESG披露的指标化和定量化，提高信息披露的持续性和可比性。

推进中国特色ESG评价体系建设。A股已存在多个ESG评级体系，如富时罗素、华证指数、商道

融绿、社投盟等，但各个评级体系标准不统一，评级结果也存在很大差异。比如，富时罗素ESG最高分的A股企业在商道融绿仅为B+。目前发达国家ESG的评估体系和标准相对成熟，但中国国情和所处发展阶段不同，A股与成熟资本市场有差异，需加强中国特色ESG评价体系建设，建立与国际接轨、适应我国国情和A股市场实际的ESG评级体系，推进在企业所有制、行业属性等维度细分的ESG评级体系，并根据政策变化，对评级模型进行评估和改进。

引导企业聚焦绿色产业科技创新。我国“碳达峰、碳中和”战略的提出对投资市场及投资策略产生重大影响，E（环境）部分和绿色投资日益引起更广泛的重视。“碳达峰、碳中和”的关键还在于技术创新，需充分发挥金融服务引导功能，推进绿色技术创新与应用。目前我国已经建立起完善的绿色信贷政策体系，绿色债券、绿色产业等分类标准初步形成，绿色保险、ESG投资、绿色基金等也具备一定基础，需要以“碳达峰、碳中和”目标为约束条件，推进ESG投资助力绿色科技创新，推进绿色技术在电力、工业、交通、建筑等领域的应用。

进一步加强ESG生态系统建设。ESG投资是一个系统性工程，涉及监管机构、第三方研究机构、ESG投资企业、金融机构、投资者等多方主体。监管机构需要推进ESG信息披露框架建设，出台适应我国国情的ESG指引，健全ESG相关基础建设，推动ESG从理念到实践的高效转化。第三方机构需要完善中国特色ESG评级体系和指数编制，并充分发挥数字技术在ESG信息搜集、数据挖掘中的作用。金融机构需要推进ESG产品创新，引导企业绿色转型发展，加强社会绿色投资引导，推动养老金、保险等大型机构投资者参与ESG投资。（注：本文仅代表个人观点，与所在供职单位无关。）

## 规范互联网信息服务算法 促进数字经济平稳发展

● 中南财经政法大学 数字经济研究院执行院长 盘和林

国家互联网信息办公室日前就《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》向社会公开征求意见。《规定》的出台将对部分企业违规算法进行合理干预，使企业承担应有社会责任，从而促进数字经济平稳发展。

### 亮点纷呈

《规定》征求意见稿有诸多亮点。亮点一在于“严”。征求意见稿第六条到第十八条，从不同角度对算法推荐服务提供者提出要求，尽可能将所有算法行为都纳入监管。如第十三条规定，算法推荐服务提供者不得利用算法虚假注册账号、非法交易账号、操纵用户账号，或者虚假点赞、评论、转发、网评导航等，实施流量造假、流量劫持；不得利用算法屏蔽信息、过度推荐、操纵榜单或者搜索结果排序、控制热搜或者精选等干预信息呈现，实施自我优待、不正当竞争、影响网络舆论或者规避监管。不仅如此，对于未成年人保护、社会舆论引导以及消费者权益等算法推荐，都提出了相应规定。

亮点二在于“全”。征求意见稿明确，算法推荐技术，是指应用生成合成类、个性化推送类、排序精选类、检索过滤类、调度决策类等算法技术向用户提供信息内容。这相当于划定了监管对象，大

多数手机APP都将成为监管对象。同时，征求意见稿第三条提到，国家网信部门负责全国算法推荐服务的监督管理执法工作，明确了部门责任。第二十七到二十九条给出了具体的惩处措施。征求意见稿的内容涵盖了对象、行为、监管主体和惩处措施，非常全面。

亮点三在于“巧”。征求意见稿并非禁止算法推荐，而是一种规范。新经济突飞猛进，规则要跟上，责任须明确。通过监管去鼓励有价值算法的发展，为新经济的持续稳定发展提供动力。

### 合理干预

近年来，数字经济领域的法律法规出台频繁，相关部门对于数字经济规范发展愈加重视。回望我国数字经济之路，能够清晰地发现，我国基于人口红利充分发挥了后发优势。当我国数字经济从“跟跑者”变为“领跑者”后，一些企业管理者开始逐渐丧失发展方向。

人们日常使用的手机APP背后都有算法的加持。算法其实没有好坏之分，但现实是，部分算法设计的价值判断扭曲成为“是否够用牟利”。对于一些应用的开发者来说，要尽可能将消费者留下，他们的方法是利用算法让用户“成瘾”。

《规定》征求意见稿的发布让我们能够希望对于算法进行合理干预，使用户走出片面信息世界，使企业承担应有责任。