北交所構建新體系 專家倡鑑國際經驗

貫穿融資交易中介環節 政府設小企業政策辦

北京證券交易所籌建中，並正就上市、交易及會員管理等基本業務規則，向市場公開徵求意見，安永、普華永道、畢馬威等國際會計事務所專家在服貿會期間就此接受香港文匯報訪問。其中，安永北京主管合夥人楊淑娟分析了外國支持中小企業發展的經驗，認為北交所可以借鑒國外資本市場的做法，建立從融資、交易、中介機構等環節都符合小企業需求的制度安排，為小企業提供良好的資本市場服務。如在政府監管層面，可借鑒美國證交會（SEC）設立專門的小企業政策辦公室。

●香港文匯報記者 馬曉芳、任芳頡 北京報道

●楊淑娟指北交所可借鑒國外資本市場的經驗，為小企業提供良好的資本市場服務。

「中小企業的融資是企業發展中的痛點問題。」安永北京主管合夥人楊淑娟在服貿會向記者表示，從創新型中小企業發展規律來看，中小企發展技術路線尚未定型，盈利模式尚未穩定，尤其需要資本的支持，資本市場在這方面可以發揮重要作用，這是國際市場的成熟經驗。不少國家也專門定出支持中小企的融資措施，服務於中小企業交易所的成功發展在國外已有先例。

美國多層次資本市場可借鏡

例如美國就長期重視為小企業營造一個良好的融資環境，建立了一套貫穿融資、交易、中介機構等各個環節全面服務小企的資本市場體系。美國1933年通過的《證券法》，就充分考慮了中小企的特殊性，專門設置3(b)和4(2)條款，賦予SEC豁免小額證券發行和私募證券發行註冊義務的權力。而2012年出台的JOBS法案（Jump-start Our Business Startups Act），放寬、簡化和降低了發展階段的成長企業實施IPO和公開披露的相關要求和標準；通過修改現行法律法規，放寬對網上小額融資、小額公開發行的限制條件；放寬了部分私募發行註冊豁免的限制條件。該法案在制度層面推動了發行市場的分層發展，成為美國多層次資本市場發展的一個分水嶺。

多年來，全球主要證券交易所也謀求改革，調整資本市場的法規、規則、理念和體制，在支持中小企業上市方面也積極採取新舉措。其中，美國資本市場的創業板和OTC市場服務於高成長型的中小企和處於初創階段的中小微企。另外，還建立相對獨立小企業服務的資本市場，從融資、交易、中介機構等環節都有符合小企業需求的制度安排，為小企業提供良好的資本市場服務。同時，政府和機構對中小企融資還有實際的有力支持，如SEC設有專門的小企業政策辦公室。

美國納斯達克成立之初針對創新型中小企，並同時有場內場外交易。目前納斯達克已成為全世界各國創新型成長型企業的重要選擇。另一方面，紐交所的高增長板市場（NYSE Arca）也制定了適用於規模比較小企業上市的標準。納斯達克與紐交所的差異化良性競爭對美國證券市場持續繁榮起了重要作用。

星實行保薦人負責上市監管

新加坡則針對高增長和科技創新企業，推出針對中小企業的上市板塊，該國2007年推出「凱利板」市場，實行由保薦人負責的上市監管制度，大幅降低上市門檻，沒有任何財務指標要求，沒有具體的資本規模限制，上市審批程序縮短至5至6周。目前凱利板已發展為全球最具流動性的成長型上市平台之一。2019年，新加坡金融管理局推出資本市場津貼（GEMS），未來3年在新加坡交易所完成IPO的企業，如果屬於高增長型行業或新興科技行業，可以獲得最高50萬至100萬坡元不等的資助。

北交所進一步細分資本市場

設立北交所是內地資本市場差異化的補充和市場定位的進一步細分，也是內地資本市場改革發展邁出的又一關鍵一步，「北交所也是對國際經驗的借鑒和發展。」楊淑娟認為，北交所可以借鑒國外資本市場支持中小企業融資的經驗，建立相對獨立的小企業服務資本市場，建立從融資、交易、中介機構等環節都符合小企業需求的制度安排，為小企業提供良好的資本市場服務。比如，在政府監管層面，可借鑒美國證交會（SEC）設立專門的小企業政策辦公室。

她說，北交所可在北京更好服務中小企業，通過資本市場培育，更多支持中小型企業融資，降低其資產負債率，增加融資渠道，有助自身產業發展，股權融資加債權融資對整個企業來講信用風險也會降低。

●北京證券交易所籌建中，並正就上市、交易及會員管理等基本業務規則，向市場公開徵求意見。圖為北京金融街。 資料圖片

三大會計師行：資本市場三足鼎立

●普華永道在服貿會展台。 記者任芳頡 攝

●畢馬威在服貿會展台。 記者馬曉芳 攝

香港文匯報訊（記者 馬曉芳、任芳頡 北京報道）中國設立北京證券交易所的消息引起各界廣泛關注。安永、普華永道、畢馬威等國際會計事務所專家在服貿會期間接受香港文匯報訪問時表示，未來北交所將有效發揮北京紐帶作用，貫通京津冀區域發展，或將與滬深交易所形成內地資本市場三足鼎立的格局。

普華永道：推動高質量發展

普華永道中國市場主管合夥人梁偉堅說，「未來北交所的設立，將與滬深交易所、區域性股權市場實現錯位發展與互聯互通，進一步推進內地資本市場的發展。」他表示，設立北交所，聚焦服務中小企業發展，將有效發揮北京紐帶作用，貫通京津冀區域發展，實現「強鏈」、「補鏈」，並進一步與滬深交易所、區域性股權市場等形成合力，貫通南北，加強資本市場建設同時，進一步促進金融、科技、產業發展的良性循環，推動內地經濟高質量發展。

畢馬威：利好專精特新中小企

「北交所的成立將利好專精特新的中小企業，使資源能夠更好向他們聚攏。」畢馬威中國副主席鄒俊亦認為，北京證券交易所的成立建立在新三板深化改革基礎上，這給內地創新型中小企業創造了非常好的融資方式，讓他們有另外一個渠道去獲得資金、資本，為企業未來成長提供更多資源。

安永：解決科技企業融資難

「目前科技型企業融資較難，投資活躍度不是很高，北京證券交易所設立後，很多中小企業在融資難上會得到很大改善，上市條件也會更加靈活。」安永北京主管合夥人楊淑娟預期，北交所與上交所、深交所一起，未來有機會形成內地資本市場三足鼎立的格局。

專訪

退市公司：建議北交所降投資門檻

儘管新三板發展有近20年，但是因爲門檻高交易不活躍難以融資，很多公司沒有堅持住，近幾年更有大量公司紛紛退市，共計多達4,300家。今年初剛退市新三板的三上新材董事長徐東接受香港文匯報訪問時稱，過去新三板的投資門檻過高，一般投資者無法進入，致使成交低迷，也難起到再融資的功能，他期望北交所能降低投資門檻，爲在新三板上市的企業帶來融資發展和創新的作用。

三上新材成交低迷主動退市

在深圳從事印刷包裝塑膠材料生產的三上新材，其董事長徐東告訴記者，公司於2016年在新三板上市，當時公司上下一片歡騰，許多員工都持有期權，並吸引了一些戰略投資者。但是，隨着近幾年來新三板的低迷和交易不活躍，企業估值偏低，加上股價下跌，導致一些股東紛紛退出，公司只得贖回這些股東的投資。

他認爲，在新三板上市並沒有給公司帶來實質性的利好，每年還要繳納固定的費用，公司只得決定退市。在今年1月底，三上新材發布公告稱，主辦券商華創證券向公司提交了終止股票掛牌的申請。根據《全國中小企業股份轉讓系統業務規則（試行）》的規定，公司決定自2021年1月27日起終止其股票掛牌。

談到對新三板機制的建議，徐東希望可以適當降低投資門檻。他表示，新三板的投資門檻最低一檔三檔都要100萬元（人民幣，下同）以上資產方可入市，一檔和二檔分別要求150萬元和200萬元，如此高的門檻導致參與交易的人數很少，令市場交易不活躍，流動性差，企業的估值無法體現，企業也更難獲得融資。他期望北交所可以帶來新希望，爲在新三板上市的企業帶來融資發展和創新的作用。

他稱，「公司上新三板是我人生中最大的一次資本布局，誰知經歷了六年，只差五個月就成功了，公司倒在了黎明前的黑暗，眞的令人無限惋惜啊。」

新三板較高峰減4300公司

而像三上新材退市的企業並不在少數，早在2016年12月19日，隨着華夏旅遊、金象香山等17家公司在新三板掛牌，新三板企業總數正式突破萬家，2017年飆升到1.16萬家的峰值。但是經過四年來的大浪淘沙，尤其是企業難以獲得融資和交易低迷，大量新三板公司紛紛退市，截至目前，新三板上市公司從2017年高峰時的1.16萬家降至目前僅有不足7,300家，意味着有4,300家退出，不過，其中也有部分企業因業績差被勸退的，但更多的還是感覺看不到希望，像三上新材一樣主動退出。

統計顯示，今年上半年新三板全市場成交額600億元，已是近年高點，與滬深交易所日均萬億元的規模，相差甚遠。目前新三板合格投資者只有161萬户，投資新三板的公募基金規模在幾十億元數量級別，整體市場資金量有限。

須嚴格規範上市公司質量

英大證券李大霄認爲，隨着北交所對掛牌公司有更嚴謹的要求，市場期望北交所將投資門檻降低，目前具體政策仍未出台。他預計，未來北交所投資門檻可能與科創板類似，需要50萬元資產，或者有可能介於科創板50萬元和新三板精選層100萬元之間。投資門檻的降低無疑會吸引大量投資者湧入，只要保證上市公司質量，以嚴厲的規則規範其行爲，嚴打財務造假，投資者自然會積極參與，分羹無數成長性高的企業帶來的高回報。

●香港文匯報記者 李昌鴻

●徐東（左二）表示，新三板的投資門檻過高，導致市場交易不活躍，企業也更難獲得融資。

新三板、創業板、科創板個人投資者門檻比較

北京新三板	精選層個人投資者需100萬元以上，基礎層和創新層分別要150萬元和200萬元以上。三檔均要求投資者有相應投資、工作和任職經歷；
深圳創業板	10萬元以上，並且有兩年投資經驗；
上海科創板	50萬元以上，並且有兩年投資經驗。

註：貨幣單位爲人民幣

整理：香港文匯報記者 李昌鴻

外資大行解讀

緩解監管擔憂 資本開放下香港更重要

香港文匯報訊 北交所以雷霆之速搭台組建，國際投行花旗發表報告表示，北交所的設立提供了一個令人欣慰的信息，即內地將繼續支持技術創新的中小企業利用資本市場融資，高層金融官員的講話也緩解了市場對內地資本市場是否仍可供外國金融機構投資的擔憂，而在資本開放下，香港市場可發揮更重要的作用。

繼續支持資本市場發展

中證監副主席方星海上周六表示，將堅定不移推進高水平對外開放，要進一步推動資本市場制度性開放，落實合格境外投資者新規，便利境外投資者配置人民幣資產。另外，方星海還表示，香港A股指數期貨將於年內開始交易。

花旗認為，北交所和內地高級金融官員的政策聲明，旨在緩解對近期監管限制的擔憂－北交所的成立和中證監對海外IPO的評論表明內地將繼續支持資本市場的發展，以及將希望利用各種資本市場來支持技術創新和創新的內地企業。

報告又指，考慮到內地公司根據新的美國《外國公司問責法案》被迫退市的風險，香港市場對於內地公司在海外上市將變得更加重要。但與此同時，內地對金融科技公司的監管不會有任何放鬆，將有更多的法規出台，以補充該行業的現有監管法規。

監管行動無礙開放進程

花旗認為，這些是旨在平息市場擔憂的另一套政策保證，內地監管機構最近不僅對壟斷行為，而且對大型互聯網平台公司的勞動法執行和不法行為進行了密集和廣泛的打擊。監管機構關於金融開放和資本賬戶開放的聲明保持不變，表明近期的監管行動不會破壞內地資本市場改革開放的進程。

花旗指出，雖然近期的市場擔憂和疲軟的情緒可能會有所緩解，但鑒於近期內地政策意圖的不確定性導致市場劇烈反應的背景，政府仍需要加強與市場的政策溝通。